

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
FEVEREIRO 2024

PANORAMA

IBOVESPA

+ 1,0%

DÓLAR COMERCIAL

+ 0,6%

S&P 500

+ 5,2%

A temporada de resultados nos EUA deu fôlego para um novo mês positivo para as bolsas globais. Apesar da alta no mercado de juros americano, o S&P 500 e o Nasdaq Composite subiram 5,2% e 5,3%, respectivamente, impulsionados por empresas do grupo conhecido como 'Magnificent 7', destacando-se Meta e Nvidia. Conforme mencionado, as curvas de juros subiram, em resposta ao endurecimento no discurso de alguns integrantes do banco central americano (Fed), diante de números de inflação piores do que o esperado. No entanto, os investidores seguem acreditando na convergência gradual dos preços para a meta do Fed. Na atividade, os dados mostram resiliência, embora com algum arrefecimento. A combinação de expectativa de preços comportados, economia forte e a possibilidade de contar com o suporte do Fed via corte de juros, levaram os investidores a migrarem mais recursos para a bolsa.

Na Europa, o processo de desinflação continua, mas os dados recentes não foram suficientes para convencer o Banco Central Europeu da necessidade de cortes no curto prazo, o que só deve ocorrer mais para o meio do ano. A economia chinesa, por sua vez, mostra sinais preocupantes, especialmente no setor imobiliário, que persiste em uma fragilidade significativa. Os estímulos governamentais não foram suficientes para reverter a tendência de vendas deprimidas, e o risco de uma espiral deflacionária se torna mais evidente. No entanto, o Congresso Nacional do Povo reunido na última semana sedimentou a meta de crescimento "em torno" de 5% para este ano.

O Ibovespa subiu 0,99% em fevereiro, mas acumula queda de -3,85% no ano, reflexo da saída do fluxo de estrangeiros e da cautela dos investidores locais, diante dos juros elevados. No lado macro, o PIB brasileiro cresceu 2,9% em 2023, impulsionado pela agricultura e pelo consumo das famílias. Este último foi beneficiado pela continuidade das políticas de transferência de renda e pela robustez do mercado de trabalho. Em 2024, a economia deverá sentir com mais intensidade o impacto da queda na Selic. De fato, já vemos sinais de melhora no mercado de crédito bem como nos indicadores de confiança. A força da economia local deve ser monitorada, pois pode influenciar na resiliência da inflação de serviços e, com isso, na velocidade dos cortes de juros.

MAIS DETALHES SOBRE A NOSSA VISÃO DE CENÁRIO PARA OS PRÓXIMOS MESES NA SEÇÃO "VISÃO CAPRI".

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

Na renda fixa internacional, os ativos sofreram desvalorização devido ao aumento das taxas nos títulos do Tesouro dos EUA. Os Treasuries de 10 anos encerraram o mês negociando a 4,25% a.a., em comparação com 3,96% a.a. no final de janeiro. O movimento ocorreu após a mudança nas expectativas do mercado em relação ao primeiro corte da taxa de juros do país, impulsionada pelo aumento acima do esperado (+0,3%) na inflação ao consumidor dos EUA (CPI). O índice Bloomberg US Global Aggregate, que reúne ativos de renda fixa com grau de investimento e prazos intermediários, caiu 1,26% em fevereiro, acumulando uma queda de 2,62% no ano. Já o Bloomberg US High Yield, índice que acompanha os títulos com maior risco de crédito, teve um desempenho positivo de 0,79%, acumulando um ganho de 0,60% no ano.

No momento, observamos nos EUA uma retirada gradual dos estímulos fiscais e monetários, em conjunto com um movimento de normalização da oferta. Esse cenário é propício para a continuidade do processo de convergência inflacionária em direção à meta do Fed. Em nossa visão, parte da surpresa inflacionária recente está ligada à volatilidade normal dos índices, especialmente no segmento de habitação, e não são um sinal claro de recrudescimento. Embora os juros altos ainda não tenham impactado significativamente a demanda, esperamos que isso ocorra gradualmente, conforme indicado pela acomodação da atividade em dados recentes de alta frequência.

Nesse sentido, entendemos que, em sua função de reação, o Fed está mais sensível a decepções em torno da atividade econômica do que a eventuais números inflacionários correntes um pouco acima do esperado, de modo que estão mais preocupados com a inflação 12 meses à frente. Tal postura oferece uma assimetria positiva para posições aplicadas em juros nominais nos EUA, seja através de Treasuries ou por meio de títulos privados. A estratégia oferece também uma boa proteção para posições compradas em bolsa. Por outro lado, esperamos que a volatilidade no mercado de renda fixa persista no curto prazo, diante da comunicação errática do Fed, na medida em que a resiliência da economia do país tem levado alguns membros da entidade a questionar se a taxa de juros neutra de curto prazo teria que ser mais elevada.

Nos EUA, entendemos que a classe de crédito com alta qualidade segue sendo uma boa opção para garantir retornos elevados em um horizonte de tempo mais longo. O segmento segue sustentado por empresas com fundamentos sólidos, balanço positivo e um mercado receptivo a novas emissões.

A classe negocia com taxas nominais elevadas e deve se beneficiar do início do afrouxamento da política monetária, embora até o momento tenha registrado resultados negativos no ano, devido à volatilidade observada no mercado de juros. No segmento de títulos de alto rendimento (high yield), continuamos adotando uma abordagem mais cautelosa. Apesar dos índices que acompanham esses títulos serem compostos hoje por empresas de qualidade média superior ao que observávamos no passado, devido a um re-rating de alguns emissores que perderam o status de investment grade, o aumento no serviço da dívida pode levar a uma deterioração no balanço dessas companhias.

RENTA FIXA BRASIL

No Brasil, destacamos a performance das debêntures incentivadas, com uma maior demanda atraída pela restrição de lastro para novas operações incentivadas envolvendo LCIs, LCAs, CRIs e CRAs, imposta pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). O IDA-IPCA, índice da Anbima formado por debêntures incentivadas atreladas ao IPCA, rendeu 2,45% contra um CDI mensal de 0,80%. Por outro lado, os títulos públicos prefixados e indexados ao IPCA tiveram uma performance ruim, conforme evidenciado pelos rendimentos abaixo do CDI do IMA-B (0,55%) e do IRF-M (0,46%). O resultado foi influenciado pelo movimento de alta nos contratos de juros locais, impactados pela abertura nas taxas das Treasuries americanas.

O cenário macroeconômico permanece relativamente positivo, com perspectivas de crescimento revisadas para cima, inflação controlada e bons números na balança comercial. A alta dos juros nos EUA não causou forte volatilidade nos juros locais, e o câmbio manteve-se abaixo do nível de R\$5,00, indicando uma certa robustez das contas públicas brasileiras. Apesar das preocupações estruturais com a posição fiscal, a arrecadação apresentou uma recuperação significativa, o que deve adiar qualquer discussão sobre mudanças na meta fiscal para depois de março e reduzir o risco de um resultado primário abaixo das expectativas do mercado.

Nos próximos meses, a redução da taxa Selic promete continuar aliviando os encargos das dívidas corporativas, reduzindo a alavancagem nas demonstrações financeiras das empresas e melhorando a qualidade do crédito nesse segmento. Além disso, após as mudanças recentes na regulamentação de títulos incentivados, o fluxo de captação para fundos de crédito acelerou de forma relevante, auxiliando na compressão dos spreads de crédito. O Idex-CDI, índice da JGP que acompanha debêntures com bons padrões de liquidez e indexadas ao CDI, aponta hoje uma taxa média de DI + 1,9%, contra DI + 2,9% um ano antes.

Estimamos que os spreads desses títulos devem continuar cedendo ou, ao menos, permanecer estáveis ainda por um bom período, na medida em que o fluxo para os fundos de crédito deve permanecer forte, em um cenário de taxa de juros ainda elevada e com menos opções incentivadas. Os fundos de crédito que possuem resgate em até 1 dia útil foram especialmente beneficiados com o aumento da carência para resgate das LCAs e LCIs, que eram muito utilizadas por pessoas físicas para a gestão de caixa.

Apesar do cenário macro melhor, continuamos com pouca convicção para alocações prefixadas mais longas, devido ao risco fiscal de médio prazo e a possibilidade de juros estruturalmente mais altos no mundo desenvolvido, estreitando os prêmios nas taxas locais. Vale lembrar que o Brasil permanece com déficit público elevado e dívida em trajetória crescente. No mercado de debêntures incentivadas, o fluxo de recursos para os fundos de infraestrutura segue relevante. O Idex-Infra, índice da JGP que reúne debêntures de infraestrutura indexadas ao IPCA e com bons padrões de liquidez, acumula retornos (isentos) de 21% nos últimos 12 meses. Os spreads médios desses títulos cederam de 1,67% em março de 2023 para 0,52% hoje, movimento que deve continuar. Por outro lado, para março existem cerca de R\$13 bilhões em novas emissões de títulos desse segmento em andamento, um volume expressivo que deve dar certo suporte aos níveis de spread atuais.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

Nos EUA, o setor de tecnologia destacou-se novamente, impulsionado pela Inteligência Artificial (IA) e pelos avanços em setores ligados à biotecnologia, como o de medicamentos contra obesidade. O S&P 500 e o Nasdaq 100 subiram 5,17% e 5,29%, respectivamente, atingindo recordes de alta para o mês de fevereiro. O forte desempenho foi majoritariamente carregado pelos bons balanços divulgados pelas big techs, que possuem grande peso nos dois índices citados, enquanto empresas ligadas a bens de consumo e de utilidades públicas ficaram para trás. Se analisarmos o S&P 500 EWI, por exemplo, que considera o mesmo peso para todas as empresas, a performance no ano foi de 3,31%, contra 7,45% do S&P 500.

Os resultados financeiros das big techs indicaram uma clara diferenciação dentro do setor. Empresas como Microsoft, Meta, Nvidia, e Amazon mostraram forte crescimento e expansão de margens, contrastando com as performances mais modestas de outras gigantes como Apple, Google e Tesla, que enfrentam desafios em mercados internacionais ou estão para trás na corrida da IA. Com o recente rally, alguns analistas já estimam uma razão de 30x para o preço sobre o lucro das chamadas "Magnificent Seven (Mag 7)", contra 18x do restante do índice.

Para os próximos cinco anos, o mercado projeta para essas empresas um crescimento da receita na ordem de 13% a.a. e do lucro de 17% a.a. Tal cenário, caso se confirme, seria suficiente para justificar os altos múltiplos atuais. Por outro lado, vale destacar que 70% das companhias do S&P 500 que reportaram suas projeções de EPS (lucro por ação, na sigla em inglês) para o 1º trimestre de 2024 (guidance) esperam valores abaixo do esperado pelo consenso dos investidores. Essa métrica está acima da média dos últimos 5 e 10 anos (59% e 63%, respectivamente), indicando certa cautela dos executivos das principais empresas dos EUA. Além disso, a razão preço/lucro do S&P 500, projetado para os próximos 12 meses, está em 20,6x, cerca de 1,8 vezes o desvio padrão da média histórica.

Os últimos números divulgados pelas principais empresas dos EUA, em conjunto com dados econômicos favoráveis, apontando para desinflação e crescimento saudável, nos deixaram mais positivos para o investimento na bolsa americana, mesmo diante da forte alta observada nos últimos 6 meses. Nossa visão positiva se justifica pela perspectiva de cortes nos juros por parte do Fed a partir do terceiro trimestre do ano, em um contexto de pleno emprego e de excesso de liquidez nos mercados. Em caso de desaceleração mais forte da economia, o Fed já deixou claro que pode cortar juros com maior rapidez ou intensidade, com impactos positivos para os ativos de risco, o que deixa os investidores mais confortáveis para investir na bolsa do país.

RENDA VARIÁVEL BRASIL

No Brasil, embora o Ibovespa tenha apresentado crescimento de 0,99%, o índice permaneceu negativo no acumulado do ano (-3,85%). Este desempenho reflete a cautela dos investidores locais, ainda muito sublocados em renda variável, dado os juros altos e o histórico recente ruim da bolsa brasileira. Porém, o principal fator que tem ditado a direção do Ibovespa tem sido o fluxo externo, que já retirou cerca de R\$17 bilhões no ano, influenciado por perspectivas positivas nas bolsas dos países desenvolvidos. Em relação à temporada de resultados, as empresas brasileiras têm divulgado números mistos, na média próximos ao esperado, porém sem grandes revisões positivas nas projeções para os lucros. Até dentro de um mesmo setor os resultados têm sido dissonantes, indicando que os fundamentos micros têm sido determinantes no desempenho das empresas.

Com a correção nos preços, observada nos dois primeiros meses do ano, o múltiplo preço/lucro do Ibovespa projetado para os próximos 12 meses situa-se hoje abaixo de um desvio padrão da sua média histórica, sinalizando níveis de preços favoráveis para uma possível recuperação.

Apesar do valuation atrativo, a melhora do mercado brasileiro parece depender de fatores técnicos, como o retorno dos investidores estrangeiros e a recuperação dos fundos de ações. O Brasil, assim como outros mercados emergentes mais líquidos, se viu afetado pela saída forte dos estrangeiros, em grande parte devido à elevação dos rendimentos oferecidos pelos títulos do Tesouro americano e pela atração de recursos para a bolsa americana. Já o investidor institucional tem enfrentado dificuldades para competir com a renda fixa local.

Portanto, o movimento de recuperação da bolsa local só deve ganhar maior consistência na medida em que os juros locais continuarem a ceder e as principais economias mundiais também iniciarem seus respectivos processos de normalização monetária. Considerando o contexto macro local e internacional, as métricas de valuation, e o ambiente micro nacional, nossas perspectivas para as ações brasileiras em 2024 são cautelosamente otimistas.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

EXTERIOR

Atividade

	ÚLTIMO	EXPECTATIVA	ANTERIOR	VAR. NO MÊS
Indústria nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	47,8 (fev)	49,5	49,1	- 1,3
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	52,6 (fev)	53,0	53,4	0,8
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	3,9 (fev)	3,7	3,7	0,2 p.p.
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	4,3 (fev)	4,4	4,4	- 0,1 p.p.
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	8,9 (jan)	8,9	9,0	- 0,1

Inflação

Inflação nos EUA - CPI (% ano/ano)	3,2 (fev)	3,1	3,1	0,1 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core CPI (% ano/ano)	3,8 (fev)	3,7	3,9	- 0,1 p.p.
Inflação nos EUA - PCE (% ano/ano)	2,4 (jan)	2,4	2,6	- 0,2 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core PCE (% ano/ano)	2,8 (jan)	2,8	2,9	- 0,1 p.p.

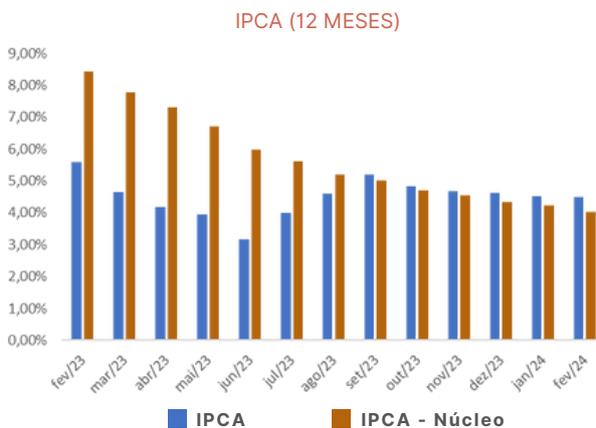
BRASIL

Atividade

	ÚLTIMO	EXPECTATIVA	ANTERIOR	VAR. NO MÊS
Indústria - PIM (% ano/ano)	3,6 (jan)	2,8	1,0	2,6 p.p.
Serviços - PMS (% ano/ano)	- 2,0 (dez)	-	0,4	- 2,4 p.p.
Varejo - PMC (% ano/ano)	1,3 (dez)	2,9	2,5	- 1,2 p.p.
IBC-Br - Proxy do PIB (% mês/mês)	0,8 (dez)	0,7	0,1	0,7 p.p.
Taxa de Desemprego - PNAD-C (%)	7,6 (jan)	7,8	7,4	0,2 p.p.

Inflação

IPCA (% ano/ano)	4,5 (fev)	4,4	4,5	0,0 p.p.
IPCA- Núcleos (% ano/ano)	4,0 (fev)	-	4,3	- 0,3 p.p.
IGP-M (% ano/ano)	- 2,8 (fev)	- 2,8	- 3,3	0,5 p.p.



Rio de Janeiro
Estrada da Gávea 696, sl. 509
São Conrado - RJ - 22610-002
+55 21 2042 0044

São Paulo
Rua Bandeira Paulista 275, CJ. 111
Itaim Bibi - SP - 04532-010
+55 11 2050 8686

contato@capribr.com
www.capribr.com

DISCLAIMER:

As informações contidas neste documento são confidenciais e de exclusivo uso do(s) seu(s) destinatário(s). É expressamente proibido modificar, copiar, transmitir, distribuir, expor, desenvolver, reproduzir, publicar, licenciar, copiar formato, gerar trabalhos derivados, transferir ou de outra forma utilizar, no todo ou em parte, sem a devida autorização da Capri Investimentos Ltda.

Este material não configura um relatório de análise de valores mobiliários. As informações referentes a taxas, prazos e outras condições expostas são meramente indicativas e não constituem uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de adoção de estratégia de investimentos. A Capri investimentos Ltda. não garante a integridade e exatidão das informações prestadas nesse relatório.

