

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
MAIO 2024

PANORAMA



Em maio, impulsionados pela manutenção de boas perspectivas para a economia global e por uma nova temporada de resultados corporativos positivos, os índices S&P 500 e Nasdaq Composite subiram 4,8% e 6,9%, respectivamente. Embora ainda pujante, a economia americana começa a dar sinais de desaceleração. A estimativa de crescimento do PIB do 1º trimestre foi revisada de 1,6% para 1,3%, enquanto a pesquisa mensal de emprego (JOLTS) apontou uma geração de vagas abaixo do esperado em março e abril. No lado da inflação, após um primeiro trimestre de dados acima do esperado, o PCE, índice de preços preferido pelo banco central dos EUA, reportou números de abril em linha com o esperado. O CPI de maio reforçou a melhoria nos preços ao reportar estabilidade em relação ao mês anterior. Por outro lado, o Payroll, outro indicador do mercado de trabalho do país, apontou em maio a geração de aproximadamente 100 mil vagas acima do esperado, além de um crescimento anualizado de 4,1% nos salários, números que não contribuem para a convergência da inflação para a meta. Dessa forma, os dados continuam voláteis e explicam a cautela do Fed na condução da política monetária.

No Brasil, o Ibovespa registrou queda de 3,0%, influenciado pela contínua perda de credibilidade fiscal, iniciado com a revisão da meta de 2025 de +0,50% para 0%, e pela demissão do presidente da Petrobras, intervenção política na estatal que gerou forte queda no preço da ação da empresa e contagiou a performance do índice como um todo. O sentimento mais latente de que o governo não terá êxito em cumprir com o arcabouço fiscal levou a uma forte saída de dólares e a alta em toda a curva de juros futuros. Apesar das expectativas ruins, a atividade manteve-se firme no primeiro trimestre de 2024, com crescimento do PIB do 1º trimestre em linha com as expectativas. No entanto, a tragédia climática no Rio Grande do Sul deverá ter um impacto negativo no crescimento do PIB para o ano. O mercado de trabalho, por sua vez, segue com excelente desempenho. Já a inflação medida pelo IPCA apresentou reaceleração na ponta, com piora qualitativa. O aumento da inflação corrente deve dar voz à desancoragem das expectativas que, somada à piora do quadro fiscal e aos ruídos políticos, dificultam novos cortes da taxa Selic.

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

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

O mês foi positivo para a renda fixa internacional, que enfrenta um ano desafiador após sucessivas reprecificações na curva de juros americana. Atualmente, os preços refletem a visão do mercado de que o Fed iniciará o corte de juros em setembro, realizando dois ajustes até o final do ano. Os dados divulgados recentemente indicaram uma moderação da inflação e da atividade econômica, dissipando os temores de um aperto monetário. Nesse contexto, o Bloomberg US Aggregate, um índice de referência que acompanha o desempenho do mercado de títulos de renda fixa nos EUA, subiu 1,70%, embora ainda registre queda de 1,64% em 2024. No setor de crédito privado, os spreads dos títulos de maior risco (high yield) fecharam estáveis, a despeito da volatilidade observada ao longo do mês.

Em nossa análise, a taxa básica de juros americana atual, situada no intervalo entre 5,25% e 5,50%, resultando em juros reais esperados acima de 2,0% ao ano, está em um patamar elevado o suficiente para desacelerar a economia e conduzir a inflação em direção à meta do Fed. Algumas evidências macroeconômicas confirmam a nossa tese, com destaque para: (i) a normalização das cadeias de produção, dando maior elasticidade para a curva de oferta, o que auxilia na contenção inflacionária; (ii) o crescimento no endividamento das famílias americanas, em conjunto com a contínua redução das poupanças acumuladas pelas mesmas, sinalizando para um enfraquecimento do consumo nos próximos meses; e (iii) a piora no setor imobiliário residencial, devido ao aperto nas taxas das hipotecas e ao aumento nos preços dos imóveis. No lado dos empregos observa-se ainda uma normalização na geração de empregos no setor público, que estava defasado desde a pandemia, o que ajuda a aumentar a ociosidade no mercado de trabalho.

No entanto, apesar dos dados positivos de atividade e inflação, acreditamos que o Fed deve adotar maior cautela e esperar por uma sequência maior de números positivos antes de mudar a sua comunicação sobre a política monetária. No final de 2023, a autoridade monetária adotou uma sinalização de cortes de juros mais enfática, na esteira de dados positivos no último trimestre do ano, que acabaram não tendo continuidade, criando uma forte volatilidade nos mercados. Por enquanto o discurso continua duro, conforme foi visto na última reunião do Federal Open Market Committee (FOMC), onde os juros foram mantidos. Nesse contexto, entendemos como mais provável o cenário onde o Fed inicie o corte de juros apenas nas reuniões de novembro ou dezembro, embora a falta de clareza sobre o momento exato e a rapidez do processo de afrouxamento monetário deve continuar gerando incerteza e volatilidade nos ativos financeiros.

Em relação ao dólar, embora acreditemos que a economia americana não deva manter o vigor demonstrado nos últimos semestres, esperamos que o crescimento prospectivo seja suficiente para manter a divisa forte no curto prazo. Além disso, os estímulos fiscais generosos concedidos pelo governo Biden e a pouca disposição de ambos os partidos, Democratas ou Republicanos, para a redução do déficit nas contas públicas do país devem favorecer a sustentação da moeda.

Esperamos que a atividade e a inflação nos EUA continuem desacelerando de maneira gradual nos próximos meses, permitindo que o próximo ajuste na taxa de juros seja de um corte. Entendemos que esse movimento deve ocorrer ainda em 2024 e que a probabilidade de elevação é baixa, o que consideramos ser mais importante do que o timing exato do primeiro corte. Nesse contexto, mantemos uma visão positiva para as posições em juros nominais e reais americanos, tanto por meio de títulos soberanos quanto corporativos de alta qualidade. Por outro lado, o ambiente atual de pós-pandemia e revolução tecnológica com a IA nos inspira humildade e cautela, visto que são dois movimentos muito recentes, com impactos estruturais incertos, e que devem continuar gerando volatilidade nas curvas de juros. Dessa forma, continuamos mantendo uma boa parcela das carteiras em caixa, priorizando o alongamento gradual dos portfólios, conforme surjam oportunidades.

RENDA FIXA BRASIL

No Brasil, destacamos a performance dos títulos incentivados e os indexados à inflação. O IDA-DI, índice da Anbima formado por debêntures atreladas ao CDI, rendeu 1,0% contra um CDI mensal de 0,8%, enquanto o IMA-B, o índice que reflete o desempenho dos papéis indexados ao IPCA, avançou 1,3%. Em contrapartida, os títulos públicos prefixados tiveram uma performance abaixo do CDI, evidenciado pelos rendimentos do IRF-M (0,7%). Esse retorno é resultado da abertura da curva de juros local, influenciada pela piora nas expectativas sobre a inflação e sobre as contas públicas.

O cenário macroeconômico local deteriorou-se significativamente em maio, com piora adicional em junho, diante da acumulação de sinalizações negativas do governo no campo fiscal. Desde o último ano do governo anterior, passando pela PEC da Transição, e chegando no momento atual, realizamos uma expansão fiscal sem precedentes nos últimos 30 anos. O resultado primário saiu de um superávit de 1,3% do PIB no final de 2022 para um déficit de 2,4% nos 12 meses encerrados em abril. Fica cada vez mais evidente que a estratégia de aumento na arrecadação para atingir as metas do novo arcabouço fiscal chega ao seu limite e que o governo federal não está disposto a fazer o ajuste necessário no lado das despesas.

Em paralelo, a atividade econômica no Brasil permanece aquecida, principalmente no setor de serviços, refletindo um mercado de trabalho apertado, com taxas de desemprego historicamente baixas e salários reais crescendo significativamente. Em uma economia crescendo próxima ao potencial, onde não haveria necessidade de estímulos fiscais da ordem que experimentamos, o espaço para cortes nos juros fica limitado, principalmente com a perda da credibilidade do governo federal no controle dos gastos públicos. Com isso, houve uma alta importante nas taxas negociadas pelos contratos de juros futuros e nas expectativas de inflação para 2025 e 2026, que se afastaram ainda mais da meta de 3,0%. O diferencial de juros em relação aos Estados Unidos, hoje em níveis historicamente baixos, é outro fator que conta contra a flexibilização da política monetária local.

Diante do cenário atual, os títulos soberanos indexados ao IPCA (NTN-Bs) passaram a oferecer retornos reais bastante atrativos, chegando em junho a serem negociados a IPCA + 6,50% em alguns vencimentos. Como o governo ainda não indicou uma saída para a crise de credibilidade que está passando, e não parece estar realmente comprometido a tomar medidas nesse sentido, o risco de novas aberturas nas taxas existe. Dessa forma, estamos preferindo utilizar títulos isentos de IR nas alocações de juros reais, como as debêntures incentivadas, que oferecem uma margem de segurança adicional através de spread de crédito e da eficiência tributária nos retornos. Por fim, mantemos uma postura cautelosa em relação aos títulos prefixados com prazos mais longos, devido ao risco fiscal de médio prazo e à possibilidade de juros estruturalmente mais altos no mundo desenvolvido.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

Em maio, os principais índices do mercado acionário americano fecharam em alta, após mais uma temporada de resultados positivos no primeiro trimestre de 2024. Os índices S&P 500 e o Nasdaq Composite, mais focados em tecnologia, subiram 4,8% e 6,9%, respectivamente. O Russell 2000, que engloba empresas menos capitalizadas, avançou 4,9%. Segundo a provedora de dados FactSet, cerca de 79% das empresas apresentaram um LPA (Lucro por Ação) acima das expectativas. O crescimento dos lucros ano a ano foi de 5,9%, o maior crescimento desde o primeiro trimestre de 2022. Destaca-se o lucro de US\$ 14,88 bilhões da NVIDIA, alta de 628% em relação ao mesmo período do ano anterior.

As empresas de tecnologia, especialmente aquelas envolvidas com inteligência artificial (IA) e semicondutores, continuam apresentando desempenho sólido. As Big Techs aumentaram substancialmente suas projeções de gastos no setor de IA, o que tende a favorecer o setor de semicondutores, com destaque para a NVIDIA.

Para o segundo trimestre de 2024, 60% das empresas emitiram orientações negativas para o EPS e 40% emitiram orientações positivas. O P/L (Preço/Lucro) projetado para os próximos 12 meses é de 20,7x, acima das médias de 5 e 10 anos (19,2x e 17,8x, respectivamente).

O panorama geral para a bolsa americana continua favorável, apoiado por uma melhoria nos lucros das empresas, principalmente as ligadas aos setores de tecnologia, pelo crescimento do PIB global próximo ao potencial, e pelo aumento na produtividade provenientes dos setores de IA e biotecnologia. Com o início do ciclo de corte nos juros pelo Fed no horizonte, estamos atentos para eventuais janelas de entrada, onde exista uma boa margem de segurança para suportar uma eventual desaceleração mais forte da economia global e frustrações nas expectativas sobre os próximos balanços das empresas de tecnologia. Estamos cientes de que a revolução de produtividade que a inteligência artificial está promovendo nas empresas tem o potencial de elevar estruturalmente os múltiplos negociados por certas ações. Porém, priorizamos sempre a preservação de capital dos nossos clientes, de modo que preferimos adotar cautela, principalmente no ambiente atual de otimismo e liquidez exacerbados.

RENDA VARIÁVEL BRASIL

O Ibovespa registrou uma queda de 3,0% em maio, acumulando uma redução de 9,0% no ano. Esse declínio foi influenciado pela perspectiva de manutenção dos juros elevados nos EUA por um período prolongado, em parte já revertida, e principalmente pela deterioração nas expectativas do mercado em relação ao controle das contas públicas, conforme ficou evidenciado na desancoragem da inflação longa e na forte alta nos juros futuros. Os resultados das empresas foram mistos, com cerca de 40% reportando lucros acima do consenso e 39% abaixo.

Apesar disso, estudo do Itaú BBA indica que o Brasil continua apresentando um dos melhores Retornos sobre o Patrimônio Líquido (ROE, na sigla em inglês) entre os mercados emergentes, com uma média de 18,4% em 2024. As empresas brasileiras também se destacam em termos de margem líquida e giro do ativo em comparação com outros mercados emergentes. O que se percebe é que embora o operacional das empresas de boa qualidade esteja em média melhorando, com redução da alavancagem e crescimento nos lucros, os preços das ações não têm acompanhado esse movimento. A piora nas expectativas locais tem sido um fator importante para explicar essa situação, além da competição por capital estar mais acirrada, diante de juros externos e locais elevados e de melhores perspectivas para as bolsas nos países desenvolvidos, na visão dos investidores internacionais. Esse cenário se reflete no forte fluxo negativo de investidores institucionais locais e estrangeiros na bolsa.

RENDA VARIÁVEL BRASIL

Portanto, apesar de considerarmos que a bolsa local esteja em níveis de preços atrativos, entendemos que um eventual gatilho para a melhoria nos preços depende do retorno de fluxo significativo dos investidores estrangeiros e institucionais, cujas alocações estão em mínimas históricas. Esse movimento está condicionado ao alívio na política monetária americana e à melhoria nas expectativas locais sobre o fiscal. Ambos os fatores são incertos, de modo que a bolsa doméstica deve continuar pouco líquida e sujeita a muita volatilidade no curto prazo, em um ambiente onde os retornos prospectivos pelos investidores nos mercados desenvolvidos, principalmente nos EUA, estão em alta, oferecendo forte competição aos mercados emergentes.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

EXTERIOR

Atividade

	ÚLTIMO	EXPECTATIVA	ANTERIOR	VAR. NO MÊS
Indústria nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	48,7 (mai)	49,6	49,2	- 0,5
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	53,8 (mai)	50,8	49,4	4,4
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	4,0 (mai)	3,9	3,9	0,1 p.p.
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	4,1 (mai)	3,9	4,0	0,1 p.p.
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	8,1 (abr)	8,3	8,4	- 0,3

Inflação

Inflação nos EUA - CPI (% ano/ano)	3,3 (mai)	3,4	3,4	- 0,1 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core CPI (% ano/ano)	3,4 (mai)	3,5	3,6	- 0,2 p.p.
Inflação nos EUA - PCE (% ano/ano)	2,7 (abr)	2,7	2,7	0,0 p.p.
Núcleo da Inflação nos EUA - Core PCE (% ano/ano)	2,8 (abr)	2,8	2,8	0,0 p.p.

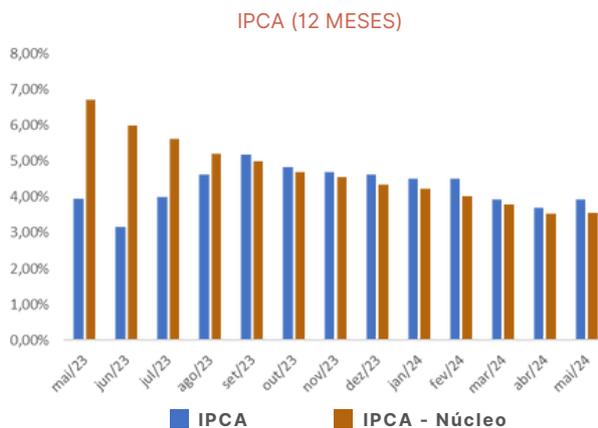
BRASIL

Atividade

	ÚLTIMO	EXPECTATIVA	ANTERIOR	VAR. NO MÊS
Indústria - PIM (% ano/ano)	8,4 (abr)	8,3	- 2,8	11,2 p.p.
Serviços - PMS (% ano/ano)	5,6 (abr)	-	- 2,2	7,8 p.p.
Varejo - PMC (% ano/ano)	2,2 (abr)	3,4	5,7	- 3,5 p.p.
IBC-Br - Proxy do PIB (% mês/mês)	0,0 (abr)	-	- 0,3	0,4 p.p.
Taxa de Desemprego - PNAD-C (%)	7,5 (abr)	7,7	7,9	- 0,4 p.p.

Inflação

IPCA (% ano/ano)	3,9 (mai)	3,9	3,7	0,2 p.p.
IPCA- Núcleos (% ano/ano)	3,6 (mai)	-	3,5	- 0,1 p.p.
IGP-M (% ano/ano)	- 0,3 (mai)	- 0,4	- 3,0	1,3 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.

