

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
SETEMBRO 2024

PANORAMA



Em setembro, os mercados internacionais tiveram um desempenho positivo. O Banco Central americano (Fed) surpreendeu ao cortar a taxa de juros em 0,50 p.p., mais agressivo do que os 0,25 p.p. esperados. A medida reflete o objetivo de Jerome Powell em entregar o "soft landing", desacelerando a economia gradualmente enquanto a inflação converge para a meta. A decisão, combinada com boas perspectivas corporativas, impulsionou o S&P 500, que subiu 2,02%, e o Nasdaq, com alta de 2,68%. No entanto, os investidores permanecem cautelosos, com a proximidade das eleições nos EUA e o risco de uma escalada da guerra no Oriente Médio aumentando a volatilidade.

O cenário econômico global foi marcado pelo aumento de estímulos, com cortes de juros também no Canadá e Europa. Nos EUA, a inflação continua a mostrar sinais de moderação, enquanto o mercado de trabalho segue forte, com criação de empregos acima do esperado. Na China, o governo intensificou as medidas para apoiar a economia, com foco na estabilização do mercado imobiliário. Esses estímulos podem beneficiar grandes exportadores de commodities, como o Brasil, mas os resultados dependerão de medidas fiscais adicionais nas próximas semanas.

No Brasil, o Ibovespa caiu 3,08% após três meses consecutivos de alta. Esse desempenho negativo contrastou com o cenário internacional, principalmente devido ao ciclo de aperto monetário iniciado pelo Banco Central do Brasil (BCB), enquanto outros bancos centrais cortam juros. A economia brasileira continua mostrando sinais de superaquecimento, com inflação de 4,5% e um mercado de trabalho apertado.

Apesar dos esforços do BCB para controlar as expectativas, a falta de compromisso do governo com a responsabilidade fiscal enfraquece a eficácia da política monetária. A reversão do contingenciamento de despesas, manobras fiscais e propostas de novos programas sociais fora do orçamento prejudicam a credibilidade fiscal. Mesmo com a elevação da classificação de risco do Brasil pela Moody's, o mercado segue cauteloso.

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

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

Em setembro, o Bloomberg US Aggregate Bond Index, um dos principais benchmarks do mercado de renda fixa nos Estados Unidos, registrou alta de 1,34%, acumulando um ganho de 4,45% em 2024. Os títulos públicos americanos (Treasuries) de 10 anos também apresentaram bom desempenho, encerrando o mês com uma taxa de 3,74%, abaixo dos 3,90% observados em agosto. No início de outubro, houve uma reversão relevante nesse cenário, com fortes quedas nos índices de renda fixa e alta nos juros futuros, após a divulgação da criação de 100 mil vagas de emprego acima do esperado nos EUA, e de números de inflação piores do que o estimado.

A economia americana continua aquecida, crescendo há vários trimestres acima do potencial estimado de 2,0% ao ano. O endividamento e o custo da dívida das famílias encontram-se em níveis saudáveis, refletindo anos de desalavancagem, enquanto os lucros das empresas como porcentagem do PIB estão próximos das máximas históricas. No mercado de trabalho, parte do aumento no desemprego observado ao longo desse ano deve-se ao pico no fluxo migratório para o país, dificultando a absorção da oferta de mão de obra. No entanto, os números migratórios já mostram sinais de arrefecimento, de modo que esperamos que o desemprego se estabilize em breve. O último payroll (relatório de emprego), que indicou uma queda de 1 p.p. no desemprego, já foi um indicativo desse movimento.

Nesse contexto, os números da economia dos EUA não indicam claramente uma necessidade de estímulos adicionais de grande magnitude por parte do Fed, como o ajuste de 0,50 p.p. feito pela autoridade monetária na última reunião. Cortes dessa magnitude costumam ocorrer em cenários recessivos, o que não é o caso atualmente. A bolsa continua a bater recordes, com a economia crescendo acima do potencial e os spreads de crédito abaixo do nível histórico. Mencionamos em nossa última carta que a rapidez com que o ajuste monetário foi precificado poderia estar excessivamente otimista, com potencial de gerar volatilidade na curva de juros. Foi o que aconteceu no início de outubro, quando o payroll indicou uma geração de vagas bem maior do que o esperado, provocando alta generalizada na curva dos juros futuros nos diversos vencimentos. Com isso, o mercado passou a projetar um ciclo de cortes de juros mais gradual do que anteriormente previsto. O mercado de juros provavelmente continuará volátil, reagindo aos novos dados econômicos conforme forem divulgados.

No mercado de crédito privado, os spreads dos segmentos investment grade (baixo risco) e high yield (maior risco) continuam sendo negociados abaixo da média histórica.

À medida que as taxas de juros forem reduzidas e os retornos nominais dos títulos de dívida diminuïrem, existe o risco de o mercado exigir spreads mais elevados, o que pode impactar negativamente o preço desses ativos.

No cenário político, as eleições nos EUA ganham cada vez mais relevância para os mercados, com quatro cenários principais sendo considerados: a eleição de Donald Trump ou Kamala Harris, com ou sem maioria no Congresso. Cada cenário traz impactos distintos para setores e temas. As projeções mais consensuais são Harris com um Congresso dividido, o que seria desfavorável para o dólar e promoveria a queda da curva de juros, ou Trump com maioria no Congresso, favorecendo um dólar mais forte e taxas de juros mais elevadas.

Diante desse contexto, seguimos priorizando alocações em títulos de renda fixa de alta qualidade com prazos intermediários. Antes do último payroll, reduzimos algumas operações de prazos mais longos, devido ao nosso receio em relação ao otimismo exagerado do mercado, o que se mostrou uma decisão acertada. Mantemos uma visão positiva em relação aos títulos públicos americanos indexados à inflação (TIPS), que oferecem proteção em cenários de aceleração inflacionária e proporcionam juros reais atrativos, sendo negociados em níveis historicamente elevados.

RENDA FIXA BRASIL

Em setembro, foi divulgado o PIB do 2º trimestre de 2024, que superou as expectativas com um crescimento de 1,4%, impulsionado pelo consumo das famílias e pelo fortalecimento do mercado de trabalho. Esse resultado ratifica a visão de uma economia sólida, mesmo em um cenário de juros elevados. Nesse contexto de atividade forte e mercado de trabalho pressionado, a inflação corrente segue rodando acima do centro da meta e as expectativas do mercado para o IPCA no horizonte relevante de política monetária do BCB continuam desancoradas. Com isso o Comitê de Política Monetária (Copom) iniciou um novo ciclo de alta na taxa Selic, aumentando-a em 0,25 ponto percentual. O mercado já precifica novas altas e estima uma Selic próxima a 13% em 2025, ou seja, um aperto monetário relevante.

A partir do segundo semestre de 2022, o Brasil experimentou o maior impulso fiscal desde o governo Dilma, excetuando o período da pandemia. Como resultado, a economia tem operado acima do potencial, com o desemprego em 6,7%, próximo das mínimas históricas. Em contrapartida, o déficit nominal alcançou 8% do PIB, bem acima da média histórica de 5%, enquanto as projeções de dívida/PIB sugerem um aumento para cerca de 84% nos próximos anos.

Nesse contexto de deterioração fiscal, em que a dívida pública cresce cerca de 4% ao ano, o modelo do Banco Central sugere que os juros precisariam subir pelo menos mais 1,25 p.p. para que a inflação convirja para a meta. Embora os núcleos atuais estejam sob controle, projeta-se uma piora significativa nos próximos meses, pois a economia brasileira é altamente influenciada pelos preços das commodities e pelo câmbio, que indicam uma aceleração. Para que as expectativas fiscais e de inflação melhorassem de maneira mais consistente, seriam necessárias reformas estruturais nas despesas, principalmente as não discricionárias, como os gastos previdenciários e com servidores, que consomem mais de 90% do orçamento federal. No entanto, até o momento, o governo não demonstrou disposição real para enfrentar essa questão.

Em meio a essas incertezas, setembro foi um mês difícil para os títulos públicos expostos ao risco de mercado. O IMA-B, que acompanha os títulos indexados ao IPCA, recuou 0,67%, enquanto o IRF-M, que reflete o desempenho dos títulos prefixados, teve uma leve alta de 0,34%, contra a valorização de 0,83% do CDI. Para frente, entendemos que a inflação de curto prazo deve seguir rodando acima do teto da meta, enquanto os núcleos continuarão pressionados pelos aumentos salariais e pelos preços de serviços. Por outro lado, nos patamares atuais, com a forte alta recente, achamos que os juros futuros estão mais equilibrados, considerando os riscos de desaceleração global e os fatores geopolíticos.

O crédito privado continuou se destacando, com o IDA-DI subindo 1,01% e o IDA-IPCA Infraestrutura, composto por debêntures incentivadas, cedendo 0,11%, um resultado superior ao recuo do IMA-B. Esse desempenho reflete o movimento de compressão dos spreads nesses títulos, que seguem sendo muito demandados pelos investidores. Embora os spreads de crédito para emissores de alta qualidade estejam bastante comprimidos, não vemos uma correção de mercado iminente, dado o forte apetite dos investidores por esses ativos. No entanto, não consideramos este o momento ideal para estender o prazo da carteira ou aumentar o risco de crédito. Com os juros elevados afetando negativamente os balanços das empresas, mantemos critérios rigorosos na seleção dos ativos recomendados para nossos clientes.

Um evento relevante ocorrido no mês foi o pedido de recuperação judicial da Agrogalaxy, uma empresa de insumos agrícolas que deixou de pagar R\$ 70 milhões em uma debênture, impactando diversos Fiagros listados e causando uma desvalorização expressiva em suas cotas. Não temos exposição direta a esse ativo e não esperamos um efeito relevante na indústria de crédito como um todo. Em geral, a exposição ao setor agrícola no mercado de capitais ocorre por meio de veículos de condomínio fechado, o que limita a necessidade de venda de ativos, evitando uma desvalorização em cadeia. Mesmo assim, estamos acompanhando de perto essa situação.

Diante desse cenário, mantemos nossa preferência por oportunidades em dívida local de alta qualidade atrelada ao CDI. Embora os spreads das novas emissões estejam em queda, as reduções nos spreads dos títulos negociados no mercado secundário têm sido limitadas pelo grande volume de papéis com opção de recompra para os emissores. Em relação ao risco de crédito, acreditamos que o aumento dos juros no curto prazo pode afetar algumas empresas, mas entendemos que devedores sólidos, com estrutura financeira saudável ou garantias robustas, sofrerão menos impacto, já que muitas dessas empresas ajustaram suas estruturas de capital após o aperto monetário entre 2022 e 2023.

Quanto aos juros reais, embora os títulos públicos indexados ao IPCA (NTN-Bs) ainda ofereçam retornos interessantes, a incerteza fiscal deve continuar gerando volatilidade. Por isso, preferimos ativos isentos de IR, como debêntures incentivadas ou operações de securitização, como CRIs de alta qualidade e risco diversificado. Esses ativos, além de manterem a qualidade de crédito, oferecem uma margem de segurança maior, por meio de spreads de crédito e eficiência tributária.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

O mercado de ações dos EUA apresentou um desempenho positivo em setembro, impulsionado pelo início do ciclo de cortes de juros do Fed. O S&P 500 fechou o mês com alta de 2,02%, acumulando ganho trimestral de 5,25%. A expectativa de um "pouso suave" da economia norte-americana, com inflação moderada e um mercado de trabalho ainda robusto, foi um dos principais fatores que sustentaram o otimismo dos investidores. O Nasdaq Composite avançou 2,68% em setembro, mas acumulou um ganho mais modesto de 1,73% no trimestre, refletindo certo arrefecimento no desempenho do setor de tecnologia.

A sincronização entre estímulos monetários e desinflação nos países desenvolvidos tem favorecido o mercado de ações. Nos EUA, a economia continua sólida, com crescimento entre 2,0% e 2,5%. Além disso, as empresas americanas seguem entregando margens elevadas e retornos sobre o capital que superam o custo, o que tende a preservar os empregos. Recentes estímulos na China também adicionam um viés positivo para o crescimento do país, com impactos favoráveis para os ativos de risco globais.

Por outro lado, o mercado de trabalho americano mais equilibrado aumenta a sensibilidade da economia dos EUA a possíveis decepções nas expectativas de crescimento e nos lucros corporativos. Além disso, o valuation elevado do S&P 500, que está acima da média histórica, pode limitar o potencial de novos ganhos.

Como mencionamos na carta anterior, a incerteza política com a disputa eleitoral nos Estados Unidos pode ainda aumentar a volatilidade no curto prazo, considerando as visões divergentes dos candidatos sobre política econômica e fiscal.

Embora o mercado de renda variável nos EUA tenha apresentado um bom desempenho até o momento, os próximos meses podem exigir maior cautela. Com o calendário político ganhando destaque, o mercado pode enfrentar mais resistência, conforme os investidores começam a precificar riscos políticos diante de valuations já esticados. Nesse contexto, entendemos que o prêmio de risco de alocações na renda variável internacional tem diminuído, especialmente em comparação com os bons retornos prospectivos na renda fixa.

RENDA VARIÁVEL BRASIL

O mercado de renda variável brasileiro teve uma performance ruim em setembro, com o Ibovespa registrando uma queda de 3,1%. Esse recuo foi impulsionado por uma combinação de fatores internos e externos, com destaque para o início do ciclo de aperto monetário do Banco Central do Brasil (BCB). Os setores mais sensíveis às taxas de juros, como varejo e construção civil, foram mais impactados, devido à expectativa de desaceleração do consumo e ao custo mais elevado do crédito. Em contrapartida, setores defensivos, como utilidades e saúde, mostraram maior resiliência, sustentados por fluxos de caixa estáveis e demanda relativamente inelástica.

Em ciclos de alta dos juros, a bolsa tende a sofrer, na medida em que o aperto monetário aumenta o custo da dívida das empresas e resulta em retornos ainda mais atrativos na renda fixa, que compete pelo fluxo dos investidores. Existe ainda uma discussão sobre possíveis medidas para compensar a promessa do governo de ampliar a isenção do IR para quem ganha até R\$5 mil por mês, sendo uma das alternativas a taxação dos dividendos, o que obviamente seria muito ruim para o mercado acionário. Além disso, as empresas negociadas na bolsa que possuem margens mais altas ficam mais visadas pelo governo, que pode propor novos aumentos de impostos para conseguir ampliar a arrecadação.

Para os próximos meses, o cenário para a renda variável brasileira permanece volátil. A combinação de juros elevados e déficits fiscais recorrentes continua a pesar nas expectativas dos investidores. Fatores externos, como os pacotes de estímulo na China e os cortes de juros em economias centrais, ainda não geraram o impacto positivo esperado nos mercados locais. A cautela, portanto, segue predominante, e o foco em fundamentos sólidos continua essencial.

Empresas de qualidade na bolsa brasileira mantêm, em média, bons fundamentos, mas a incerteza fiscal segue sendo um obstáculo para a melhoria no fluxo de investimentos. Assim, priorizamos gestores de fundos com mandatos flexíveis, capazes de se proteger das oscilações macroeconômicas, e que foquem em empresas com forte saúde financeira e resiliência ao ciclo econômico e monetário.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

EXTERIOR

Atividade

	ÚLTIMO	EXPECTATIVA	ANTERIOR	VAR. NO MÊS
Indústria nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	47,2 (set)	47,5	47,2	0,0
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	54,9 (set)	51,7	51,5	3,4
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	4,1 (set)	4,2	4,2	- 0,1 p.p.
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	4,0 (set)	3,8	3,9	0,1 p.p.
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	8,0 (ago)	7,7	7,7	0,3

Inflação

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

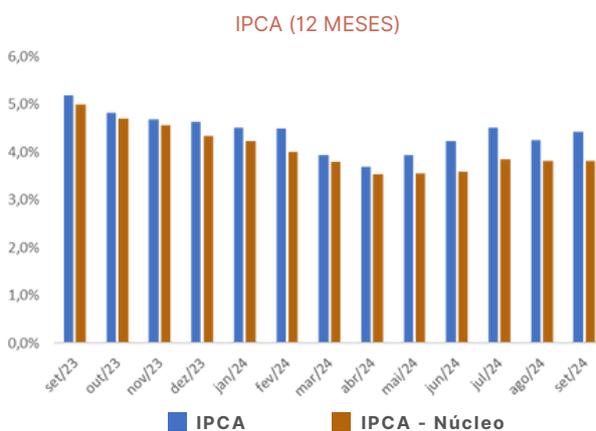
BRASIL

Atividade

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

Inflação

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

