

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
JANEIRO 2025

PANORAMA

IBOVESPA

+ 4,9%

DÓLAR COMERCIAL

- 5,9%

S&P 500

+ 2,7%

Em janeiro, os mercados acionários dos EUA tiveram um bom desempenho, impulsionados por fortes resultados no quarto trimestre de 2024. O S&P 500 subiu 2,7%, enquanto o Nasdaq 100 teve um desempenho mais contido, avançando 1,6%, pressionado pelo lançamento do chatbot DeepSeek. Para 2025, projeta-se que o PIB do país cresça cerca de 3%, acima do potencial estimado. Além disso, o mercado de trabalho segue aquecido, com baixo desemprego e salários em alta, sustentando o consumo. Nesse cenário, o Índice de Preços ao Consumidor (CPI) surpreendeu negativamente em janeiro, acumulando 3,0% em 12 meses.

No campo político, as propostas do governo Trump incluem novos cortes de impostos, o que pode estimular ainda mais a economia, mas também ampliar o déficit fiscal, já em 6,5% do PIB. A imposição de tarifas sobre importações de diversos países prejudica o comércio global e pode elevar o custo dos insumos para as empresas americanas, gerando pressões inflacionárias. Essa postura protecionista, somada a uma possível deterioração fiscal, tende a manter os juros de longo prazo elevados, dificultando cortes nas taxas e intensificando a volatilidade nos mercados globais.

No Brasil, o Ibovespa subiu 4,9%, após quatro meses de queda. A recuperação foi impulsionada por um ambiente mais favorável, influenciado pelo tom moderado de Trump após a posse e por dados positivos da China. A atividade econômica dá sinais de desaceleração, mas ainda não é suficiente para conter a inflação. Indicadores como produção industrial e geração de empregos formais mostram um ritmo mais lento, mas seguem em níveis robustos. O mercado de trabalho aquecido, com crescimento da massa salarial, sustenta o consumo e evita uma queda mais acentuada da inflação.

A política fiscal segue como um risco. Cumprir as metas de superávit primário em 2025 será ainda mais desafiador devido ao aumento contínuo das despesas obrigatórias, à desaceleração da atividade e, conseqüentemente, da arrecadação. Novas políticas de estímulo ao crédito e a possível isenção do IR para quem recebe até R\$ 5 mil podem impulsionar ainda mais o consumo e dificultar o controle da inflação. Diante desse cenário, é possível que o Banco Central mantenha a Selic elevada por mais tempo do que o esperado, mesmo que ocorra alguma desaceleração da atividade.

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

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

O mercado de títulos do Tesouro americano teve um início de ano volátil, na medida em que dados mais fortes do mercado de trabalho alimentaram a expectativa de que o Fed manteria os juros elevados por mais tempo. No entanto, essa volatilidade diminuiu quando os números da inflação de dezembro foram divulgados e vieram dentro do esperado, levando o Fed a adotar um tom mais cauteloso. Nesse cenário, os ativos de renda fixa de alta qualidade, representados pelo iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF (AGG), fecharam janeiro com um ganho modesto de 0,5%.

A economia americana segue crescendo acima do potencial de longo prazo, impulsionada pelo mercado de trabalho resiliente e pelo avanço dos salários. Apesar dos dados de inflação de dezembro terem sido comportados, o CPI de janeiro voltou a acelerar e subiu 0,5%, elevando a inflação anual para 3,0%. O núcleo do CPI, que exclui itens mais voláteis e é um indicador-chave para o Federal Reserve, registrou um avanço forte de 0,4% no mês, acumulando 3,3% em 12 meses. Ambos os resultados ficaram acima das projeções do mercado. Nesse contexto, entendemos que o Fed deve manter uma postura conservadora na gestão da política monetária, o que é negativo para os títulos públicos (Treasuries) e privados (bonds) com vencimentos mais longos.

Além dos números de atividade e inflação que inspiram cautela, o cenário político adiciona volatilidade. As propostas de Donald Trump aumentam a imprevisibilidade sobre as contas públicas e o ambiente regulatório. Dependendo do grau e da extensão das medidas protecionistas e de contenção do fluxo migratório a serem implementadas, há um risco de piora adicional nos índices de preços. Boa parte das empresas norte-americanas possui dependência relevante da importação de insumos para operar, o que significa que tarifas podem encarecer seus produtos, enquanto a restrição à entrada de mão de obra pode pressionar os salários. Como reflexo, os rendimentos dos Treasuries tendem a permanecer elevados, enquanto o mercado avalia os efeitos das medidas do novo governo à medida que forem adotadas.

No mercado de crédito, os spreads dos ativos de crédito de baixo e alto risco seguem comprimidos, sustentados pelo bom desempenho da economia dos EUA e pela forte demanda por renda fixa corporativa. Apesar disso, os títulos de mais alto risco (bonds high yield) seguem oferecendo um bom retorno histórico nominal, atraindo compradores. Porém, diante dos riscos de desaceleração da atividade e dos efeitos incertos do custo de crédito alto sobre as empresas mais alavancadas, torna-se fundamental maior seletividade na alocação do crédito privado.

O dólar, por sua vez, tende a permanecer valorizado. O crescimento econômico robusto dos EUA, em conjunto com o aumento das tarifas de importação, é favorável para a sustentação da moeda. Além disso, os juros elevados no país atraem capital de outras regiões, principalmente em um contexto de diferencial de juros cada vez maior entre os Estados Unidos e outras economias desenvolvidas, onde a atividade e a inflação mais fracas permitem maior flexibilização monetária. Por fim, a perspectiva de desaceleração da economia global pode gerar um ambiente de maior aversão ao risco, aumentando o apelo do dólar como ativo de proteção.

Diante desse contexto, avaliamos que os rendimentos da renda fixa internacional de prazos mais longos e baixo risco de crédito apresentam uma relação risco-retorno menos atrativa. Já os ativos corporativos de maior risco seguem oferecendo retornos nominais interessantes, apesar dos spreads reduzidos. Por isso, continuamos vendo valor nessa classe de ativos, desde que a seleção seja feita com critério. Dado o cenário incerto para a política monetária dos EUA, mantemos um nível elevado de caixa, por meio de títulos americanos de curto prazo, que oferecem retornos elevados e com baixa volatilidade.

Seguimos buscando oportunidades em ativos atrelados a taxas flutuantes, que são menos sensíveis às oscilações da curva de juros e se beneficiam do nível elevado das taxas. Além disso, mantemos exposição a TIPS (títulos do Tesouro americano indexados à inflação), que oferecem proteção contra surpresas inflacionárias e seguem atrativos diante dos juros reais elevados.

RENDA FIXA BRASIL

O mercado de renda fixa brasileiro iniciou 2025 com sinais de recuperação, após um mês de dezembro particularmente desafiador. A leve queda na curva de juros refletiu dados de atividade econômica abaixo do esperado, uma comunicação mais branda do Banco Central e um ambiente externo mais favorável. Como resultado, os índices IMA-B e IRF-M, que acompanham os títulos indexados à inflação e prefixados, avançaram 1,1% e 2,6%, respectivamente. No mercado de crédito privado, os spreads das debêntures recuperaram parte da abertura observada em dezembro, impulsionando o IDA-DI, que registrou alta de 1,5% (148% do CDI). Esse índice representa uma cesta de debêntures líquidas, refletindo o desempenho do segmento no período.

Apesar da recuperação, o cenário macroeconômico segue desafiador. Os dados de inflação continuam apontando para uma tendência estrutural preocupante, enquanto as projeções dos economistas indicam números acima da meta do BCB. Em janeiro, o IPCA subiu apenas 0,16%, mas o resultado foi fortemente influenciado pelo efeito pontual do bônus de Itaipu, que reduziu a conta de energia elétrica em 14,2% no mês. Sem esse impacto, a inflação teria avançado cerca de 0,51%.

A forte desvalorização do real observada em dezembro adiciona mais pressão inflacionária, encarecendo produtos importados, incluindo uma parcela significativa de alimentos. Como reflexo, o mercado revisou pela 17ª semana consecutiva as projeções de inflação para 2025, agora estimadas em 5,58% no último Relatório Focus. Para fevereiro, as projeções indicam uma alta de 1,34% no IPCA. A desaceleração da economia adiciona mais incerteza. A projeção de crescimento do PIB para 2025 caiu para 2,03%, abaixo das estimativas anteriores, o que pode frustrar a expectativa do governo de 3,0%. O mercado de trabalho também começa a mostrar sinais de moderação, o que pode reduzir o consumo e afetar a arrecadação pública.

No campo político, o retorno da atividade legislativa deve reacender debates sobre a reforma do Imposto de Renda e outras medidas que podem impactar negativamente as contas públicas. Além disso, a popularidade do governo vem sofrendo desgaste, pressionada pelo descontentamento com a alta nos preços dos alimentos. Em resposta a uma possível desaceleração econômica e a uma queda adicional em sua aprovação, o governo pode recorrer a novas medidas parafiscais, como o uso de bancos públicos para impulsionar setores específicos ou ampliar o crédito à população. Essas iniciativas tendem a gerar estímulos na atividade econômica no curto prazo, mas também aumentam a pressão inflacionária e deterioram as contas públicas.

No mercado de crédito de boa qualidade (high grade), os preços sofreram ajustes em dezembro, com quedas mais acentuadas para empresas mais alavancadas, refletindo a maior aversão ao risco dos investidores. Em janeiro, houve uma recuperação parcial dos spreads, mas de forma desigual: ativos de maior qualidade se ajustaram rapidamente, enquanto emissores com estrutura de capital mais frágil ainda enfrentam desafios. O fluxo de resgates dos fundos de crédito continua sendo um fator relevante, impactando a liquidez e a precificação dos ativos.

Com relação aos emissores de boa qualidade e estrutura de capital eficiente, a capacidade de pagamento segue sólida, mesmo diante de uma Selic elevada. Com a dispersão dos spreads, surgem oportunidades em emissões mal precificadas, permitindo que gestores diferenciem seus portfólios e capturem ganhos potenciais com o fechamento de spreads. Nesse cenário, a gestão ativa se torna ainda mais relevante, permitindo ajustes táticos que maximizam o retorno ajustado ao risco.

Nesse contexto, continuamos preferindo opções de renda fixa ligadas ao CDI e mantemos uma abordagem cautelosa em relação à alocação em juros reais e prefixados, dado o patamar elevado da Selic. Para que os ativos indexados ao IPCA, caso das NTN-Bs, tenham um desempenho superior ao dos títulos vinculados ao CDI, seria necessário um Banco Central mais leniente com a inflação, algo que não consideramos como cenário base.

Pelo contrário, projetamos juros elevados por mais tempo, devido aos riscos inflacionários ainda presentes e à deterioração das contas públicas. Diante disso, concentramos nossa exposição a juros reais em ativos isentos de Imposto de Renda, como debêntures incentivadas e operações de securitização, que possuam taxas interessantes e prazos mais longos. Priorizamos CRIs de alta qualidade, com garantias sólidas, risco diversificado e lastro em setores resilientes. Além disso, mantemos exposição a crédito estruturado através de veículos geridos e originados por casas consolidadas, que já demonstraram solidez em cenários adversos.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

Janeiro foi um mês de alta volatilidade para o mercado de ações nos Estados Unidos, refletindo tanto a posse do novo governo quanto os impactos de suas decisões sobre os mercados globais. Ainda assim, as bolsas americanas tiveram um bom desempenho: o S&P 500 subiu 2,7% no mês, enquanto o Nasdaq foi parcialmente afetado pela performance das empresas provedoras de infraestrutura para inteligência artificial, fechando com alta de 1,64%. A posse de Donald Trump, em 20 de janeiro, adicionou um novo elemento de incerteza ao cenário econômico. Durante sua campanha, ele já havia sinalizado a intenção de impor novas tarifas sobre importações, afetando países como China, México e Canadá. Embora nenhuma medida tenha sido aplicada imediatamente, o mercado começou a precificar o risco de políticas protecionistas, o que impactou o desempenho dos ativos de risco

O mercado acionário também sentiu os efeitos da postura mais agressiva do novo governo em relação à imigração e ao comércio exterior. O anúncio de tarifas de 25% sobre produtos do México e do Canadá (posteriormente adiadas) e de 10% sobre importações da China gerou reações mistas entre investidores. Enquanto empresas exportadoras enfrentaram dificuldades, companhias voltadas para o mercado interno demonstraram maior resiliência. No setor de tecnologia, a grande novidade foi o lançamento do DeepSeek, uma nova inteligência artificial chinesa de alto desempenho e eficiência energética. A notícia trouxe incertezas para gigantes americanas do setor, que viram suas ações caírem enquanto investidores reavaliavam o impacto da concorrência no mercado global de IA.

Nos próximos meses, a trajetória da renda variável americana dependerá do desdobramento das políticas do novo governo e da resposta do Fed a essas medidas. Em janeiro, a autoridade monetária manteve os juros inalterados e adotou uma postura cautelosa em sua comunicação. No entanto, a persistência da inflação e o impacto das tarifas comerciais podem levar a sinalizações mais duras nas próximas reuniões, pressionando o mercado acionário.

Em relação à nova política de tarifas e à desregulamentação prometida pelo governo, em um primeiro momento essas medidas podem beneficiar as empresas americanas, desde que sejam implementadas na dosagem adequada. Nos próximos meses, os investidores estarão atentos também à evolução dos lucros corporativos, em um cenário de atividade resiliente, mas em trajetória de desaceleração gradual. Paralelo a isso, os efeitos da manutenção dos juros básicos nos EUA acima de 4% ao ano por mais de dois anos, em uma economia acostumada a níveis próximos de zero, permanecem incertos e merecem atenção.

RENDA VARIÁVEL BRASIL

O mercado de renda variável brasileiro iniciou 2025 em alta, impulsionado pelo ambiente externo favorável e pela ausência de surpresas no cenário doméstico. O Ibovespa avançou 4,9%, recuperando-se após um fim de 2024 marcado por fluxos negativos e pessimismo dos investidores. O setor financeiro liderou os ganhos, beneficiado pela alta dos juros, com bancos de grande porte valorizando-se diante da expansão da margem financeira e da melhora nas projeções de inadimplência. Já as empresas exportadoras tiveram desempenho misto: enquanto as commodities metálicas acompanharam a alta dos preços globais, o agronegócio enfrentou desafios, devido à volatilidade externa e incertezas sobre a demanda chinesa. No varejo, a combinação de juros elevados e inflação persistente manteve a performance abaixo da média, embora algumas empresas comecem a mostrar sinais de recuperação.

O ano começou com um cenário político relativamente estável no Brasil, especialmente em comparação aos meses anteriores. Essa estabilidade contribuiu para a redução da aversão ao risco, favorecendo a valorização dos ativos. O governo reforçou sua retórica de compromisso com a responsabilidade fiscal, mas o mercado segue cauteloso, aguardando os próximos números de atividade e inflação. Além disso, medidas com impacto fiscal, como o aumento da isenção do Imposto de Renda e iniciativas parafiscais, serão determinantes para a evolução do prêmio de risco exigido pelos investidores.

O risco fiscal segue como a principal preocupação do mercado. Atualmente, o mercado estima um déficit primário de 0,60% do PIB, o que indica que o governo não consegue cobrir integralmente suas despesas e, muito menos, os juros da dívida. Como consequência, precisa se endividar em um ritmo que supera o crescimento do PIB e da arrecadação, acelerando a trajetória da dívida pública. Esse cenário gera desconfiança entre os investidores, que passam a exigir juros reais ainda mais elevados, atualmente próximos de 8% a.a., para financiar o governo. A solução para essa trajetória insustentável exigiria decisões políticas difíceis, como a desindexação dos gastos obrigatórios, sendo a Previdência Social o maior desafio.

No entanto, acreditamos que essas medidas não serão adotadas, o que manterá o quadro fiscal frágil, deixando o país vulnerável a choques externos e impedindo o Banco Central de reduzir os juros no curto prazo. Nessa trajetória, há ainda o risco de uma desaceleração econômica mais intensa, que poderia levar a um cenário de recessão combinada com inflação elevada. Portanto, entendemos que o cenário para a bolsa local segue bastante desafiador, na medida em que os juros e a inflação devem permanecer elevados e sinais de desaceleração da atividade começam a ficar mais evidentes.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

EXTERIOR

Atividade

	ÚLTIMO	EXPECTATIVA	ANTERIOR	VAR. NO MÊS
Indústria nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	50,9 (jan)	49,8	49,3	1,6
Serviços nos EUA - ISM (>50 pts representa expansão)	52,8 (jan)	54,3	54,0	-1,2
Taxa de Desemprego nos EUA (%)	4,0 (jan)	4,1	4,1	-0,1 p.p.
Salário Médio por Hora nos EUA (% ano/ano)	4,1 (jan)	3,8	3,9	0,2 p.p.
Vagas em Aberto nos EUA - JOLTS (milhões)	7,6 (dez)	8,0	8,2	-0,6

Inflação

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

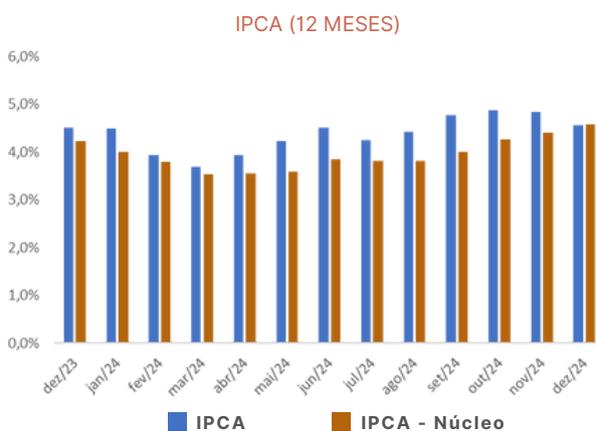
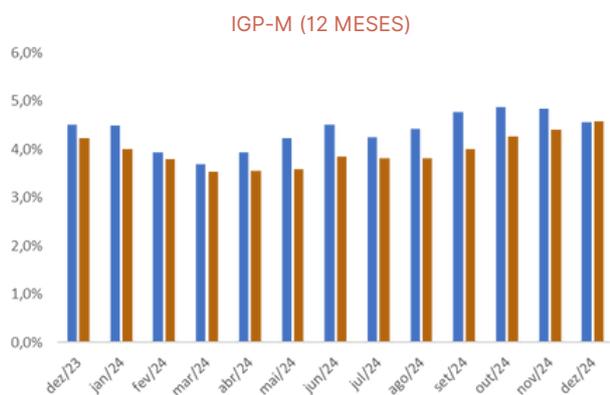
BRASIL

Atividade

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

Inflação

IPCA (% ano/ano)	4,6 (jan)	4,6	4,8	-0,2 p.p.
IPCA - Núcleos (% ano/ano)	4,6 (jan)	-	4,4	0,2 p.p.
IGP-M (% ano/ano)	6,7 (jan)	6,7	6,5	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.

