

CAPRI

Family
Office



CARTA MENSAL
MARÇO 2025

PANORAMA



Em março, os índices acionários dos Estados Unidos registraram fortes quedas, em contraste com os mercados internacionais. O S&P 500 recuou 5,8% e o Nasdaq, 8,2%, enquanto o MSCI ACWI ex-US — que acompanha ações de países desenvolvidos e emergentes, exceto os EUA — subiu 0,2%. A aversão ao risco se intensificou com o fortalecimento do discurso protecionista de Trump, levando investidores a realizarem lucros, especialmente em grandes empresas de tecnologia, negociadas a múltiplos elevados. Com a aproximação do anúncio tarifário em 2 de abril — apelidado de “Liberation Day” —, a tensão aumentou, ampliando as perdas.

O anúncio surpreendeu negativamente: tarifas mínimas de 10% foram impostas sobre todas as importações, além de sobretaxas significativas a países asiáticos, com destaque para a China. O estresse nos mercados foi generalizado, afetando inclusive os títulos do Tesouro americano. Após a forte reação, Trump recuou parcialmente, suspendendo por 90 dias a implementação das novas tarifas, mas manteve o piso de 10% para todos os países e elevou para 145% as tarifas sobre produtos chineses. Os mercados recuperaram parte das perdas, mas seguem pressionados, diante da incerteza sobre a evolução da guerra comercial e a possibilidade de acordos com outros países. Nesse contexto, a volatilidade deve continuar elevada nas próximas semanas.

No Brasil, o Ibovespa contrariou a tendência internacional e encerrou março com alta de 6,1%. Apesar da valorização, operou com forte volatilidade, refletindo o cenário externo conturbado e incertezas domésticas. No campo econômico, o mercado de trabalho segue apertado, com alta no rendimento real e na massa salarial, sustentando o consumo. A inflação acumulada em 12 meses está em torno de 6%, bem acima da meta. Nesse cenário, o Copom deve manter a Selic elevada por mais tempo, reforçando o viés contracionista da política monetária. Para os investidores, seguem atrativos os ativos de renda fixa indexados ao CDI, que continuam oferecendo retornos consistentes em relação ao risco, enquanto a renda variável segue com pouca demanda e sem perspectivas de uma melhora mais consistente.

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

VISÃO CAPRI

RENDA FIXA INTERNACIONAL

O mercado de renda fixa internacional teve desempenho marginalmente negativo no mês. Inicialmente, o aumento da aversão ao risco provocou uma corrida para os Treasuries, com queda nas taxas e valorização dos títulos. No entanto, com o agravamento da crise em abril, o mercado passou a apresentar sinais de disfuncionalidade, refletindo uma perda de confiança nos Estados Unidos, o que reverteu os ganhos. Um possível fator para essa mudança foi a venda de títulos por parte da China — uma das maiores detentoras desses ativos — como forma de retaliação. No segmento corporativo, a maior probabilidade de que o conflito comercial leve a uma recessão elevou o risco de inadimplência, sobretudo entre empresas mais alavancadas, em um ambiente de juros elevados. Com isso, os spreads dos papéis de maior risco (high yield) se alargaram de forma expressiva, resultando em forte correção.

Nos Estados Unidos, os dados mais recentes de inflação apontam para alguma moderação. O Índice de Preços ao Consumidor (CPI) de março recuou 0,1% na comparação mensal, acumulando alta de 2,4% em 12 meses — desaceleração em relação aos 2,8% de fevereiro. O núcleo do CPI, que exclui os componentes mais voláteis, como alimentos e energia, avançou 2,8% no ano, abaixo dos 3,0% esperados pelo mercado. Apesar desse alívio, o Federal Reserve mantém postura cautelosa, observando atentamente os indicadores econômicos e a evolução da guerra comercial para definir o momento oportuno de eventuais ajustes nas taxas de juros. O cenário atual sugere uma possível abordagem gradual nos cortes, buscando estimular a economia sem reacender pressões inflacionárias.

As incertezas comerciais aumentaram após o anúncio, em abril, do novo pacote tarifário pelos Estados Unidos. As medidas incluíram uma tarifa base de 10% sobre todas as importações e sobretaxas direcionadas a países específicos — a China, em especial, foi impactada com uma tarifa bem mais dura. O país respondeu com medidas equivalentes e, após a última rodada que elevou as tarifas a 125%, sinalizou que não pretende implementar novos aumentos, por avaliar que o impacto adicional seria irrelevante diante dos níveis já excessivamente altos. Após o anúncio, os mercados de renda fixa e de ações passaram a operar com intensa volatilidade, diante da percepção crescente de que uma recessão global se tornou um cenário provável. A crise chegou a tal ponto que Trump anunciou uma pausa de 90 dias no aumento das tarifas, mantendo, no entanto, a alíquota mínima de 10% para todos os países e a de 145% para a China.

Essas medidas aumentam significativamente o risco inflacionário, sobretudo em setores de consumo sensível como automóveis e bens duráveis. Se as negociações entre os países não avançarem, o comércio global pode se tornar menos eficiente, elevando os custos de produção e reduzindo o nível de atividade — um cenário típico de estagnação. Indicadores de confiança de consumidores e empresários já mostram deterioração relevante, ainda que os dados mais recentes sobre emprego e consumo permaneçam resilientes. Embora a reversão desse cenário negativo possa ser rápida, considerando o dinamismo da economia americana, a crise precisa ser solucionada com brevidade para que o setor privado volte a ganhar confiança e retome seus planos de investimento.

Nesse contexto, consideramos que os títulos de renda fixa internacional de longo prazo apresentam hoje uma relação risco-retorno menos favorável, devido ao aumento da volatilidade nos mercados de juros. O cenário global segue desafiador, exigindo cautela e foco em liquidez enquanto não houver maior clareza sobre os rumos da política econômica. Mantemos, portanto, preferência por ativos com maior liquidez, como Treasuries de curto prazo, que combinam bom retorno com baixa volatilidade. Continuamos também posicionados em papéis indexados a taxas flutuantes, que se beneficiam dos juros elevados, e em TIPS, que oferecem retorno real atrativo e funcionam como proteção contra eventuais surpresas inflacionárias.

RENDA FIXA BRASIL

O Banco Central do Brasil (BCB) elevou a Selic em 1 ponto percentual, para 14,25% ao ano. Após três altas consecutivas dessa magnitude, o Copom sinalizou que o próximo ajuste deverá ser mais moderado, refletindo as incertezas do cenário e os efeitos defasados da política monetária sobre a atividade. Os modelos da autoridade monetária indicam que uma taxa terminal próxima a 15,50% seria necessária para trazer a inflação de volta à meta no horizonte relevante. No entanto, o mercado avalia a possibilidade de o BCB optar por um patamar final mais baixo, aguardando os efeitos acumulados da política já implementada. Essa estratégia, contudo, carrega riscos: a atividade econômica continua aquecida, a inflação permanece pressionada e a demanda interna tende a se fortalecer ainda mais com os estímulos fiscais e parafiscais adotados pelo governo Lula, em meio ao esforço para recuperar popularidade. Somase a isso um ambiente externo incerto, no qual os desdobramentos da guerra comercial sobre o câmbio e o crescimento global ainda são difíceis de mensurar, especialmente para economias emergentes altamente dependentes de commodities, como é o caso do Brasil.

Diante desse cenário mais complexo, incluindo os papéis atrelados à inflação. As NTN-Bs com vencimento em 2030, por exemplo, passaram a oferecer retorno próximo de IPCA + 8% ao ano. O mercado de crédito privado local, por sua vez, continua demonstrando resiliência, mesmo com o nível elevado dos juros e as incertezas fiscais em curso. Após a reprecificação observada no fim de 2024, o IDA-DI — índice da Anbima que acompanha o desempenho de crédito corporativo high grade — acumula alta de 4,19% no primeiro trimestre de 2025, o equivalente a 140% do CDI no período.

O fluxo de recursos para a indústria de crédito permanece positivo, embora a precificação dos ativos tenha se tornado mais dispersa. Títulos emitidos por empresas mais alavancadas ou com maior sensibilidade ao custo da dívida passaram a ser negociados com taxas mais elevadas, refletindo o aumento na percepção de risco. Em contrapartida, companhias sólidas e resilientes, com estruturas de capital robustas e boa governança, já operam com prêmios mais ajustados. Nesse ambiente, o grande desafio dos gestores é identificar ativos que combinem fundamentos consistentes — como qualidade de crédito, garantias estruturadas e liquidez — com spreads ainda atrativos. Essa postura seletiva torna-se essencial para gerar retorno adicional nas carteiras, sobretudo em um ambiente de juros persistentemente altos, no qual investidores exigem maior compensação pelo risco assumido.

Apesar do patamar historicamente elevado das taxas reais — o que pode ser atrativo no longo prazo, especialmente diante de um eventual fechamento da curva —, avaliamos que, no horizonte de curto e médio prazo, existe uma probabilidade considerável de que os retornos dos papéis fiquem aquém dos indexados ao CDI. Embora o prêmio atualmente oferecido pelas NTN-Bs seja relevante, o cenário de pressão inflacionária e desequilíbrio nas contas públicas é compatível com uma Selic estruturalmente elevada, o que pode sustentar juros reais ainda mais altos oferecidos pelo CDI. No mercado de títulos de crédito privado, continuamos priorizando nomes de alta qualidade, com foco em operações com devedores bem capitalizados ou com garantias robustas, e em gestores experientes que já comprovaram sua capacidade de gerar resultados consistentes em diferentes ciclos econômicos.

RENDA VARIÁVEL INTERNACIONAL

Em março, o S&P 500 recuou 5,8% e o Nasdaq caiu 8,2%, contrariando o movimento de valorização observado em outros mercados internacionais. O MSCI ACWI ex-US — índice global que exclui os Estados Unidos — avançou 0,2% no período, evidenciando uma rotação global nas alocações. A correção foi liderada pelas empresas de tecnologia, que haviam puxado os ganhos em 2024.

Com o anúncio do tarifaço de Trump no início de abril, as perdas nas bolsas americanas se intensificaram, refletindo a crescente incerteza dos investidores quanto ao cenário à frente. Mesmo após o recuo parcial do presidente, com a suspensão por 90 dias dos aumentos tarifários (exceto no caso da China), os mercados permanecem sem clareza sobre os desdobramentos da disputa comercial. Isso compromete a confiança de consumidores e empresários, reduzindo o consumo e a atividade econômica — fatores que, por fim, pressionam os lucros corporativos. Os impactos sobre a inflação também seguem indefinidos, o que pode dificultar a atuação do Federal Reserve e manter os juros elevados por mais tempo, cenário pouco favorável para a renda variável.

Por ora, a economia americana segue mostrando resiliência, com o mercado de trabalho ainda aquecido, embora com sinais de acomodação gradual. O consumo das famílias — pilar do PIB dos EUA — permanece robusto, enquanto a renda disponível e o crescimento real dos salários continuam em níveis elevados. Por outro lado, os indicadores de inflação mais recentes apontam para uma desaceleração, e os índices de gerentes de compras (ISM), importantes sinais antecedentes da atividade nos diversos setores, sugerem uma perda de fôlego adiante. Esse quadro poderia se reverter caso o conflito comercial encontre uma solução rápida e construtiva — algo que, no momento, parece pouco previsível.

No plano corporativo, a temporada de resultados do quarto trimestre de 2024 revelou que 64% das empresas que divulgaram projeções abaixo das expectativas. O maior número de revisões negativas veio do setor de Tecnologia da Informação, com 26 rebaixamentos. O anúncio de novas tarifas impõe desafios relevantes, especialmente para companhias com cadeias produtivas globalizadas. Dependendo da capacidade de repasse de custos, essas medidas podem comprimir margens e forçar ajustes nas projeções de lucro, afetando diretamente a precificação dos ativos. Nesse contexto, o mercado acionário americano passa por uma fase de reprecificação, influenciada por mudanças no ciclo de política monetária, dinâmicas setoriais e incertezas geopolíticas.

A recente correção dos preços ajudou a reduzir alguns excessos, especialmente entre as ações de tecnologia. Embora o múltiplo preço/lucro do S&P 500 ainda esteja acima da média histórica, o múltiplo recuou para abaixo de 20 vezes, indicando valuations mais conservadores e oferecendo uma margem de segurança mais interessante para estratégias de longo prazo. A revolução da inteligência artificial, ainda em estágio inicial, tende a favorecer empresas envolvidas tanto na infraestrutura quanto no desenvolvimento de soluções baseadas em IA. À medida que essa tecnologia se dissemina e gera valor para o consumidor, novas oportunidades devem surgir. No entanto, o curto prazo deve permanecer volátil, com novas correções possíveis conforme avançam as negociações comerciais.

RENDA VARIÁVEL BRASIL

O mercado acionário brasileiro teve um início de ano surpreendentemente positivo. No primeiro trimestre de 2025, o Ibovespa acumulou alta próxima de 9%, mesmo diante de juros ainda bastante elevados e de um cenário fiscal interno desafiador. Parte significativa desse desempenho foi impulsionada pelo fluxo estrangeiro, refletindo um movimento de rotação geográfica — com saída de recursos dos Estados Unidos em direção a outros mercados, inclusive emergentes. No entanto, não se trata de um movimento específico de melhora na percepção sobre o Brasil. Isso fica evidente ao observarmos o comportamento do EWZ, ETF em dólares da bolsa brasileira, que registrou resgates ao longo do trimestre.

A atividade econômica segue resiliente, com mercado de trabalho aquecido e rendimentos reais em alta, impulsionada em grande medida por estímulos fiscais e parafiscais do governo. Apesar disso, o ambiente fiscal continua frágil: a dívida pública em relação ao PIB segue crescendo rapidamente, sem sinal claro de reversão. Com os juros pagos pelo Tesouro em patamares historicamente altos, o custo da dívida se torna cada vez mais oneroso. Além disso, os números da balança de pagamentos preocupam, com déficit em conta-corrente crescente e deterioração nas projeções para a balança comercial. Esse contexto deixa o Brasil vulnerável a choques externos mais intensos, como os provocados pelo recente tarifaço de Trump.

A perspectiva de desaceleração global — especialmente na China, principal parceiro comercial do Brasil — é bastante negativa para uma economia dependente da exportação de commodities. Um agravamento nas contas externas exigiria maior entrada de investimento direto, o que se torna menos provável em um cenário global incerto. Como resultado, o real segue pressionado, negociado perto de R\$ 6,00, mesmo com o dólar global mais fraco. A desvalorização cambial complica o trabalho do Banco Central no controle da inflação, alimentando um ciclo vicioso em que juros altos pioram a situação fiscal, dificultando cortes futuros — o que seria positivo para a bolsa. Para reverter esse quadro sem depender de ventos favoráveis no cenário externo, seria necessário um ajuste fiscal mais firme. No entanto, o governo tem adotado justamente o caminho oposto, com medidas de viés expansionista, como a liberação do crédito consignado privado e o projeto de aumento na faixa de isenção do Imposto de Renda.

Diante disso, a bolsa brasileira opera hoje em um ambiente de risco-retorno assimétrico. Por um lado, os valuations seguem atrativos e boa parte do pessimismo já parece incorporada aos preços. Por outro, os desequilíbrios fiscais e externos exigem cautela, sobretudo no curto prazo.

Em nossa avaliação, o movimento técnico positivo observado no início do ano ainda carece de um gatilho estrutural que reduza os riscos político-fiscais. A queda de popularidade do governo tem motivado iniciativas de viés populista e potencial inflacionário. Dado o nível atual de atividade, novas medidas de estímulo tenderiam a manter o Banco Central em postura contracionista por mais tempo, o que prejudica a performance da bolsa e aumenta a atratividade relativa da renda fixa.

INDICADORES MACROECONÔMICOS

EXTERIOR

Atividade

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

Inflação

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

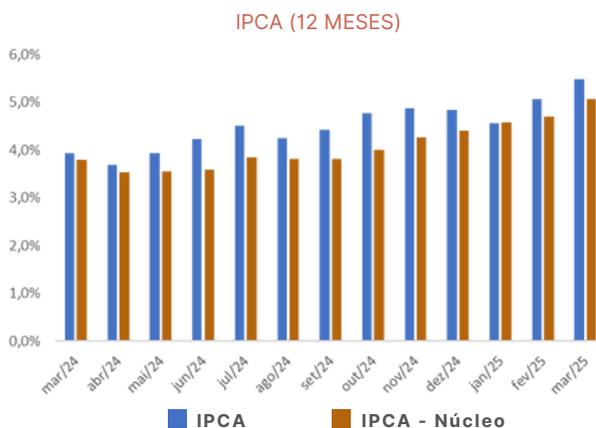
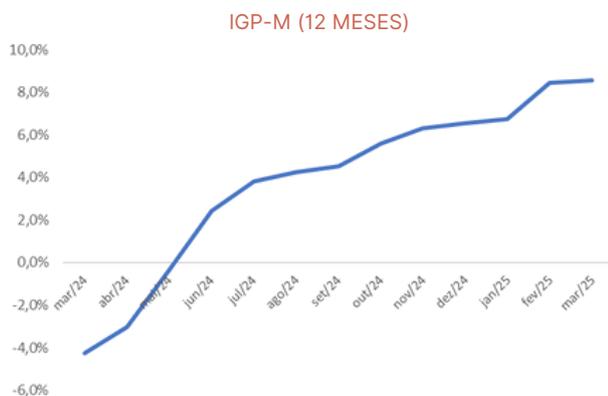
BRASIL

Atividade

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

Inflação

IPCA (% ano/ano)	5,5 (fev)	5,5	5,1	0,4 p.p.
IPCA - Núcleos (% ano/ano)	5,1 (fev)	-	4,7	0,4 p.p.
IGP-M (% ano/ano)	8,6 (mar)	8,8	8,4	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.

