Carta mensal

Fevereiro 2024

ADAM | CAPITAL

As primeiras correções

A expectativa de que a inflação global seguiria caindo foi parcialmente frustrada neste início de ano por dados mais fortes que o esperado nos Estados Unidos, na Europa, no Japão e no Brasil. A atividade econômica também demonstrou uma força muito maior do que o padrão projetado pela imensa maioria dos agentes econômicos e isso ocorreu de forma disseminada, com poucas exceções.

Até algumas semanas atrás, alguns bancos, economistas e gestores estrangeiros esperavam que a economia americana exibisse sinais de recessão que levariam o Fed a cortar juros já nesta reunião de março, a ponto de o mercado operar na virada do ano com mais de 80% de probabilidade de isto ocorrer. **Na Europa e no México os bancos centrais provavelmente também não conseguirão cair juros tão cedo. No Japão, os dados de inflação de janeiro parecem referendar a expectativa de que a taxa de juros vai subir nos próximos meses.**

Conforme manifestado aos clientes em nossas últimas conversas, bem como nas cartas mensais de novembro, dezembro e janeiro, **a nossa expectativa era contrária à do consenso.** Desde então, já argumentávamos e **seguimos com a visão de que a inédita quantidade de estímulos fiscais acabará produzindo o efeito contrário ao esperado pela maioria, que tem ditado a narrativa desde novembro.**

Pegando o exemplo dos Estados Unidos, o chamado "supercore" do PCE apresentou alta de 0,6% em janeiro (a maior desde meados de 2021) e o PIB do 1º trimestre exibe sinais de que deve acelerar em relação ao ritmo observado no 4º trimestre do ano passado.

Mesmo após todos os erros de projeção que foram cometidos desde 2020, o mercado e os bancos centrais continuam repetindo – com elevada convicção – que as taxas de juros se encontram em território contracionista, e isso vem ocorrendo sem qualquer respaldo na realidade. Em nossa opinião, não sabemos dizer se esta visão está correta, mas os dados divulgados até aqui sinalizam o contrário (em vários países).

Diante da expressiva melhoria das condições financeiras que temos ressaltado, a discussão geral continua centrada na questão de "quando" a atividade e a inflação vão desacelerar, sendo que, de fato, nos parece muito mais razoável questionar "se" isso vai ocorrer em um ambiente em que os bancos centrais já começaram a sancionar estímulos monetários via o canal de transmissão das expectativas de juros, sem falar dos canais de transmissão da política fiscal (que abordamos na última carta).

No Brasil, a história não é muito diferente. Já estamos indo para o 3º mês seguido em que a inflação fica acima das projeções que se tinha na virada do ano. No dia 29 de dezembro de 2023, as expectativas consultadas pelo Banco Central na pesquisa Focus apontavam para uma mediana de IPCA de 0,40%, 0,36% e 0,64% nas 3 divulgações seguintes, relativas aos meses de dezembro, janeiro e fevereiro, quando na realidade os números de dezembro e de janeiro foram de 0,56% e 0,42%, respectivamente, e a projeção para fevereiro está apontando para um resultado entre 0,70% e 0,75%. Em média, portanto, estamos falando de uma subestimação mensal de 10 bps, que em termos anualizados equivale ao desvio médio dos analistas consultados pelo Focus, que quase sempre subestimam a inflação observada 1 ano à frente (o erro sistemático da inflação implícita é praticamente o mesmo).

Adicionalmente, estamos observando uma aceleração dos preços dos serviços e dos demais núcleos, que voltaram a rodar acima do teto da meta de inflação na média móvel dos últimos 3 meses até o IPCA-15 de fevereiro.

Além dos serviços, discordamos bastante da expectativa que o mercado tem para os preços de alimentação no domicílio. Aparentemente, o mercado tem superestimado a importância da queda dos preços das commodities agrícolas no mercado internacional – que para nós é apenas um dos componentes da inflação de alimentos – e **os analistas em geral também parecem subestimar ou mesmo desconsiderar completamente a importância de indicadores de demanda nestas projeções, como se a demanda por alimentos no Brasil fosse totalmente inelástica à renda.**

Este relatório foi preparado pela ADAMCapital Gestão de Recursos LTDA. (ADAMCapital) e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas dos fundos geridos e não considerando objetivos de investimento ou necessidades individuais e particulares. A ADAMCapital não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa de prospectos e regulamentos ao aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela ADAMCapital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da ADAMCapital. O regulamento e a lâmina dos fundos podem ser encontrados no website da ADAMCapital: www.adamcapital.com.br .

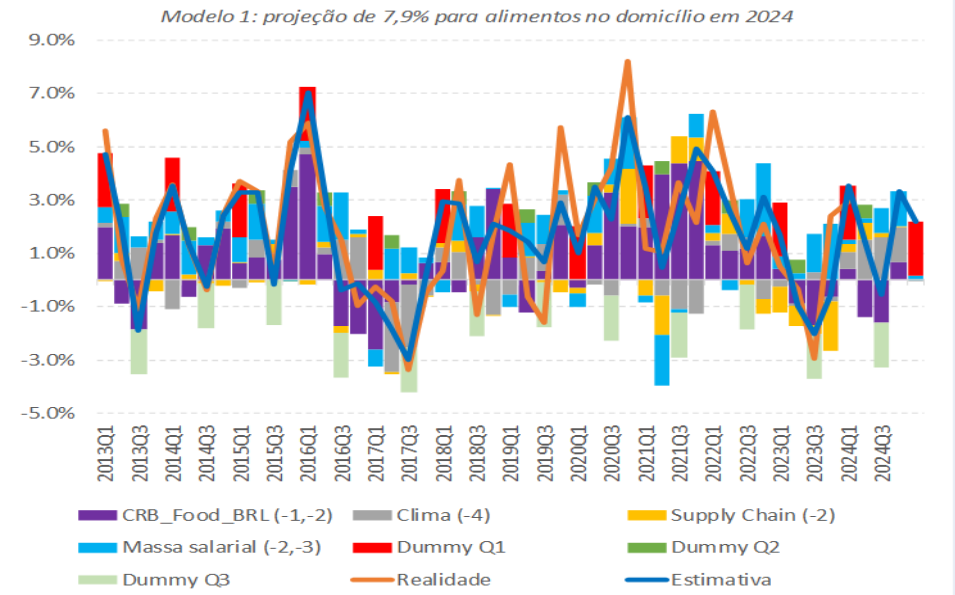
Autorregulação ANBIMA

Gestão de Recursos

Projetamos que a massa salarial ampliada disponível continue crescendo perto de 10% em 2024 e que este movimento impacte os preços no IPCA com defasagem entre 2 e 3 trimestres. Não por outro motivo, **a inadimplência deve seguir caindo e continuar liberando espaço na carteira de crédito dos bancos para estes aumentarem ainda mais o volume de dinheiro disponível para gastos com o consumo das famílias, que seguirá crescendo significativamente acima do PIB e do investimento (este provavelmente vai cair mais).**

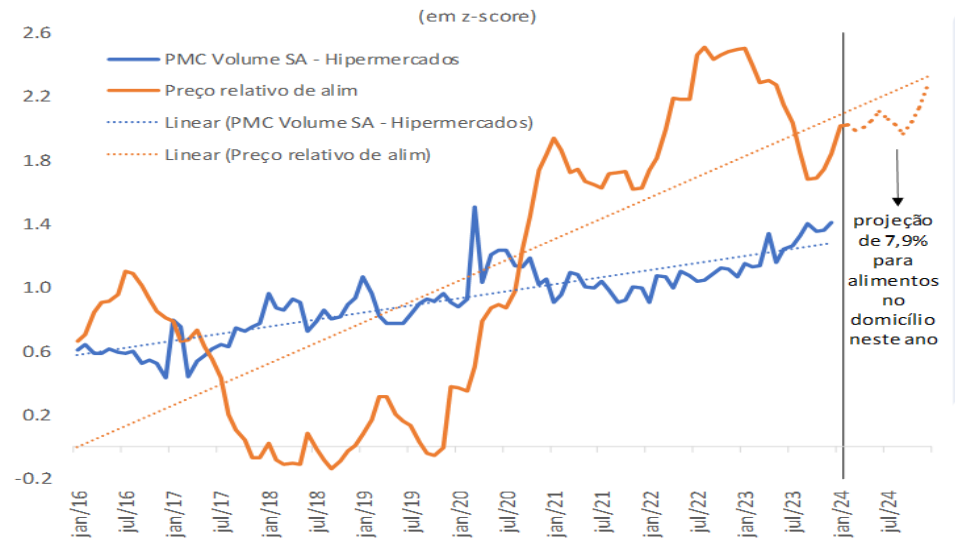
Fatores adicionais, como as condições climáticas, também têm uma influência notável, principalmente durante a fase de plantio das lavouras. Esses efeitos se mostram significativos em um horizonte de previsão que varia de 2 a 4 trimestres à frente, conforme observado na maior parte dos modelos que estimamos.

Decomposição da inflação de alimentos no IPCA



Fonte: Adam Capital

Preço relativo de alimentação no domicílio no IPCA vs vendas nos mercados



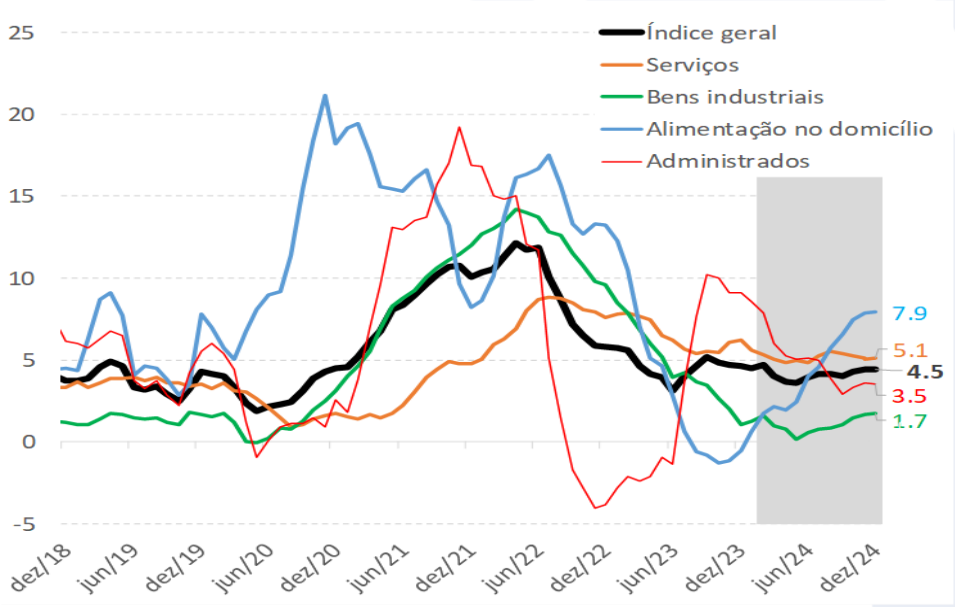
Fonte: Adam Capital

Este relatório foi preparado pela ADAMCapital Gestão de Recursos LTDA. (ADAMCapital) e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas dos fundos geridos e não considerando objetivos de investimento ou necessidades individuais e particulares. A ADAMCapital não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa de prospectos e regulamentos ao aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela ADAMCapital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da ADAMCapital. O regulamento e a lâmina dos fundos podem ser encontrados no website da ADAMCapital: www.adamcapital.com.br .

Autorregulação ANBIMA

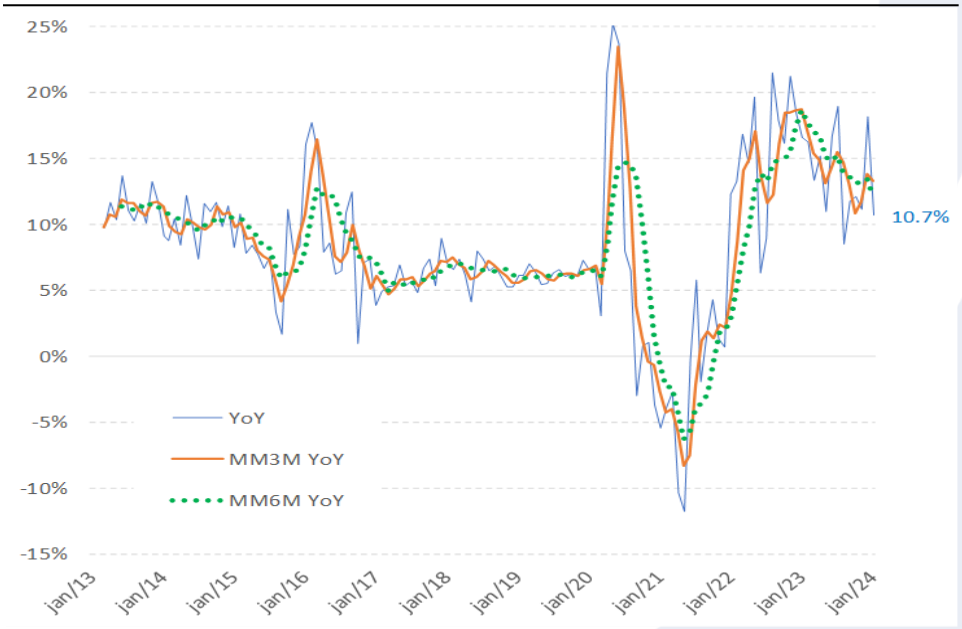
Gestão de Recursos

IPCA 12 meses (%)



Fonte: STN; elaboração: Adam Capital

Massa Salarial Ampliada Disponível (YoY)



Fonte: Adam Capital

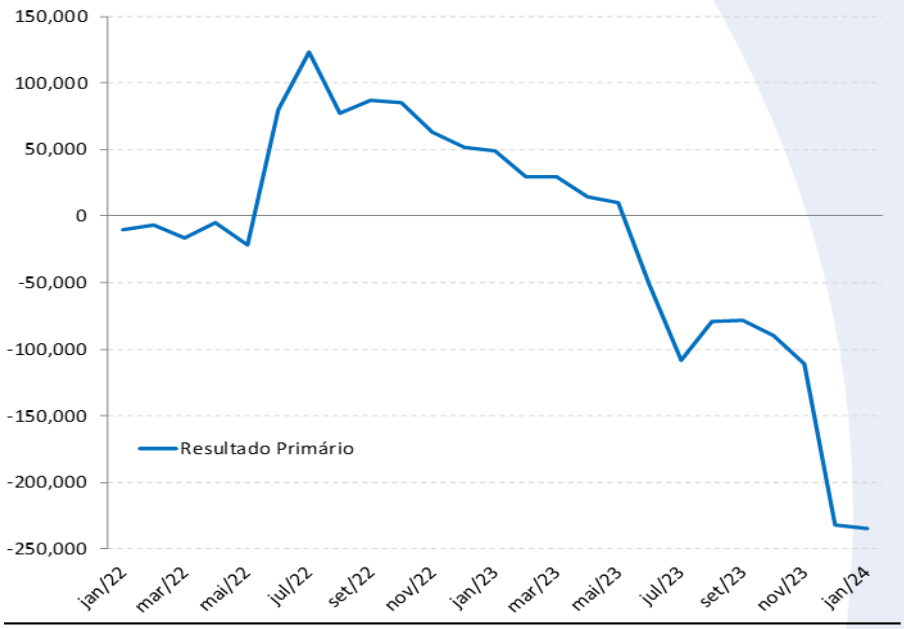
Este relatório foi preparado pela ADAMCapital Gestão de Recursos LTDA. (ADAMCapital) e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas dos fundos geridos e não considerando objetivos de investimento ou necessidades individuais e particulares. A ADAMCapital não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa de prospectos e regulamentos ao aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela ADAMCapital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da ADAMCapital. O regulamento e a lâmina dos fundos podem ser encontrados no website da ADAMCapital: www.adamcapital.com.br .

Autorregulação ANBIMA

Gestão de Recursos

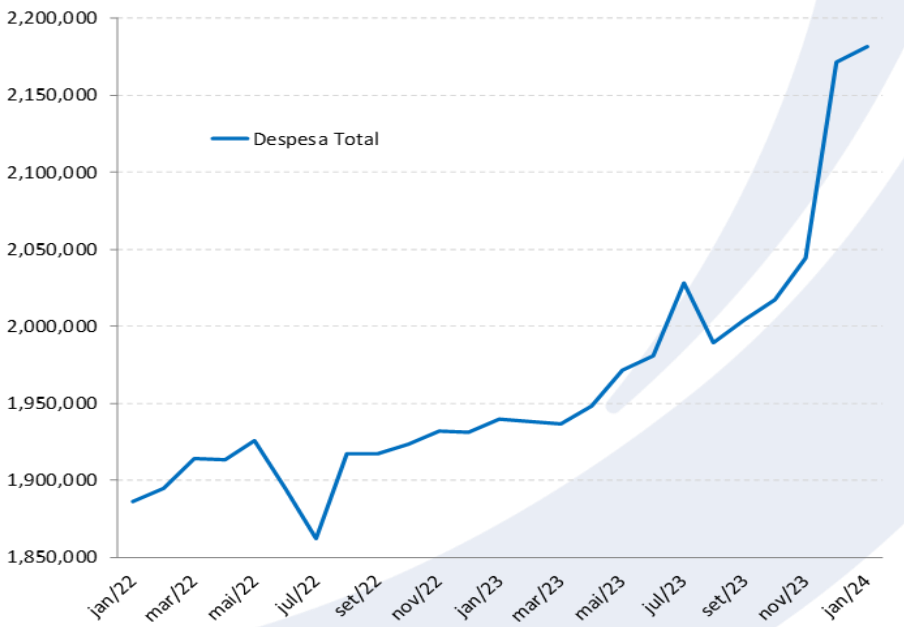
Do lado fiscal, o resultado primário de janeiro não traz bons presságios para o ano, apesar de ter o lado "positivo" de estimular ainda mais o consumo. Em termos reais, o resultado do primeiro mês – tipicamente o mais favorável às receitas e com despesas sazonalmente menores – veio abaixo do registrado no ano passado, que foi um ano de déficit muito superior ao prometido pelo governo e também no relativo ao consenso das projeções de mercado (-2,3% do PIB vs. -0,8% da pesquisa Focus). **As despesas públicas, por sua vez, continuam crescendo em um ritmo bastante superior ao PIB.**

Resultado Primário do Governo Central (R$ constantes* em 12 meses



Fonte: STN; elaboração: Adam Capital
*A preços de jan/24

Despesa do Governo Central (R$ constantes* em 12 meses)



Fonte: STN; elaboração: Adam Capital
*A preços de jan/24

Este relatório foi preparado pela ADAMCapital Gestão de Recursos LTDA. (ADAMCapital) e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas dos fundos geridos e não considerando objetivos de investimento ou necessidades individuais e particulares. A ADAMCapital não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa de prospectos e regulamentos ao aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela ADAMCapital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da ADAMCapital. O regulamento e a lâmina dos fundos podem ser encontrados no website da ADAMCapital: www.adamcapital.com.br .

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

Do ponto de vista de portfólio, conforme exposto anteriormente, e descrito em maior detalhe na nossa carta mensal de janeiro, começamos o ano de 2024 com um cenário internacional pautado na forte atividade econômica norte-americana, mercado de trabalho ainda aquecido e consequente atenção com sinais de persistência inflacionária. Sob essa combinação, a precificação das principais curvas de juros globais, antecipando cortes tão cedo quanto março, nos parecia exagerada.

No cenário local, nossa visão inicial de continuidade de ciclo de afrouxamento monetário, atividade resiliente e forte balança comercial pautava um otimismo com ativos domésticos. Expressamos certa preocupação com a política fiscal do Governo Federal, seus efeitos de curto prazo na percepção de risco país e, no médio prazo, na ancoragem de expectativas de inflação. Consideramos que o balanço de riscos estava equilibrado e, dados os níveis de preço, justificava uma alocação positiva em Brasil.

Ao longo do mês de fevereiro, alocações importantes apresentaram movimentos convergentes para os nossos cenários, resultando em uma boa performance das três principais classes de ativos do portfólio. De forma concomitante, reavaliamos certos pontos das nossas teses de investimentos, especialmente no cenário local, a partir das quais foram realizadas mudanças de posições.

No mercado americano, as posições compradas em S&P e tomadas em juros nominais foram os principais geradores de alfa da carteira, e seguem com tamanhos relevantes no portfólio. De modo geral, seguimos com a expectativa de postergação de cortes de juros por parte do FED, mantendo uma postura dependente da evolução dos dados o que justificou o alfa e as posições tomadas em juros. Do ponto de vista do alfa em S&P, com a **nossa perspectiva de crescimento superior ao do consenso, aliada a uma visão estrutural positiva e maior conforto com múltiplos, nos posicionamos para uma temporada de resultados fortes de empresas, o que se concretizou.**

No mercado doméstico, consideramos que o balanço de riscos tendeu para o lado negativo, o que justificou modificações na combinação de ativos locais. Dentre os motivos, destacamos a nossa projeção de IPCA acima do consenso, maior preocupação fiscal, noticiário ruidoso em relação ao setor privado e efeitos negativos advindos de China. Assim, mantivemos nossa posição aplicada em juros reais e aumentamos a posição tomada em juros nominais, zeramos nossa posição comprada em bolsa, posição essa que também contribuiu positivamente para a rentabilidade. A posição em Real, no portfólio desde o final de 2023, começou a ser zerada no final do mês de fevereiro, passando da ponta comprada para levemente vendida.

Dentre as outras geografias presentes no portfólio, zeramos a posição vendida em Euro, em função de uma postura mais *hawkish* do Banco Central Europeu, **montamos uma posição vendida em Yen e mantivemos a posição vendida em Pound. Em contrapartida, aumentamos a posição comprada em Peso Mexicano.**

Como hedge para o portfólio, mantivemos e aumentamos levemente a posição comprada em ouro.

Este relatório foi preparado pela ADAMCapital Gestão de Recursos LTDA. (ADAMCapital) e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas dos fundos geridos e não considerando objetivos de investimento ou necessidades individuais e particulares. A ADAMCapital não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa de prospectos e regulamentos ao aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela ADAMCapital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da ADAMCapital. O regulamento e a lâmina dos fundos podem ser encontrados no website da ADAMCapital: www.adamcapital.com.br .

Autorregulação ANBIMA

Gestão de Recursos

ADAM|CAPITAL

CONHEÇA OS
FUNDOS DA ADAM|CAPITAL

ADAM ADVANCED
saiba mais

ADAM MACRO
saiba mais

ADAM STRATEGY
saiba mais

ADAM PREV
saiba mais

ADAM RENDA FIXA ATIVA
saiba mais

ADAM RENDA FIXA ATIVA PREV
saiba mais

Contato

comercial@adamcapital.com.br

ADAM Capital
Rua Dias Ferreira, 190 – sala 502 – Leblon
Rio de Janeiro, Brazil – CEP 22431-050
+55 21 3993-7000

www.adamcapital.com.br