

Carta mensal

Agosto 2024

Conjuntura e posicionamento do fundo

Apesar da foto relativamente positiva da economia brasileira no final do ano passado, já tínhamos uma visão mais negativa sobre a sustentabilidade de um modelo de crescimento focado em estímulos fiscais e creditícios de demanda e não no aumento da nossa taxa de poupança doméstica. A realidade de um gasto público incompatível com os limites esperados pelo mercado financeiro, que acreditou quase que plenamente no arcabouço, era o pilar central das nossas preocupações e por isso insistíamos em alertar os nossos clientes a este respeito, principalmente em relação ao forte ritmo de alta das despesas obrigatórias (previdência, saúde, educação, LOAS etc).

Naquela época, a nossa projeção da inflação do IPCA estava apontando para um recuo do acumulado em 12 meses perto de 3% até maio, mas prevíamos uma reversão em meados do ano em direção a mais de 4% a partir de junho, significativamente acima da mediana das estimativas do Focus e da inflação implícita naquele momento. Por outro lado, desde aquela época já tínhamos uma projeção de PIB bem acima do consenso (esperávamos crescimento de 2,3%) e tínhamos uma projeção de balança comercial em torno de USD 100 bilhões, considerando os termos de troca daquela época, que estavam melhores do que estão hoje em face principalmente da queda dos preços que foi observada desde então no minério de ferro, na soja e no petróleo no mercado internacional.

A quantidade de estímulos fiscais – via transferências e crédito – provavelmente levará o crescimento deste ano para perto ou acima de 3%. Enquanto houver alguma capacidade ociosa, estas políticas seguirão produzindo crescimento econômico e aceleração inflacionária. Assim que a economia bater nos seus limites naturais, no entanto, o efeito dos estímulos ficará circunscrito ao aumento da inflação e estes se tornarão, provavelmente, contraproducentes para o PIB (o clássico *crowding out* que já vimos no passado...).

Em nossas cartas passadas, em especial na de janeiro¹, já vínhamos divulgando estudos em que dispendemos bastante tempo para investigar o exagerado ritmo de expansão das concessões de benefícios via INSS e de outras rubricas do gasto público, bem como os tão raramente explorados mecanismos de transmissão da política fiscal para a atividade econômica e para a inflação, que estão praticamente ausentes da literatura acadêmica e das discussões de mercado nos últimos anos, por mais estranho e paradoxal que isso possa parecer, já que estes foram os grandes vilões da inflação global no período pós-pandemia.

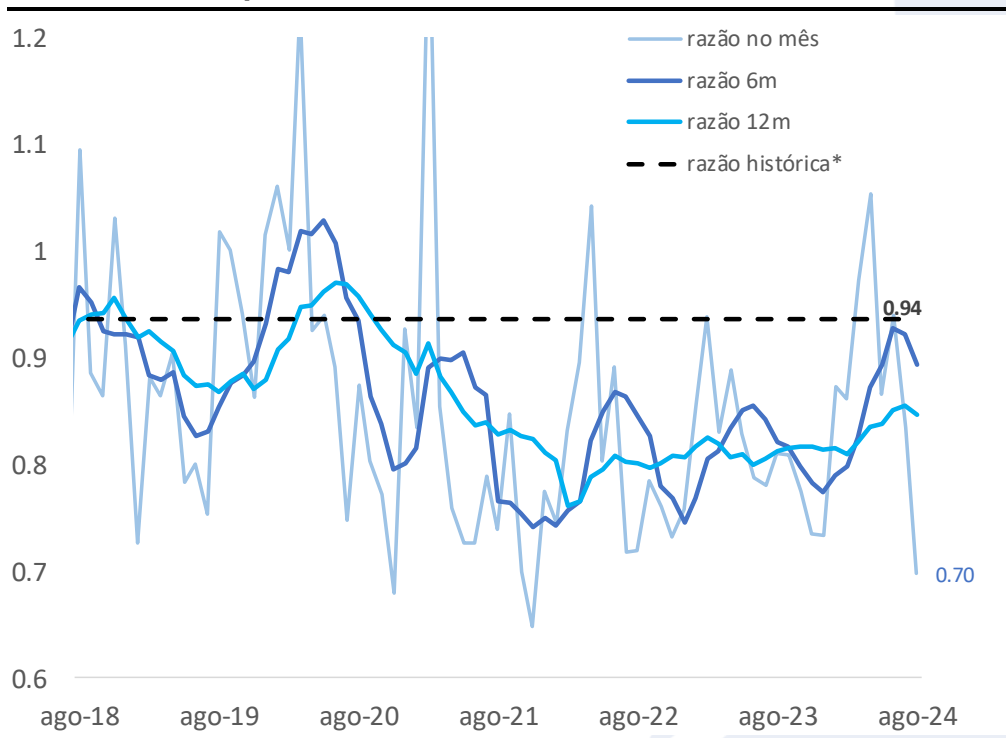
O que nos parece mais certo é que o PIB nominal seguirá subindo, mas bem menos pelo crescimento real e muito mais pela expansão do deflator. Independentemente de o Banco Central subir ou não a Selic em 150/200 pontos, a expansão atualmente observada do gasto público e dos agregados monetários dá suporte a um cenário de aceleração da inflação, haja vista o crescimento de cerca de 15% do M2 nos últimos meses, os planos de expansão da carteira de crédito dos maiores bancos privados e os sinais de que o governo seguirá impulsionando a demanda doméstica por meio das transferências e dos bancos públicos. Isso também justifica por que estamos vendidos em Brasil via câmbio e juros, mas ao mesmo tempo comprados em bolsa brasileira, já que esta última classe de ativos nos parece ser relativamente menos “frágil” diante deste cenário. **Em agosto, a compra de Ibovespa foi a principal contribuição positiva para a nossa cota.**

¹Efeitos do duplo estímulo (fiscal e monetário) em pleno emprego (Carta Mensal da Adam de janeiro de 2024).

No entanto, estamos diante de uma situação insustentável porque a demanda doméstica segue crescendo bem acima do que seria o limite sustentável da economia, o que tem conduzido a um rápido aumento das importações e a uma piora da conta corrente. Isto é uma consequência natural porque o aumento do consumo e do investimento em proporção do PIB exige que, necessariamente, busquemos financiar esta alta da demanda doméstica com recursos externos, ampliando desta forma a importação de poupança.

Uma questão adicional é que a relação entre as exportações embarcadas e contratadas caiu bastante – e com razão – porque os instrumentos financeiros estão mais flexibilizados/diversificados e porque parte relevante deste “gap” tem sido usada para pagar despesas e/ou dívidas fora do Brasil (ver box a este respeito divulgado pelo Banco Central no RI de junho²). Adicionalmente, há um contexto de maior rentabilidade das aplicações fora do país em função do maior patamar dos juros internacionais e do forte crescimento dos preços de outros ativos reais como ações do setor de tecnologia, imóveis, ouro, criptoativos etc.

Razão entre exportações contratadas/embarcadas



Fonte: BCB, MDIC, Adam Capital.

*Entre junho de 2008 e março de 2020

²<https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202406/ri202406b5p.pdf>

Na parte final da nossa carta do mês passado³, alertamos sobre o risco de intervenção cambial neste segundo semestre, que ao nosso ver seria inapropriada, uma vez que as nossas reservas líquidas de USD 253 bilhões⁴ estão relativamente pequenas em relação ao tamanho do nosso PIB. Além daqueles pontos que levantamos, vejamos também o problema do “furo” projetado do nosso balanço de pagamentos: segundo as nossas estimativas de déficit em conta corrente e sob diferentes cenários de fechamento de câmbio dos exportadores, existirá uma necessidade de financiamento daqui a 18 meses em torno de USD 147,6 a USD 251,3 bilhões, assumindo-se fechamento de exportadores entre 70% e 90%.

No cenário conservador em que mantemos as entradas financeiras de hoje no acumulado em 12 meses, isso representaria um furo de entre USD 90,8 a USD 194,5 bilhões. No entanto, se assumirmos que o Investimento Estrangeiro Direto cairá dos atuais USD 71 bilhões em 12 meses para algo perto de 50 bilhões, o “gap” dos próximos 18 meses sobe para entre USD 112,5 e USD 216,3 bilhões, considerando o intervalo de fechamento de câmbio dos exportadores entre 70% e 90%.

Cenários de necessidade de financiamento via Conta Financeira (CF) em 18 meses (USD bilhões)			
	CF zerada	CF 12m atual	IED USD 50 bi
Déficit em conta corrente em 18 meses seguindo critério Bacen¹	-95,7	-38,9	-60,7
déficit em conta corrente com exportações contratadas em 70%	-251,3	-194,5	-216,3
déficit em conta corrente com exportações contratadas em 80%	-199,5	-142,6	-164,4
déficit em conta corrente com exportações contratadas em 90%	-147,6	-90,8	-112,5
déficit em conta corrente com exportações contratadas em 100%	-95,7	-38,9	-60,7

¹ Projeção Adam Capital

Caso o fechamento de câmbio dos exportadores caia abaixo de 70%, poderíamos ver as reservas acabando em menos de 18 meses, se esta política cambial de intervenções for mantida em uma intensidade suficientemente capaz de evitar a depreciação cambial necessária para reequilibrar a trajetória projetada da conta corrente - o que demonstra a inviabilidade desta política. Por absurdo, portanto, fica claro que as reservas internacionais não vão acabar, porque o Banco Central vai frear as intervenções quando perceber a sua inviabilidade.

Sendo assim, somente o mecanismo de câmbio flexível poderia reequilibrar o déficit em transações correntes para um patamar sustentável de acordo com as condições domésticas e internacionais, que atualmente são claramente mais desfavoráveis ao fluxo cambial.

Por outro lado, seguimos com uma visão relativamente construtiva da economia dos Estados Unidos e tal fato explica as nossas posições compradas em bolsa americana e tomadas em juros das *treasuries*. Entendemos que a inflação americana está qualitativamente melhor do que estava inclusive em comparação com o final ano passado, mas a realidade de forte crescimento da atividade corrente e projetada por nós parece afastar a possibilidade do *Fed* cortar 50 pontos nas próximas reuniões. Desta forma, vemos como mais provável um ritmo de 25 pontos e uma parada em um nível final acima do contemplado na curva de mercado.

Isso não significa que estejamos tranquilos com as eleições americanas, mas a piora da situação político-institucional está generalizada de tal forma pelo mundo, que mesmo diante da situação incerta trazida pelas eleições americanas, ainda assim eles parecem estar em uma posição melhor em relação aos maiores países da Europa, Ásia e América Latina. Assim, compensamos este risco direcional em EUA vendidos em outras geografias do G20.

³ <https://adamcapital.com.br/wp-content/uploads/2024/08/Carta-Mensal-Jul-2024.pdf>

⁴ Posição cambial líquida do Banco Central (posição de agosto de 2024), ver <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelas/especiais>.

O economista-cientista, o economista-engenheiro e outros dados que justificam o nosso posicionamento

Projetar o futuro nunca foi uma tarefa fácil. Podemos dizer, no entanto, que a dificuldade de se fazer isso aumenta quando adaptamos a realidade conforme o nosso entendimento, moldando-a ao arcabouço predominante – seja qual for o assunto.

De forma análoga, podemos considerar diferentes lentes usadas para enxergarmos a paisagem. A realidade é uma só, mas a forma como as pessoas a percebem depende das “lentes” individuais, ou seja, dos arquétipos mentais de cada um.

Um exemplo de lente usada para entender a dinâmica do mundo são os modelos científicos, que ao assumirem hipóteses simplificadoras se tornam, frequentemente, ferramentas úteis para essa desafiadora tarefa de previsão.

Outras vezes, no entanto, os modelos podem representar um risco ainda maior, porque eles quase sempre trazem uma falsa sensação de segurança e, ao mesmo tempo, podem até mesmo aumentar a probabilidade de erro dos prognósticos, na medida em que o mundo real é muito mais complexo do que o universo restrito da ciência, ainda mais quando falamos da ciência econômica que é relativamente jovem em relação à epistemologia mais antiga das outras ciências, em geral.

Karl Popper dizia que o sucesso de uma teoria está condicionado à sua capacidade preditiva⁵. O problema de aplicarmos este critério ao mundo dos investimentos é que a validação conforme o princípio da falseabilidade pode demorar ou ser alterada ao longo dos anos, na medida em que os dados vão se conformando ou se descolando daquela determinada teoria.

Sendo assim, até descobrirmos se uma teoria é verdadeira ou não, há um elevado risco de incorrência em perdas financeiras suficientemente altas, a ponto de comprometer carteiras de investimentos que foram baseadas naquele modelo ou arquétipo da realidade, supostamente aceitos como verdadeiros durante a janela relevante para aquela estratégia.

Por isso, não damos peso relevante a conceitos como “juro neutro”, “hiato”, “NAIRU” etc. Mesmo com relação ao uso de modelos estatísticos, enxergamo-los tão somente como ferramentas adicionais e nunca como as principais referências para a nossa estratégia de investimentos.

Fazemos isso justamente porque entendemos que, mais importante do que conhecer os modelos e as teorias envolvidas é saber quais são as suas muitas limitações enquanto lentes de uma realidade que é muito mais complexa. É claro que replicamos os modelos usados pelos bancos centrais também, mas com o fim específico de entendermos quais são as narrativas potencialmente predominantes em cada cenário (e jamais como instrumentos de projeção). Por outro lado, também temos os nossos próprios modelos, em que procuramos incluir dados reais como a massa salarial disponível, volume de dinheiro na economia etc. Além disso, buscamos evitar ao máximo o uso de variáveis não observáveis em nossas próprias abordagens (como aquelas que citamos acima).

⁵The Epistemology of Science (Cambridge, 2020). <https://www.cambridge.org/core/books/abs/philosophical-approach-to-mond/epistemology-of-science/065BF49E6DE64BA37364BA90542815D0>

Desta forma, o nosso trabalho aqui lembra muito mais o tipo de ocupação que Mankiw descreveu como sendo a de “macroeconomistas engenheiros”, em oposição às atividades desenvolvidas pelos economistas puramente acadêmicos (a quem ele chama de cientistas)⁶:

Economists like to strike the pose of a scientist. I know, because I often do it myself. When I teach undergraduates, I very consciously describe the field of economics as a science, so no student will start the course thinking that he or she is embarking on some squishy academic endeavor. Our colleagues in the physics department across campus may find it amusing that we view them as close cousins, but we are quick to remind anyone who will listen that economists formulate theories with mathematical precision, collect huge data sets on individual and aggregate behavior, and exploit the most sophisticated statistical techniques to reach empirical judgments that are free of bias and ideology (or so we like to think).

Having recently spent two years in Washington as an economic adviser at a time when the U.S. economy was struggling to pull out of a recession, I am reminded that the subfield of macroeconomics was born not as a science but more as a type of engineering. God put macroeconomists on earth not to propose and test elegant theories but to solve practical problems. The problems He gave us, moreover, were not modest in dimension. The problem that gave birth to our field—the Great Depression of the 1930s— was an economic downturn of unprecedented scale, including incomes so depressed and unemployment so widespread that it is no exaggeration to say that the viability of the capitalist system was called into question.

Vemos assim que o “engenheiro econômico” possui uma tarefa muito mais difícil que a do cientista, na medida em que este último tem a liberdade de se descolar da realidade por muito mais tempo, enquanto o primeiro não pode deixar o barco da sua atividade afundar, seja ele o de uma prescrição de política econômica contra recessões, inflação alta ou mesmo uma atividade como a nossa, de gestão de investimentos de terceiros. Sendo ainda mais diretos no exemplo, não podemos nos dar ao luxo de aplicarmos o dinheiro dos clientes porque o hiato estimado estaria supostamente perto da neutralidade ou porque a taxa de juros esteja acima do patamar estimado como sendo o neutro.

Um grande problema surge, entretanto, quando se empregam estes conceitos teóricos para se resolverem problemas práticos. De novo, não estamos sugerindo que as ferramentas acadêmicas sejam inúteis (ao contrário, elas são bastante úteis), mas o superdimensionamento da relevância dos modelos por parte de bancos centrais e dos participantes do mercado pode gerar uma espécie de realidade paralela e totalmente desconexa dos fatos, devido aos clássicos problemas envolvidos (dentre os quais o mais grave é provavelmente a crítica de Lucas⁷). Alan Blinder já alertava sobre isso nos anos 90⁸:

Leaving aside the last, there is truth in each of these criticisms. Every model is an oversimplification. Economies do change over time. Econometric equations often fail subsample stability tests. Econometric problems like simultaneity, common trends, and omitted variables are ubiquitous in nonexperimental data. The Lucas critique warns us that some parameters may change when policy does. Yet what are we to do about these problems? Be skeptical? Of course. Use several methods and models instead of just one? Certainly. But abandon all econometric modeling? I think not. The criticisms of macroeconometrics are not wrong, but their importance is often exaggerated and their implications misunderstood. These criticisms should be taken as warnings—as calls for caution, humility, and flexibility of mind—not as excuses to retreat into econometric nihilism. It is foolish to make the best the enemy of the moderately useful.

⁶The Macroeconomist as Scientist and Engineer, N. Gregory Mankiw (2006).

⁷https://pt.wikipedia.org/wiki/Cr%C3%ADtica_de_Lucas.

⁸Central Banking in Theory and Practice, Alan S. Blinder (1999).

A postura do economista prático *à lá Mankiw*, por outro lado, nos recomenda primar pela observância dos dados acima de qualquer narrativa, consenso ou teoria. Para nós não faz sentido depositarmos total confiança na tese de que a taxa de juros corrente é contracionista aqui e em quase todos os países. Até pode ser, mas somos agnósticos a este respeito.

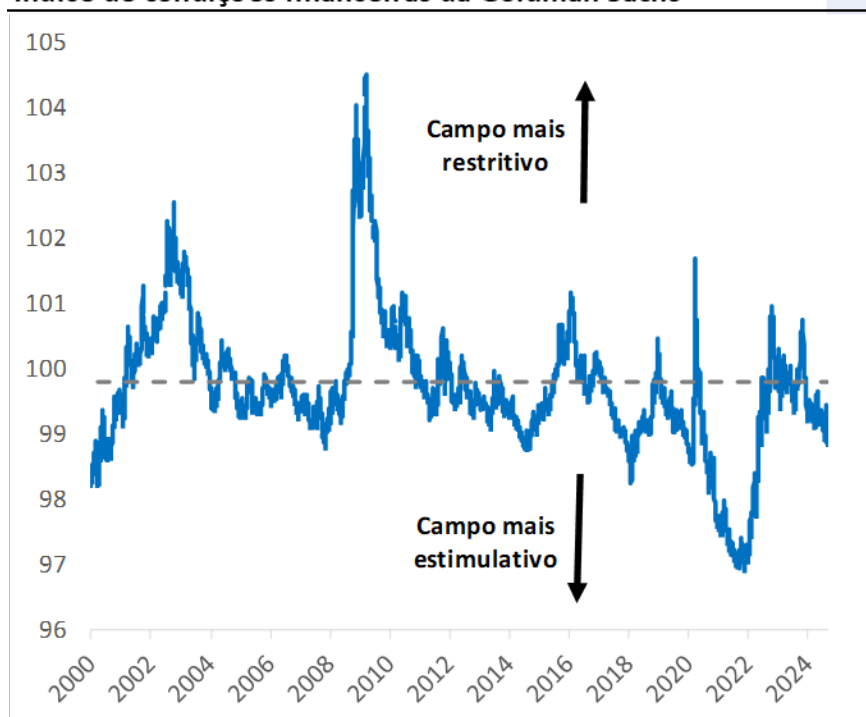
Qual é a evidência de que os juros estejam em território contracionista no Brasil? Nos Estados Unidos temos pelo menos o mercado de trabalho e a inflação sugerindo que isso de fato pode fazer sentido, mas e aqui?

A única resposta que encontramos para isso não provem do mundo real, mas sim das estimativas de juro neutro baseadas no histórico dos últimos anos, o mesmo histórico que está sujeito aos velhos problemas apontados no trabalho pioneiro supracitado do Blinder, que por sua vez inspirou outros tantos estudos dos “pais” do regime de metas de inflação.

Parte da construção da nossa atual carteira reflete essa dicotomia entre os dados observados, que de um lado seguem apontando para um forte crescimento da economia americana, e do outro lado o medo de recessão que o mercado continua precificando e que é influenciado por heurísticas, tais como aquela que diz que sempre há recessão quando a média de 3 meses da taxa de desemprego apresenta uma alta de 50 bps em relação à mínima dos últimos 12 meses, independentemente do que seria a causa por trás deste aumento da taxa de desemprego.

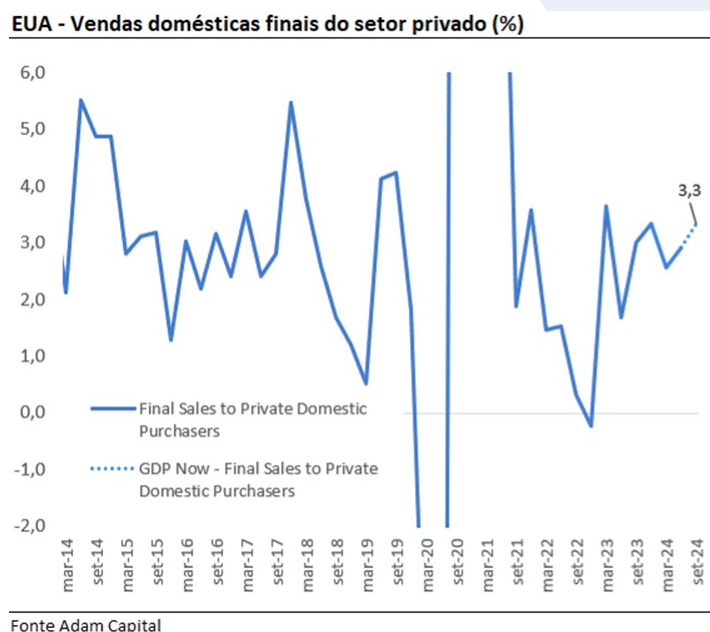
Damos muito mais peso aos indicadores antecedentes de demanda e aos próprios dados de demanda. Há mais de um ano temos a taxa básica dos Fed Funds estável em 5,5% e não vemos nenhum sinal de desaceleração. Ao mesmo tempo, tanto as condições financeiras (FCI) como os preços das casas seguem sendo estimulativos. O nível do FCI da Goldman Sachs está abaixo do patamar vigente em dezembro do ano passado.

Índice de condições financeiras da Goldman Sachs

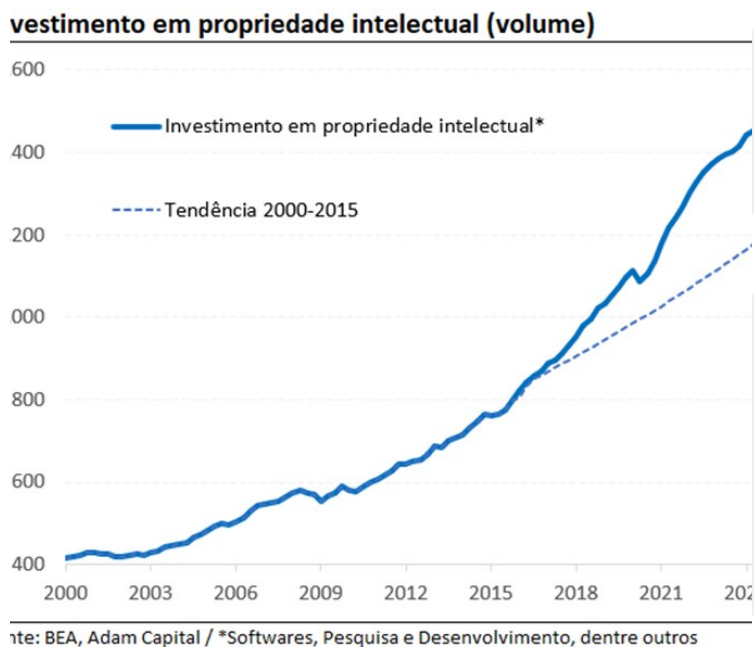


Fonte: GS, Bloomberg

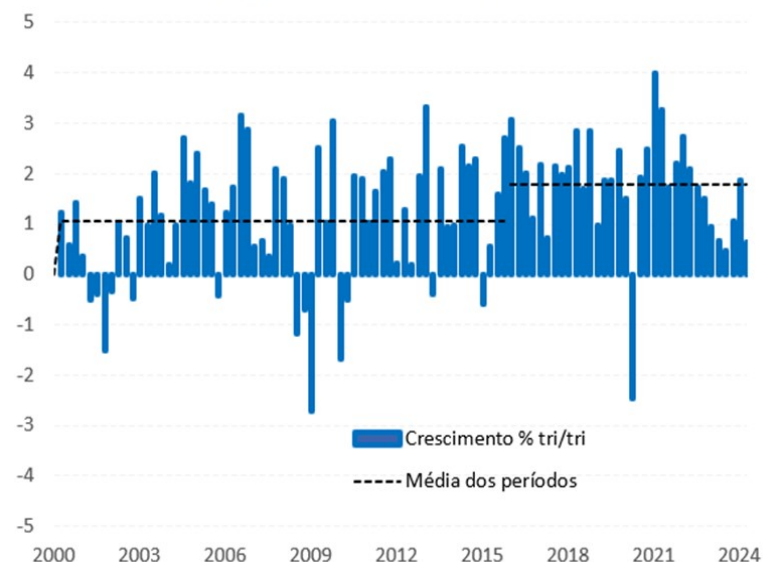
O indicador coincidente de crescimento do PIB americano que é estimado pelo Fed de Atlanta está mostrando um crescimento de 3,3% real da demanda doméstica neste 3º trimestre, igual ou superior ao patamar registrado nos trimestres anteriores.



Simultaneamente, estamos observando sinais crescentes de que a economia americana estaria colhendo os frutos de um aumento da produtividade, que poderia ser inferido tanto pela abertura benigna dos últimos dados de inflação como por outros dados que mostramos nos gráficos a seguir, a exemplo da aceleração do investimento em softwares, pesquisa e desenvolvimento (este indicador inclui investimentos em inteligência artificial).

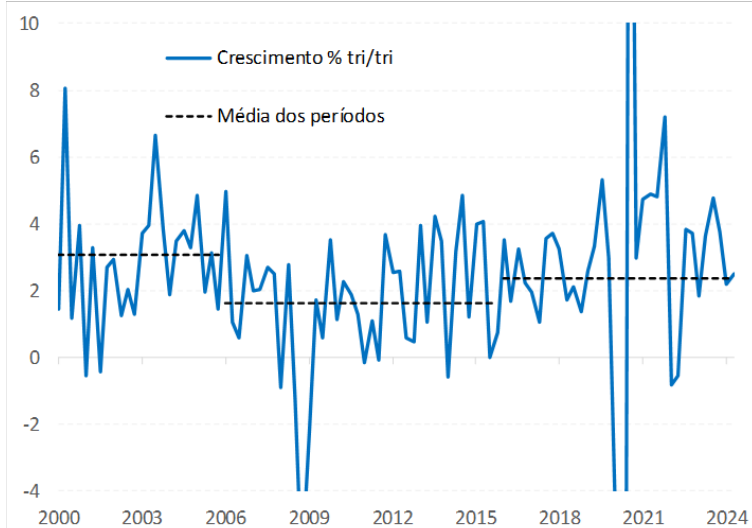


Investimento em propriedade intelectual (volume)



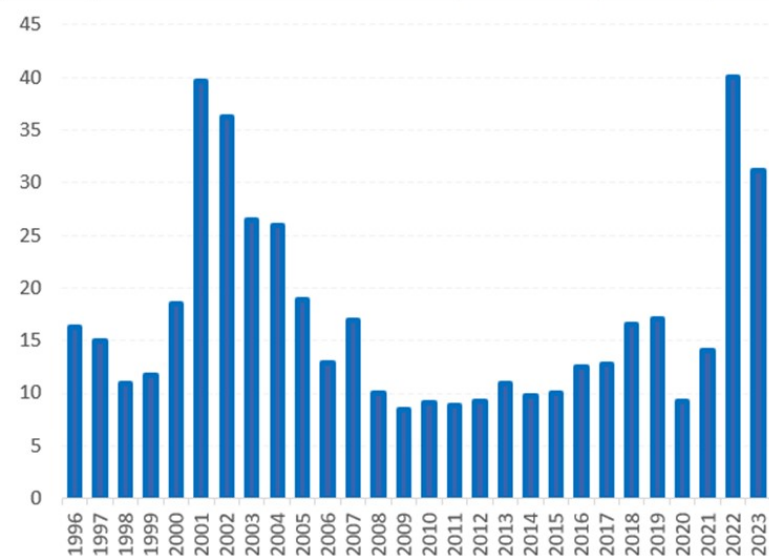
Fonte: BEA, Adam Capital / *Softwares, Pesquisa e Desenvolvimento, dentre outros

Produto por hora trabalhada



Fonte: BEA, Adam Capital

Por último, um outro fator que parece estar contribuindo adicionalmente para o incremento da taxa de expansão da produtividade nos Estados Unidos é a imigração de qualidade. Muito se fala da imigração total, mas nos últimos anos também se observa uma aceleração da entrada de imigrantes considerados de “high skill”. Nesta categoria estão incluídos os imigrantes altamente qualificados, tais como cientistas de várias áreas do conhecimento, escritores ou pessoas de notável conhecimento específico em seus ramos de atuação.

Vistos para trabalhadores altamente qualificados (milhares)

Fonte: Departamento de Estado dos EUA

Em resumo, procuramos destacar a importância de uma abordagem pragmática baseada em dados concretos, em vez de confiar cegamente em modelos teóricos ou em estimativas não-observáveis.

Também ressaltamos mais uma vez que as políticas de estímulo fiscal e monetário podem impulsionar o crescimento econômico no curto prazo no Brasil, mas há um risco significativo de que essas medidas levem a uma inflação elevada e a desequilíbrios externos insustentáveis.

Dessa forma, é crucial que reconheçamos as limitações das previsões econômicas e a necessidade de ajustes contínuos do cenário e das posições com base em evidências observáveis e na evolução dos indicadores econômicos.



CONHEÇA OS
FUNDOS DA ADAM|CAPITAL

**ADAM
ADVANCED**

[saiba mais](#)

**ADAM
MACRO**

[saiba mais](#)

**ADAM
PREV**

[saiba mais](#)

**ADAM
RENTA FIXA
ATIVA**

[saiba mais](#)

**ADAM
RENTA 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