

# Carta mensal

Novembro 2024

O nosso cenário para o Brasil e para o mundo mudou muito pouco desde o final do ano passado. Em resumo, já tínhamos uma visão muito positiva da economia americana – principalmente em termos relativos dentre as demais geografias – e já éramos pessimistas com China, Europa e Brasil.

Ao longo dos últimos trimestres, deixamos claro, por diversas vezes, que o efeito do excesso de dinheiro na economia doméstica sobre as contas do balanço de pagamentos ligadas à economia real – sobretudo a conta corrente e agora também a conta capital (que agora passou a englobar *criptoativos*) – apontava para uma continuidade da tendência de depreciação do real, independentemente de qual seria o resultado do pleito eleitoral por lá.

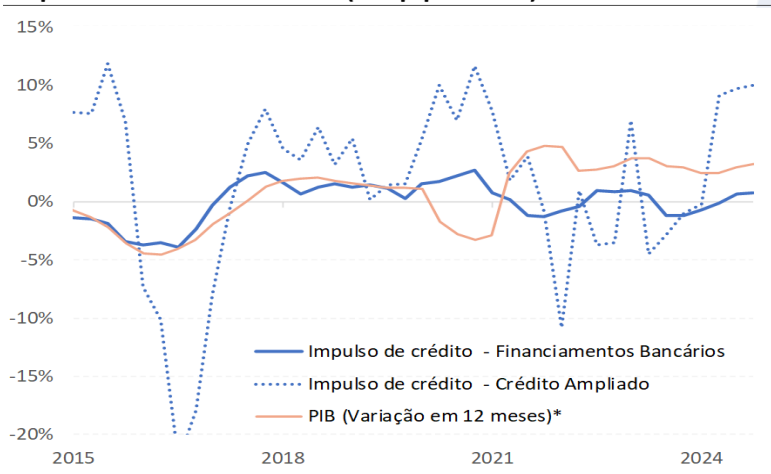
O nosso diagnóstico, ao longo deste ano, é de que a conversão da política econômica em uma espécie de economia política tem produzido uma queda da taxa de poupança no Brasil – tanto a pública como a privada –, uma vez que o consumo doméstico segue crescendo bem acima da capacidade de longo prazo observada em nossa economia. Este fato não nos surpreende, pois já contávamos que a política fiscal e parafiscal elevaria em muito a taxa de juros neutra, ao impulsionar o crédito que é o principal canal de transmissão da política monetária.

Não existe desinflação por “milagre”. O principal mecanismo de transmissão da alta de juros para a atividade e inflação se dá por meio das condições financeiras efetivas (não necessariamente aquela estimada pelo Bacen<sup>1</sup>). Todos os processos de queda da inflação no Brasil ocorreram por meio de uma forte desaceleração do *impulso de crédito*, que por sua vez produziu contrações econômicas suficientemente fortes para desaquecer o PIB (ver gráfico abaixo), inclusive com aumento da taxa de desemprego.

Desta vez, contudo, tanto as projeções do Banco Central como aquelas da pesquisa *Focus*, que captura as estimativas de consenso do mercado, sugerem que a inflação medida pelo IPCA<sup>2</sup> poderia desacelerar sem nenhuma desaceleração mais forte do PIB, que continuaria crescendo em torno ou acima do potencial. Discordamos desta análise porque isso simplesmente nunca aconteceu no Brasil e ainda mais agora, quando a produtividade dá sinais de queda<sup>3</sup>.

Responder se a inflação vai cair em 2026 equivale a responder à pergunta sobre a disposição de se frear a economia em pleno ano eleitoral. Mesmo com a taxa de desemprego caindo e o PIB crescendo 3%, a política fiscal tem se mostrado bastante expansionista; neste caso, então, por que motivo o mercado segue acreditando que a inflação cairá em 2025 e 2026 sem que haja algum sacrifício? Por aumento de produtividade certamente não é, já que as evidências neste sentido apontam para o contrário.

**Impulso de Crédito no Brasil (em p.p. do PIB)**



Fonte: BCB, Adam Capital | \*Inclusas nossas projeções para o fim do ano

<sup>1</sup> A metodologia do Índice de Condições Financeiras (ICF) empregada pelo Banco Central desconsidera os principais vetores que atualmente estão impulsionando o mercado de crédito: títulos privados incentivados são sensíveis a um nível menor de Selic menor do que aqueles outros títulos que historicamente pagaram imposto de renda na alíquota normal. Outro problema é que este índice não incorpora outros instrumentos de política parafiscal, como o aumento do crédito público direcionado.

<sup>2</sup> Índice de preços ao consumidor amplo. É o índice oficialmente usado pelo Banco Central para perseguir as metas de inflação.

<sup>3</sup> Ver trabalho recentemente publicado pelo Banco Central do Brasil a este respeito: Análise setorial do PIB e da produtividade do trabalho (<https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202312/ri202312b1p.pdf>). Neste estudo podemos verificar que a produtividade do trabalho tem caído nos últimos anos, com exceção do setor agropecuário. Isto invalidaria a tese de que a reforma trabalhista estaria promovendo um aumento do PIB potencial.

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](http://www.adamcapital.com.br).

Logo neste início de ano, chamamos a atenção para o efeito do aumento das transferências governamentais<sup>4</sup>, quando já tínhamos uma projeção mais otimista de PIB para 2024 (de 2,3%) e um IPCA de 4,5% para este ano, muito acima dos números contemplados na pesquisa Focus para estas duas variáveis.

Naquela oportunidade, escrevemos sobre os fatores que suportavam este cenário de demanda mais forte no Brasil:

*“No plano doméstico, os riscos fiscais têm ficado mais evidentes na medida em que o gasto permanente avança em um ritmo superior ao crescimento do PIB nominal, principalmente nas linhas ligadas às transferências para as famílias. Além do ritmo de aumento de 2 dígitos do salário nominal, o governo liberou em dezembro um pagamento de R\$ 93 bilhões em precatórios que em grande medida serão destinados às famílias. (...)”*

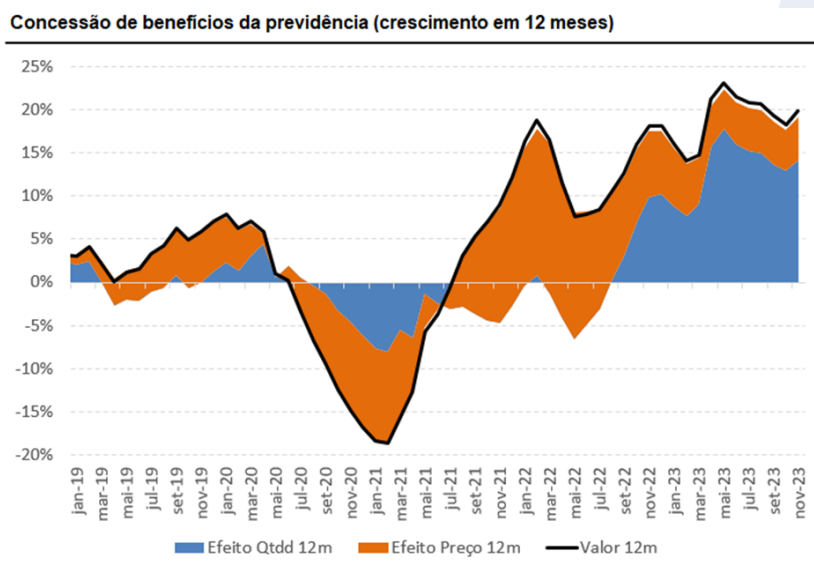
*Outras medidas que devem turbinar a demanda são o aumento real de 3% do salário-mínimo (s.m.), a possível correção da tabela do IRPF com isenção de quem ganha até 2 s.m., a aceleração dos gastos com benefícios previdenciários e bolsa-família e o programa do Desenrola, que contempla uma “limpeza” do balanço das famílias mais pobres. A política de reajuste real do s.m. deve permanecer nos próximos anos (...) e o aumento do crédito direcionado para consumo também tende a ser uma tendência ao longo dos próximos anos.*

**Todos estes fatores, quando somados, se traduzem em um forte aumento da inflação nos próximos anos, mas por outro lado o mercado segue projetando 3,5% ad eternum no Focus e negociando uma inflação implícita pouco acima de 4% mesmo para prazos mais longos.”**

Fonte: Adam Capital (Carta Mensal de janeiro de 2024)

No início do ano, destacamos também que uma das variáveis mais importantes para determinar o crescimento do gasto público era o exagerado ritmo de benefícios previdenciários que estávamos observando, uma vez que estes já respondem por quase metade das despesas totais. A partir dos dados que são disponibilizados mensalmente na página do Ministério da Previdência Social<sup>5</sup>, é possível ver que, naquela época, o estoque de benefícios crescia em um ritmo anual de cerca de 10%, enquanto as concessões subiam ainda mais, se expandindo cerca de 20% até novembro de 2023. O crescimento das concessões em número de benefícios emitidos (novos beneficiários) era de espantosos 14,2% e o “preço” ou valor médio unitário dos benefícios concedidos estava crescendo em um ritmo de 4,9% nos 12 meses terminados em novembro de 2023.

Este aqui é o gráfico que víamos naquela época:



Fonte: MPS, Adam Capital.

<sup>4</sup> Em nossa Carta Mensal de janeiro.

<sup>5</sup> Boletim Estatístico da Previdência Social - Vol. 29 Nº 09 (<https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-social/Dados-estatisticos-previdencia-social-e-inss/boletins-da-previdencia-social>)

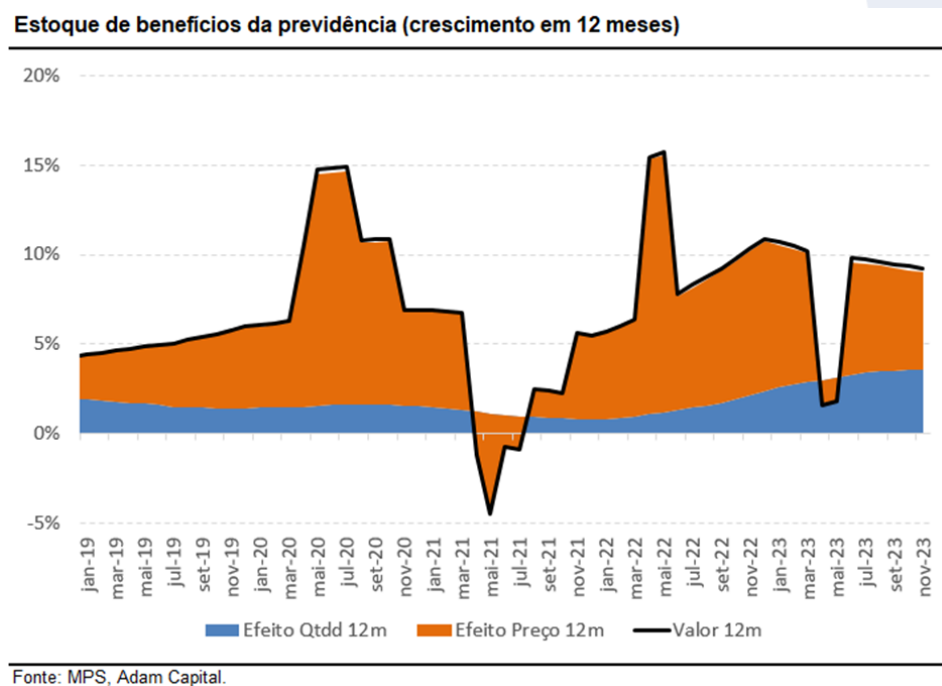


Notem que àquela altura o discurso em voga era de austeridade fiscal há pelo menos 8 meses, desde quando os investidores começaram a ouvir as explicações sobre a nova regra do arcabouço fiscal. Desde então, houve êxito em termos de ganho de confiança e credibilidade, já que a partir de meados de abril do ano passado, o mercado passou a acreditar que o novo arcabouço e a manutenção da meta de 3% para o IPCA serviriam ao propósito de ancorar as expectativas.

Dessa forma, olhando para as projeções de inflação e de Selic do mercado segundo os números da pesquisa *Focus* em janeiro deste ano<sup>6</sup>, nota-se que o mercado deu um forte crédito de confiança à diretriz econômica, mesmo diante de sinais claros de que a política fiscal estava acelerando o gasto, como podemos notar pela dinâmica das concessões de benefícios da previdência mostrada neste gráfico acima. Dito de outra forma, o mercado aparentemente ponderou menos os dados e deu mais peso ao “compromisso” assumido pelo arcabouço, com o seu “teto” de aumento real do gasto de 2,5%.

Ao longo do ano, quando mostrávamos ou citávamos estes dados, percebíamos que poucos olhavam diretamente para ele, preferindo observar mais de perto o dado divulgado pelo Tesouro Nacional, que não captura os benefícios concedidos, mas sim o gasto total efetivamente realizado (sobre o estoque) - ao mesmo tempo em que todos assumiam que o crescimento deste estoque (que estava em torno de 9% a 10%) iria inexoravelmente desacelerar.

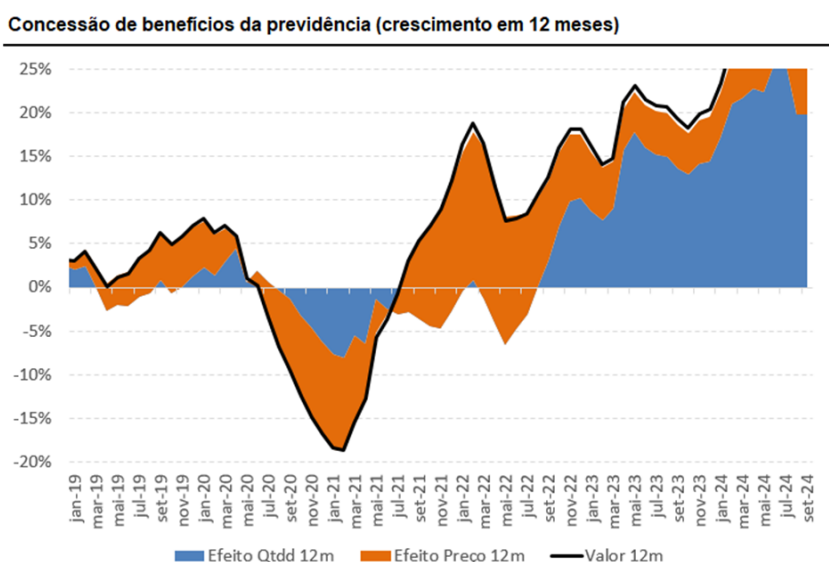
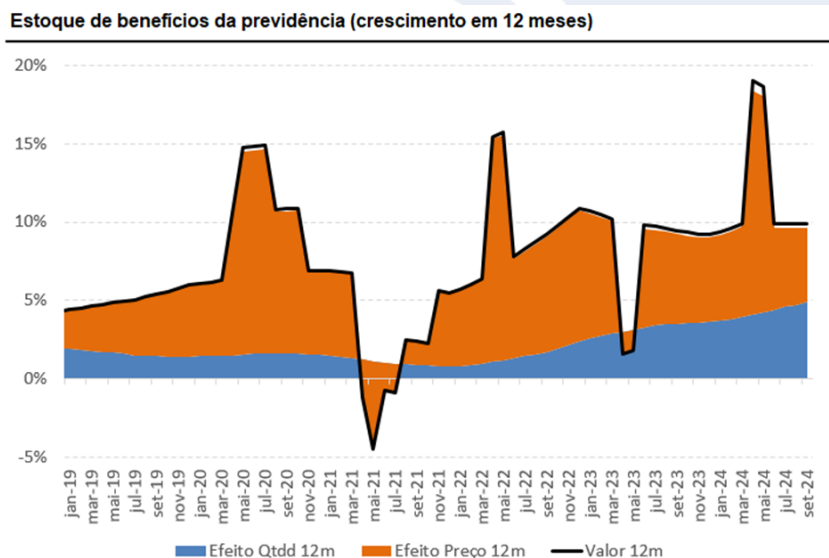
Vejamos como estava a expansão do estoque naquele ponto do tempo:



Agora, o ano está acabando e muitos leitores devem estar se perguntando se houve uma desaceleração daquela dinâmica de crescimento próximo de 9-10% do estoque e de 20% das concessões de benefícios, uma vez que as novas regras fiscais e a reforma da previdência aprovada em 2019 apontavam na direção contrária, de que o crescimento dos benefícios convergisse para um ritmo inferior ao aumento do PIB. Por estes motivos, o mercado acreditava que haveria uma forte desaceleração deste gasto, apesar de que para nós já estava claro que haveria uma forte frustração desta expectativa (até pelo fato de que as concessões, que representam o fluxo novo, estavam crescendo muito acima do estoque).

<sup>6</sup> Quando as expectativas do consenso dos economistas e dos participantes do mercado ainda eram de queda da taxa básica de juros e de relativa convergência da inflação medida pelo IPCA para patamares próximos da meta de 3%.

Pois bem, aqui estamos em dezembro de 2024 e a situação exposta acima piorou. Os últimos dados disponíveis vão até setembro e quando atualizamos o nosso banco de dados obtivemos os gráficos abaixo, para o crescimento do estoque e das concessões:



Além disso, ao observar as aposentadorias concedidas por faixas etárias segundo a clientela do INSS, é notada uma média ponderada de concessões aos 60 anos, bem abaixo da média dos países da OCDE que é em torno 64 anos.

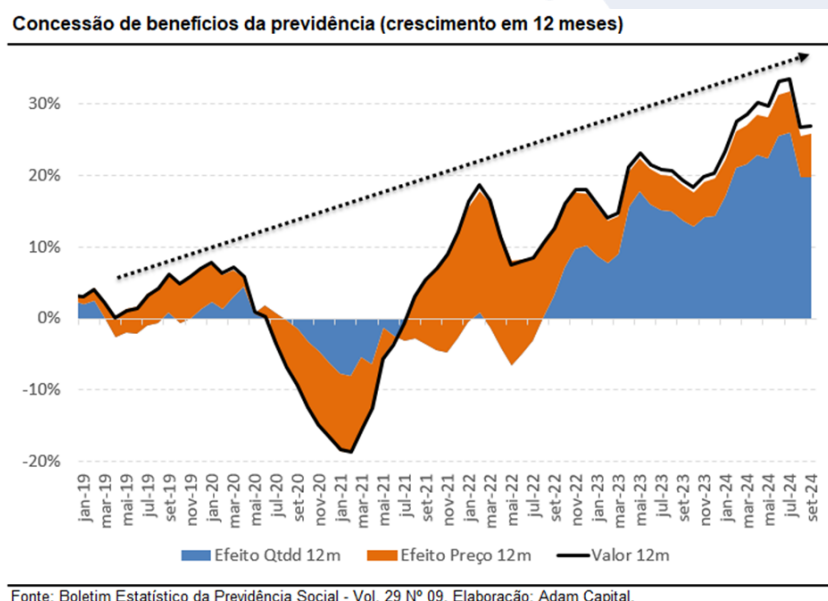
TOTAL								
Faixa Etária	HOMENS				MULHERES			
	Aposentadorias por			Total	Aposentadorias por			Total
	Idade	Tempo de Contribuição	Invalidez		Idade	Tempo de Contribuição	Invalidez	
Até 45	2	245	1057	1304	3	112	764	879
46 a 50	1	983	757	1741	4	409	641	1054
51 a 55	13	1746	1215	2974	7909	1096	986	9991
56 a 60	7752	2418	1573	11743	3205	2639	1115	6959
61 a 65	16517	1826	1098	19441	21449	418	645	22512
66 a 70	2491	84	162	2737	2413	31	256	2700
acima 70	477	12	44	533	1013	8	140	1161
Total	27.253	7.314	5.906	40.473	35.996	4.713	4.547	45.256

FONTE: INSS, Suíbe e Síntese-web

Obs.: As concessões de Aposentadorias por Idade em faixas etárias inferiores à idade mínima prevista em Lei e de Aposentadorias por Tempo de Contribuição em idades precoces são decorrentes de ações judiciais ou da aplicação da Lei Complementar nº 142/13

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](http://www.adamcapital.com.br).

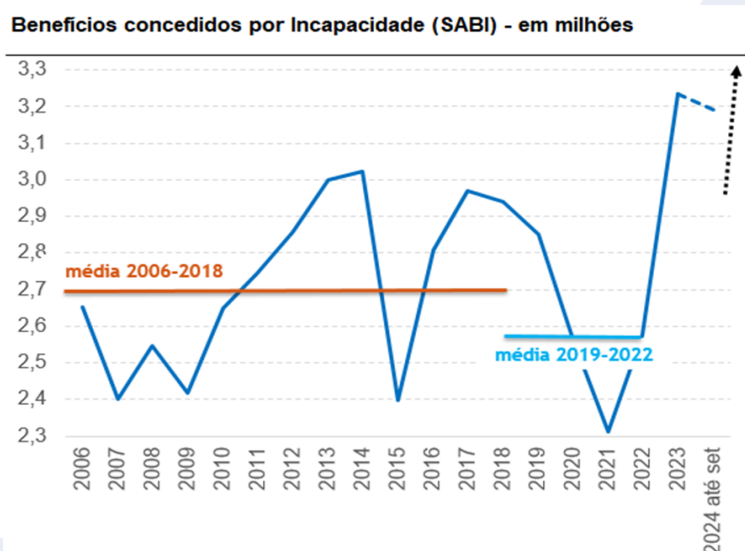
Conforme podemos observar, o estoque voltou a crescer 10% em termos anuais e o ritmo de expansão das concessões de novos benefícios “explodiu” a escala, crescendo agora mais de 25% no acumulado em 12 meses. Ajustando o eixo vertical para fazer caber esta explosão de gastos, vemos que as concessões estavam se expandindo em cerca de 30% de acordo com os últimos dados:



Mas por que os dados seguem indo na direção contrária do discurso oficial? A narrativa predominante envolve uma discussão de corte de gastos, mas os números mostram uma realidade oposta!

Os dados são autoexplicativos. Dos mais de 5,12 milhões de requerimentos de benefícios concedidos em 2024 até o mês de setembro, uma parcela equivalente a 62,2% foi a título de “Benefícios por Incapacidade (SABI)”, sendo que este subconjunto majoritário está crescendo a uma taxa de 40,4% neste ano (na comparação do volume acumulado neste ano contra o mesmo período do ano passado).

Até setembro, então, o volume concedido nesta rubrica praticamente já alcança todas as concessões do ano inteiro de 2023 (que já tinha crescido mais de 25% sobre o ano de 2022). Observem que, até 2022, esta conta era decrescente ao longo do tempo (o que parecia fazer mais sentido em face da melhoria da ciência médica e dos procedimentos de segurança do trabalho). De repente, a partir de 2023, é como se a invalidez para trabalhar explodisse em termos de crescimento absoluto!

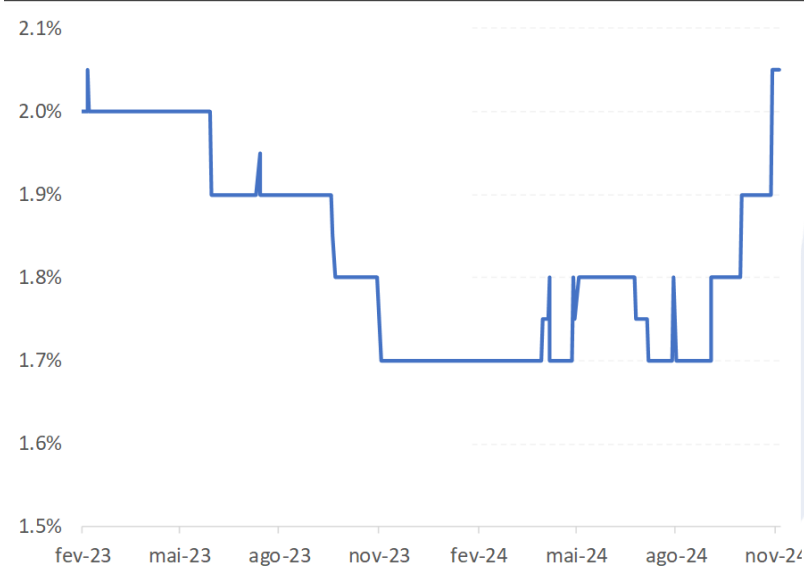


Falando de economia internacional, recentemente foi colocado um debate de corte de gastos nos Estados Unidos que estava completamente fora de cogitação há alguns meses, principalmente no caso do cenário Trump - que era e ainda é visto pelo consenso dos analistas de mercado como sendo um cenário de aumento descontrolado do déficit fiscal. Tomando por base os últimos números do CBO, vemos que há espaço para cortes porque cerca de 30% do orçamento fiscal norte-americano é não-obrigatório (discricionário), sendo menos complicado de ser atingido por medidas de austeridade. Dentro dessa parcela de gasto discricionário, as despesas com defesa correspondem à quase metade do volume (46,9% no ano de 2023, mais precisamente) e nesta parte há uma perspectiva de aumento da eficiência e de possíveis cortes nos repasses à OTAN.

Além deste aspecto, vimos que dentro do gasto obrigatório (os 70% restantes), os programas de *Medicare* e *Medicaid* respondem por cerca de 40% do total. Neste caso, há uma percepção de grande ineficiência e/ou de corrupção nos contratos fechados com os laboratórios (que atuam frequentemente como monopsonhos).

Como exposto anteriormente, a nossa visão para a economia americana sempre foi muito construtiva, mas este se torna mais um fator positivo, para o qual atribuímos razoável probabilidade – ainda que não seja este o cenário base. Ele se somaria aos ganhos contínuos de produtividade, à flexibilização monetária em vigor pelo FED, e ao efeito riqueza proporcionado pelos rendimentos dos mercados de ações americanos. No entanto, vale ressaltar que quase nada disso está nos preços. Hoje, a previsão do mercado para o crescimento americano está rodando em torno de 2,10%, o que seria uma desaceleração frente aos 2.7% esperados para este ano. Por outro lado, as nossas projeções são de crescimento de 2.8% para 2024 e aceleração para 3% no próximo ano.

#### Projeção dos Analistas para o Crescimento Americano de 2025



Fonte: Bloomberg

Em suma, como falamos acima, não há novidades relevantes que alterem o nosso direcionamento. Desta forma, seguimos com posições compradas em bolsa e moeda americana e vendidos em outras geografias da Europa e da Ásia.

<sup>7</sup> Congressional Budget Office.

<sup>8</sup> Ver em [www.cbo.gov/publication/60039](https://www.cbo.gov/publication/60039) (Table 1-1).

<sup>9</sup> Também em [www.cbo.gov/publication/60039](https://www.cbo.gov/publication/60039) (Supplemental Table 1).

<sup>10</sup> Organização do Tratado do Atlântico Norte.

<sup>11</sup> O Medicare é um programa federal dos EUA que oferece seguro de saúde principalmente para pessoas com 65 anos ou mais, além de alguns jovens com deficiência. O Medicaid é um programa conjunto federal e estadual que fornece assistência médica para pessoas de baixa renda, com critérios de elegibilidade variando entre os estados.



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](mailto: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](http://www.adamcapital.com.br)