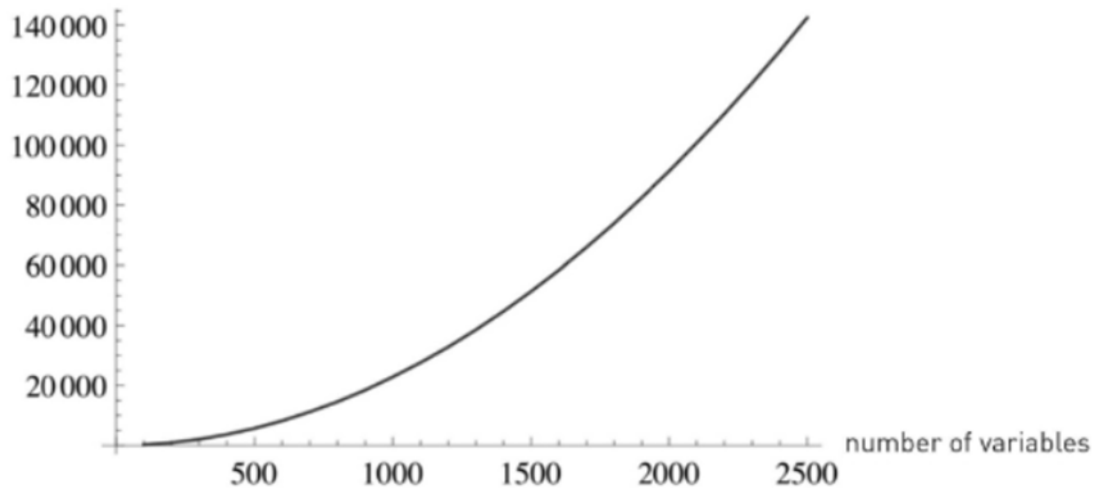


# Carta mensal

Fevereiro 2025

## Spurious Correlations



Fonte Taleb, Nassim Nicholas. Antifragile: Things That Gain from Disorder. Random House, 2012, p. 417.

*“Mais dados talvez signifiquem mais informações, mas também significam mais informações enganosas.”*

*“Quanto mais variáveis, maior o número de correlações espúrias encontradas.”*

*(Nassim Nicholas Taleb - The Tragedy of Big Data <sup>1</sup>)*

As frases acima descrevem um pouco dos desafios com que temos nos deparado neste início de ano, quando as caixas de ressonância da mídia reverberam informações em um ritmo frenético, impactando os preços dos ativos de forma irregular mundo afora, visto que a maioria dos investidores se atém mais às narrativas do que aos fatos em si e respondem com diferentes pesos e defasagens aos fatos<sup>2</sup>.

De um mês para cá, absolutamente nada de relevante mudou no cenário da economia americana e mundial. Não surgiram novidades substantivas dentro do conjunto de dados que mais importam para as previsões de atividade econômica, inflação, contas externas etc. no âmbito das principais economias globais.

Apareceram algumas sinalizações positivas na parte fiscal que não estão fora do que já estava sendo dito pelo novo secretário do Tesouro, Scott Bessent, desde pelo menos outubro do ano passado – de contenção de gastos públicos nos Estados Unidos. Porém, houve um caminhão de estímulos fiscais que ainda não esgotaram seus efeitos expansionistas e na margem a política fiscal por lá segue sendo expansionista. Por ora, as poucas medidas efetivas se concentraram em demitir alguns funcionários públicos, não alterando a dinâmica expansionista dos números efetivos do déficit fiscal americano. Os cortes de gastos, caso sejam realmente feitos, aumentariam a produtividade da economia, sendo muito positivos para o setor privado.

<sup>1</sup>Trecho de *Antifragile, things that gain from disorder* (2014) – pg.417

<sup>2</sup> Ver *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive*, de Robert J. Shiller (2019)

Já era sabido por todos que a vitória de Donald Trump elevaria o nível dos ruídos, pois não é novidade para ninguém que ele usaria e abusaria da sua velha estratégia de “morde e assopra” a fim de confundir os atores relevantes no jogo da geopolítica global, por meio da ameaça de imposição de tarifas comerciais e das reais intenções de reduzir os gastos militares com a defesa de outros países como a Ucrânia.

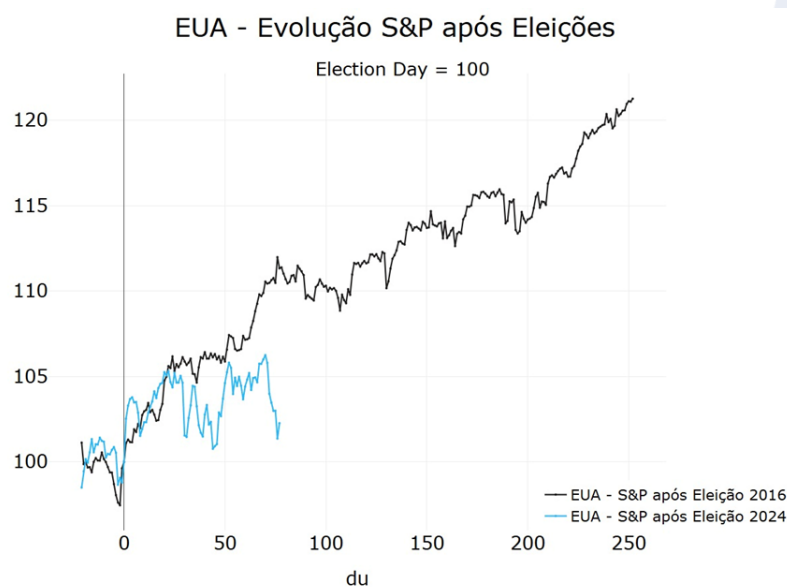
Algumas vezes, no entanto, os jornais e provedores de informações tem difundido histórias que são desmentidas em questão de horas ou mesmo de minutos. Muitas declarações e debates têm sido divulgados por meio de outras plataformas como o X, deixando os oligopólios da velha imprensa sem aquela antiga exclusividade na difusão das narrativas.

É claro que a esmagadora vitória do Trump, neste sentido, representa um choque enorme para o establishment – não apenas o midiático – mas também para o estamento burocrático dos funcionários públicos das agências federais que foram empoderadas no decorrer dos últimos mandatos.

Uma série de motivos tem sido levantados pelo mercado para explicar o porquê de a bolsa americana estar apresentando este desempenho medíocre até aqui, ao contrário de outras bolsas mundiais e de forma oposta ao cenário base que contemplamos.

A bem da verdade, temos a suspeita de que esse fraco desempenho esteja associado aos ruídos amplificados pela velha imprensa ou por um viés negativo de eleitores que não se simpatizam com a figura de Donald Trump, mas devemos assumir aqui que não temos como saber realmente a causa deste comportamento anômalo dos ativos nestes dois primeiros meses.

Vimos que em 2016 – pouco antes da 1ª vitória de Trump – houve uma dinâmica semelhante, com as bolsas americanas caindo em um primeiro momento e subindo bastante depois, mas isso é apenas um paralelo que não necessariamente vai se repetir, embora sigamos enxergando boas razões para nos mantermos otimistas com a economia americana e com as empresas de tecnologia, pelos mesmos motivos que temos levantado.<sup>3</sup>



Fonte: Bloomberg, Adam Capital

<sup>3</sup> Tais como: baixa alavancagem da economia e das empresas, aumento da produtividade, melhoria das condições financeiras e de crédito, geração de caixa, uso exponencial de inteligência artificial etc.)

Taleb utiliza o conceito de *princípio de via negativa*<sup>4</sup> para expressar uma ideia fundamental: ausência de evidência não é evidência de ausência.

Esse princípio sugere que a falta de provas ou mesmo de observações de um fenômeno não pode ser usada como evidência de que esse fenômeno não exista ou não ocorrerá. Em outras palavras, a ausência de dados que confirmem uma hipótese não deve ser interpretada automaticamente como um argumento que refute essa hipótese.

Isso é crucial nas finanças e na economia, onde muitas vezes a falta de observação de um evento raro, como uma crise financeira, leva a suposições erradas de que esses eventos não ocorrerão.

Este argumento é precisamente exemplificado no conceito do cisne negro.

Até o século XVII, todos acreditavam que todos os cisnes eram brancos, já que ninguém havia observado um cisne negro na Europa. A ausência de cisnes negros foi interpretada como evidência de que eles não existiam. No entanto, em 1697, o explorador Willem de Vlamingh descobriu cisnes negros na Austrália, mostrando que a falta de evidência de cisnes negros não significava que eles não existiam.

Nas finanças, isso se aplica a eventos inesperados, como grandes crises econômicas, que muitas vezes não são previstas pelos modelos financeiros, já que esses modelos se baseiam na observação do passado. A humildade epistemológica, conceito relacionado à nossa compreensão limitada da realidade, sugere que devemos estar cientes dos limites do conhecimento e abrir espaço para o inesperado. Ou seja, a ausência de evidência de uma crise financeira passada não prova que uma crise futura não possa acontecer, e os **modelos falham quando ignoram a possibilidade de eventos extremos**, mas com grande impacto.

Taleb, portanto, recomenda uma forte cautela no sentido de não confiar apenas nas observações passadas e a nos preparar para o inesperado, reconhecendo que as incertezas e os riscos reais estão frequentemente além do que nossos modelos podem prever. Alan Blinder também falava isso quando prescreveu o seu método de decisão de política monetária a outros banqueiros centrais e participantes do mercado.

Por outro lado, o princípio da via negativa está em linha com a lógica indutiva e a falsificação de hipóteses, conceitos explorados por filósofos como Karl Popper<sup>5</sup>, que argumentavam que a ciência avança mais ao tentar refutar ideias do que ao buscar confirmá-las, o que nos autoriza a compararmos de forma criteriosa as condições atuais da economia americana com aquelas que causaram recessões passadas, com o intuito de sabermos se é possível refutar a hipótese de que a economia americana estaria caminhando para uma recessão.

Muito se fala sobre a inclinação negativa da curva de juros como sendo um indicador antecedente de recessão, mas diversos testes que realizamos mostram que há previsores mais completos, que além de terem antecipado um conjunto maior de episódios recessivos, também apresentaram menos episódios de *falsos positivos* e *falsos negativos*.

Na verdade, a inclinação da curva de juros realmente previu a maioria das últimas recessões, mas também previu muitas recessões que simplesmente não ocorreram – isto é o que chamamos de falso positivo. Este foi o caso dos anos de 2022 e de 2023, quando estes modelos estatísticos também apontaram uma elevada probabilidade de recessão da economia americana que acabou não se concretizando. No caso do modelo baseado unicamente na inclinação da curva de juros, este chegou a apontar uma chance de recessão de mais de 80% naquele ano de 2023.

<sup>4</sup> Mesmo livro – pg. 301

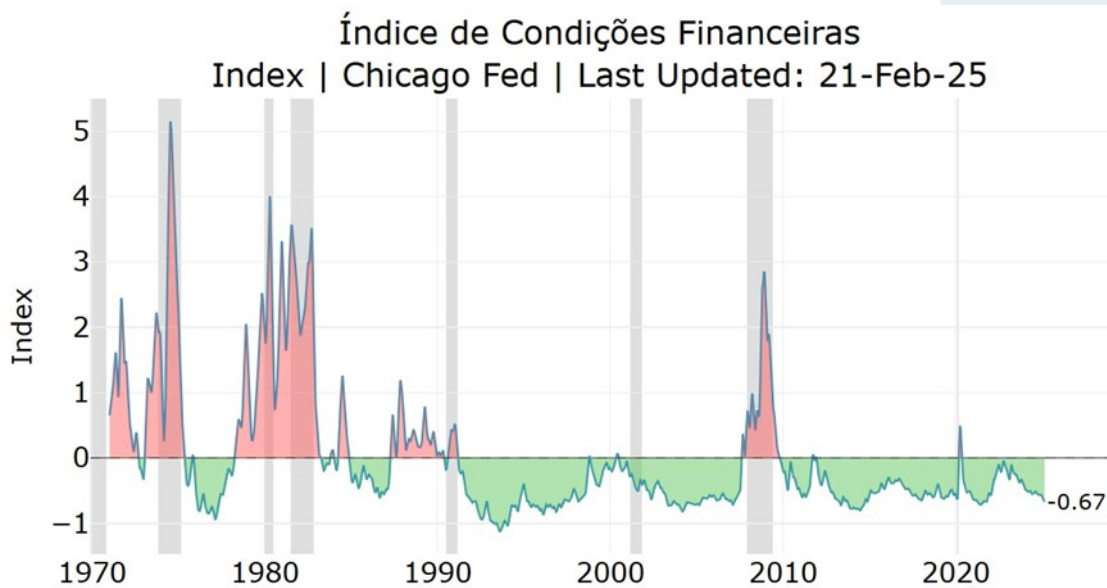
<sup>5</sup> Embora esta ideia não tenha sido originalmente criada por Karl Popper, Taleb lembra que ele foi o primeiro que defendeu o ponto de que ninguém é capaz de prever o curso da história.



Os falsos negativos, por sua vez, ocorrem quando os modelos negam uma hipótese verdadeira, deixando (neste exemplo) de apontar uma recessão que realmente ocorreu ou fazendo isso tardiamente.

Talvez uma enorme falha destes modelos seja o fato deles darem pouco peso ou mesmo desconsiderarem variáveis de política fiscal, recaindo no clássico problema de omissão de variáveis relevantes. Já abordamos em outras cartas que até o ano de 2020 ninguém prestava muita atenção aos impactos econômicos vindos da política fiscal (e pelo jeito eles ainda são pouco explorados).

Todavia, este nem é o caso agora porque o “sinal” supostamente relevante deste indicador é engatilhado quando a curva passa a ter inclinação negativa, diferentemente do mostrado atualmente (já que os juros das treasuries estão maiores para horizontes longos, pois tem uns 50 bps de inclinação entre os prazos de 2 e de 30 anos e uns 20 bps entre o 2 e o 10 anos).



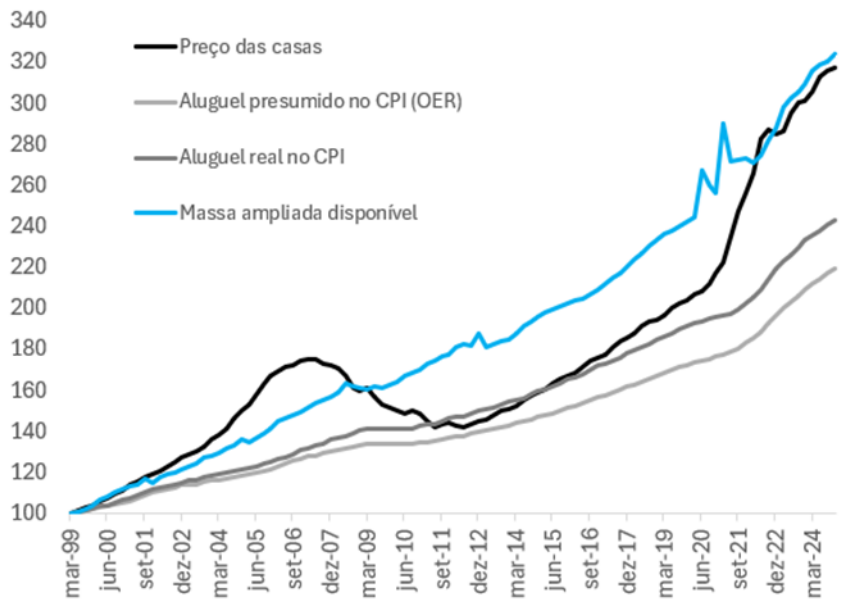
Fonte: FED de Chicago, Adam Capital

O indicador de condições financeiras do Fed de Chicago contempla (inclusive) variáveis de crédito e econômicas. Feitos os nossos alertas iniciais de não confiarmos apenas em observações passadas e de que estes índices não incluem a parte relevante representada pela política fiscal, observamos que este indicador se encontra em uma posição muito abaixo do território compatível com a ocorrência das outras recessões, não corroborando, assim, com as teses mais catastrofistas. Observando o nível atual neste último gráfico, ele sugere exatamente o contrário, ou seja, aponta para uma aceleração da atividade.

Outro sinal antecedente foi o preço de casas, que historicamente anteciparam em cerca de 2 anos a ocorrência das recessões. Alguns anos antes de 2008, por exemplo, vimos que os preços residenciais subiram muito acima das condições de renda da população, ocasionando o estouro da “bolha” imobiliária. Conforme podemos notar, este não é o caso agora.

<sup>6</sup><https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-insights/2024/nfci-future-economic-growth>  
<https://www.chicagofed.org/research/data/nfci/about>  
<https://fred.stlouisfed.org/series/ANFCI>

## EUA - Preços das Casas vs Massa Ampliada (1º tri/1999 = 100)



Fonte: Bloomberg, Adam Capital

Um ponto em comum a todas as recessões é que estas pareceram ter sido precedidas por bolhas, sejam de crédito, imobiliária ou de preço excessivo das ações, mas por diversos monitores que acompanhamos, este estaria longe de ser o caso agora, diferentemente das condições prevalentes antes de 2 das 3 últimas grandes recessões (2001 e 2008).

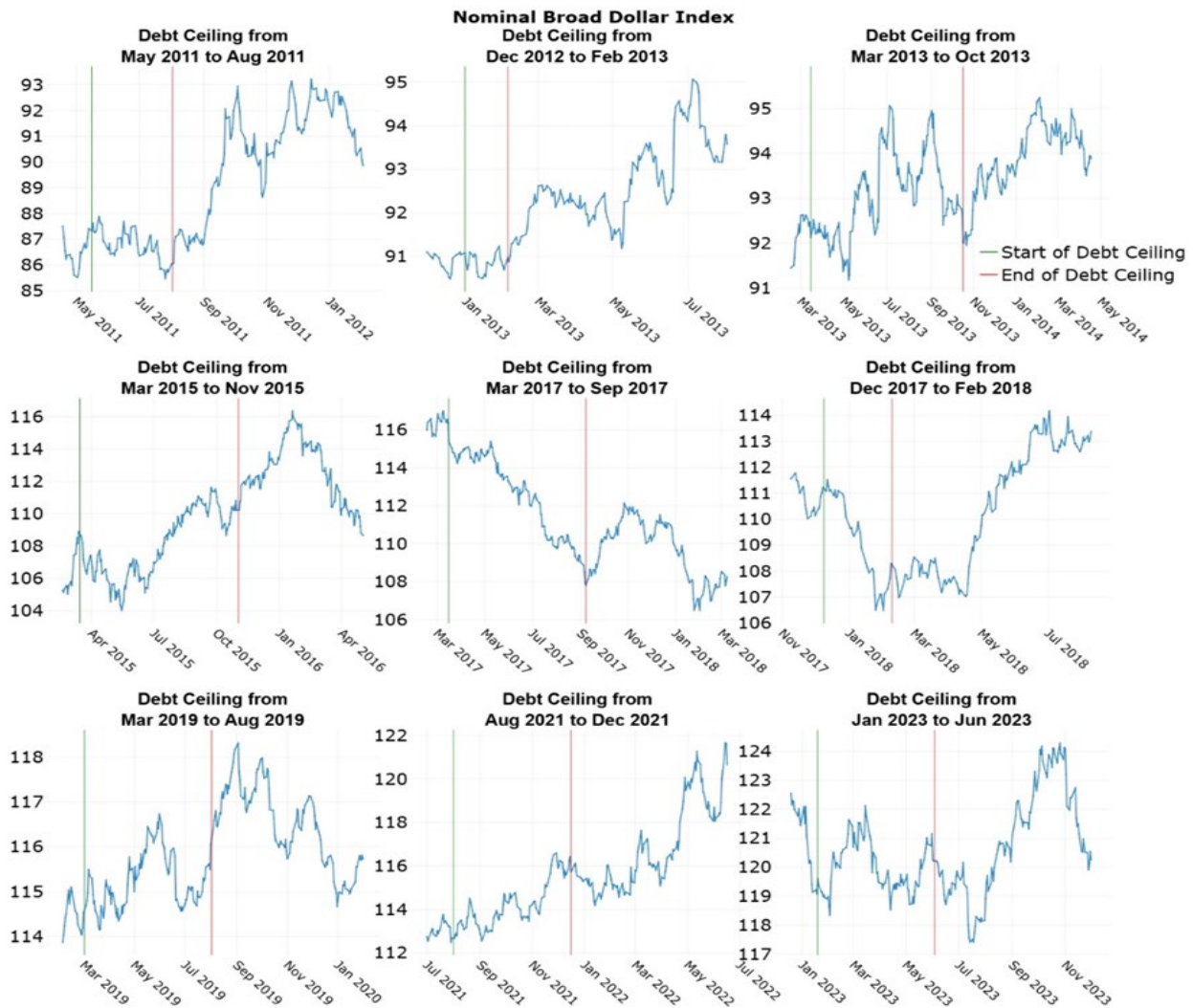
A outra recessão recente, a de 2020, foi causada pela pandemia, enquadrando-se de forma precisa na conceituação de Taleb do cisne-negro (algo completamente imprevisível e que muda radicalmente o cenário).

Neste tema de comparação com 2008, podemos lembrar também que o grau de alavancagem do setor privado está bem abaixo do que estava naquela época. A parte que piorou foi a da dívida pública (em quase todos os países), mas em tese isso representa muito mais um risco para a inflação do que para a atividade econômica. Famílias e bancos, por seu turno, possuem um grau de endividamento bancário em percentual da renda e do PIB razoavelmente menor em comparação com 2008<sup>7</sup>.

Outro tema que tem nos instigado a estudar é a questão dos ciclos de valorização do dólar após a revisão dos limites de endividamento por parte do Tesouro americano. Vimos que em todos os 9 últimos episódios de votação do *debt ceiling*, observou-se valorização do dólar em todos eles. Isso não significa, necessariamente, que esta dinâmica siga ocorrendo após o Congresso americano encerrar esta discussão, mas há um respaldo lógico por trás disso que é a volta das emissões líquida do Tesouro.

Neste caso, a velha e simples lei da oferta e da demanda de moeda pode ter explicado o comportamento do dólar neste início de 2025, quando a moeda americana se desvalorizou (contrariando a nossa percepção e o consenso que eram de valorização).

<sup>7</sup> A dívida das famílias atingiu um pico de 98,8% do PIB no quarto trimestre de 2007, mas no segundo trimestre de 2024 essa relação diminuiu para 70,7% do PIB. A dívida pública, por outro lado, saltou de 67,7% do PIB para 122,3% do PIB.



Fonte: Fed, Adam Capital

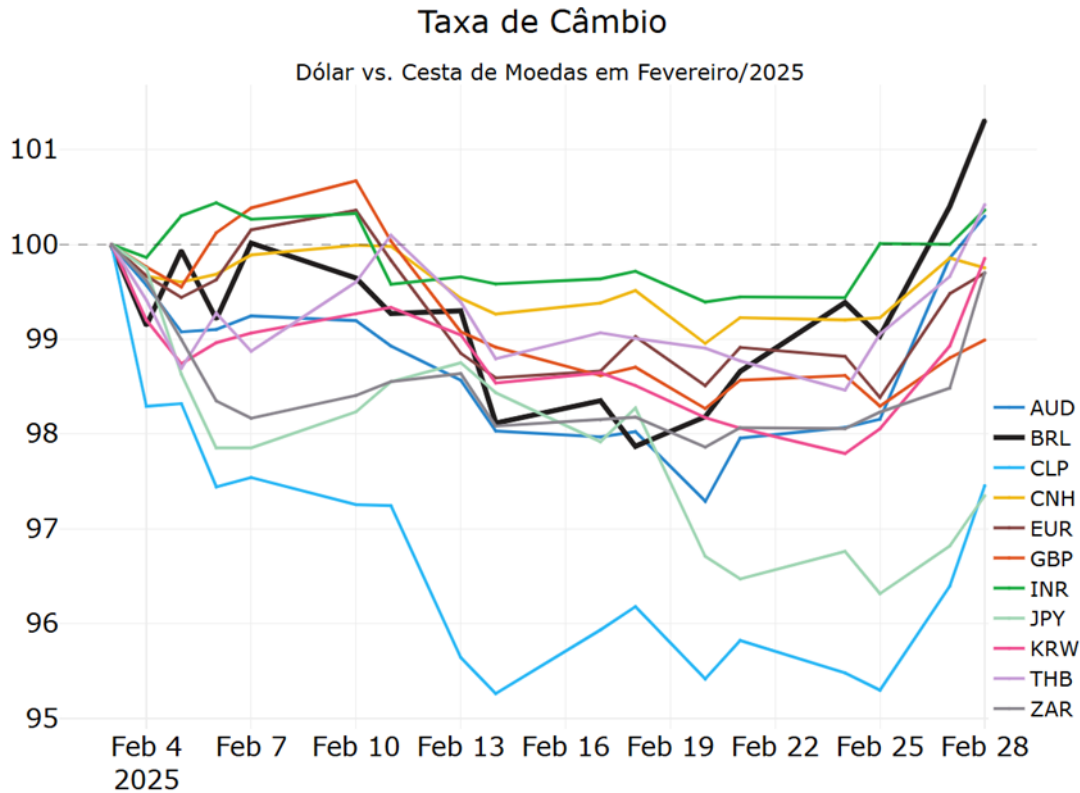
Da mesma forma que o cenário de forte crescimento dos Estados Unidos ficou essencialmente inalterado, também podemos dizer o mesmo de outras regiões como Europa, China e Brasil, que apresentam dificuldades crescentes oriundas do esgotamento de modelos econômicos marcados por forte intervencionismo estatal.

Foi, no entanto, um primeiro bimestre de dólar mundialmente mais fraco e de descompressão global das taxas de juros futuras, o que conjuntamente acabou beneficiando os preços de muitos ativos fora dos Estados Unidos. O exemplo da bolsa americana é ainda mais evidente do que em janeiro: o S&P sobe apenas 0,5% e o Nasdaq cai 1,5% no ano, ao passo que quase todas as outras bolsas sobem, com exceção também do Nikkei que cai 4,8%.

Por outro lado, a bolsa da China (HSI) sobe 14,4%, a bolsa europeia (STOXX600) +10% e o DAX +13,3%. A nossa bolsa aqui, medida pelo Ibovespa, estava indo bem, mas praticamente já zerou o ano, tendo subido apenas 0,4%.

Ainda assim, mesmo considerando que os ventos externos foram bons para as moedas de países emergentes neste primeiro bimestre, o real foi a pior dentre as principais moedas em fevereiro, enquanto a maioria das outras moedas de emergentes e de desenvolvidos se valorizaram no mês.

O gráfico abaixo mostra o nível do dólar contra algumas moedas ao longo do mês, fixando como base 100 o dia 1º de fevereiro. Por este gráfico, fica evidente que o real foi um destaque negativo porque a valorização do dólar foi relativamente maior contra o real, neste mês.



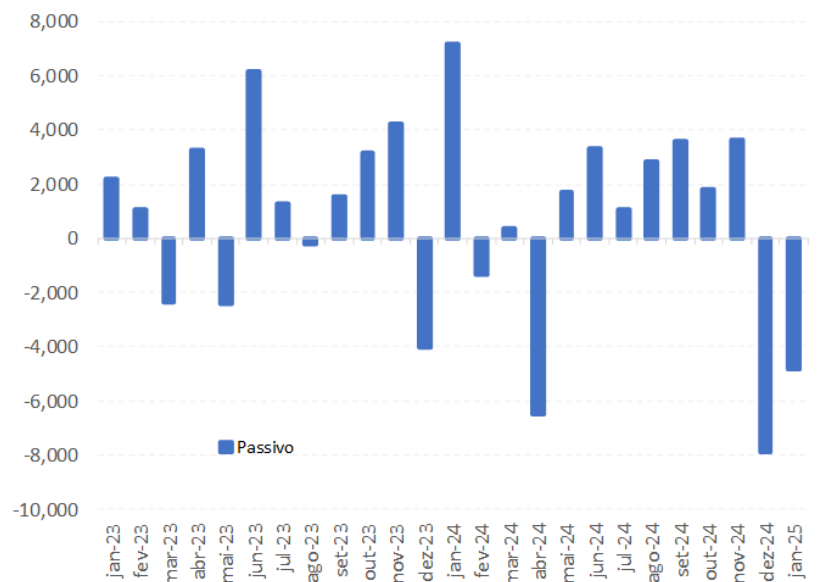
Fonte: Bloomberg, Adam Capital

Os dados de fluxo cambial e das contas externas via balanço de pagamentos continuam mostrando deterioração. Neste ano já saíram USD 7,6 bilhões e a balança comercial contratada está com um saldo negativo de USD 407 milhões, ante um forte superávit no mesmo período do ano passado. Na parte financeira, os investimentos estrangeiros em carteira (bolsa e renda fixa) registraram saída em janeiro, ao mesmo tempo em que os investidores brasileiros seguem remetendo cada vez mais recursos para fora do país.





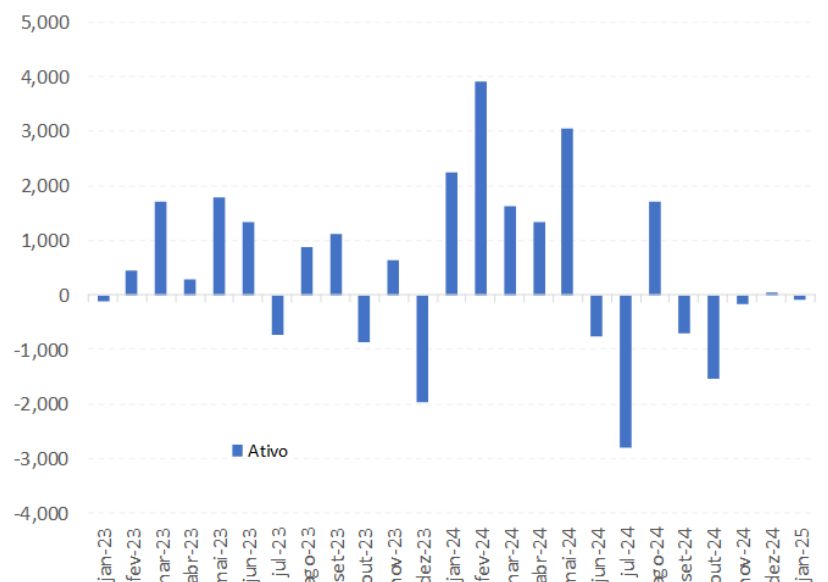
### Brasil - Investimentos em carteira - Passivos\*



Fonte: BCB, Adam

\*Entrada de investimentos em carteira dos estrangeiros no Brasil. (+) = Entrada

### Brasil - Investimentos em carteira - Ativos\*



Fonte: BCB, Adam

\*Saída de investimentos em carteira dos brasileiros. (+) = Saída

Mantendo o câmbio real e os termos de troca constantes no nível atual (final de fev/25), **a nossa projeção de um déficit em conta corrente que sai de -3% do PIB para perto de -4% até o final deste ano.** Há todo um aspecto estrutural do déficit da conta de serviços que vamos detalhar em cartas futuras para não nos alongarmos aqui, mas há também uma pressão conjuntural vinda do aumento da oferta monetária. Em nosso modelo, o crescimento anual do M2 entra com uma defasagem muito longa, entre 1 e 2 anos, o que significa que temos uma piora da conta corrente contratada pela frente.

Em nossa [carta de janeiro](#) colocamos que havia 2 cenários possíveis.

Em um deles, o governo deixaria o PIB desacelerar o que precisa para conter a inflação, mas isso demandaria uma forte recessão que, na visão das autoridades, cobraria um preço politicamente muito alto e lhes custaria a reeleição. Este caso sempre nos pareceu pouco provável.

No segundo cenário – que para nós sempre foi o mais provável – a política fiscal e parafiscal seria acionada para estimular a economia, até porque eles percebem um elo fraco entre o crescimento da demanda e da inflação, obedecendo à linha das antigas teorias de desenvolvimento econômico da Cepal.

Estas teorias – comprovadamente fracassadas – contribuíram para as políticas econômicas adotadas pelos países da América Latina desde os anos 50 e 70, inclusive durante os regimes militares que, devemos reconhecer, foram os seus maiores impulsionadores aqui e em nossos vizinhos.

Durante aquelas décadas foram criadas as gigantescas estatais que ainda carregamos e naquele período também foram formulados dezenas de planos econômicos que culminaram em desastres econômicos. Foi a partir daquelas décadas – há mais de 50 ou 60 anos – que mergulhamos no regime econômico fascista que prevalece atualmente no Brasil, onde um estado gigantesco se alia a grandes empresas que atuam como braços de um setor público inchado e ineficiente.

Os fatos que temos acompanhado nos últimos 30 dias só reforçaram a nossa percepção de que estamos caminhando para este último cenário. Desnecessário descrever aqui quais foram os botões fiscais e parafiscais que estão e estarão cada vez mais sendo acionados.

Os analistas, de uma forma geral, têm subestimado muito o PIB brasileiro ao longo dos últimos anos e a causa aparente disso é que a maioria dos modelos não pondera devidamente as variáveis fiscais e parafiscais (da mesma forma que comentamos sobre o que ocorre lá fora). Além disso – e não menos importante – o consenso está sempre trabalhando com um cenário base de fiscal contracionista. Em alguns casos, inclusive, chegou-se a falar no ano passado em *fiscal cliff*<sup>8</sup> aqui no Brasil.

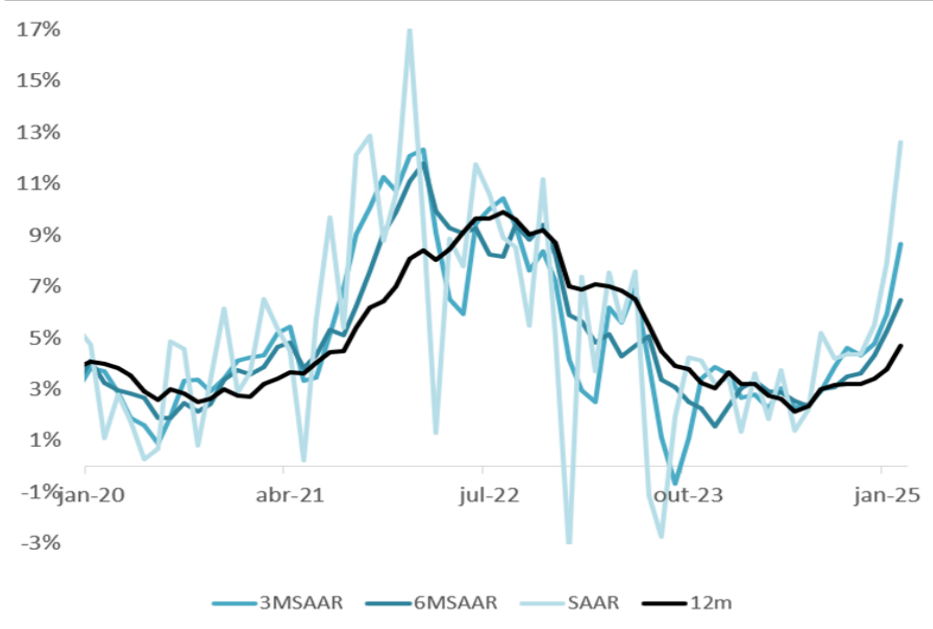
Quando imputamos a hipótese de fiscal neutro para dentro dos modelos de PIB, chegamos em uma projeção de 2% para 2025 (usando o mesmo modelo que há um ano projetava cerca de 2,5% para 2024). Contudo, este já é o nosso cenário base porque passamos a incorporar alguns choques fiscais e parafiscais ao longo deste ano, o que impulsionará a demanda em cerca de 0,3% do PIB ao longo dos próximos trimestres.

Além disso, ocorreu um alívio relevante na curva de juros desde dezembro e houve uma continuidade da expansão do crédito não-bancário, de forma que as condições monetárias melhoraram. Somando estes maiores impulsos fiscais e monetários, revisamos a nossa projeção de PIB deste ano de 2% para 2,7%.

**Com isso, revisamos a projeção de IPCA de 6,8% para 7%, devido ao aumento da nossa projeção de serviços,** que por sua vez subiu em função da queda da nossa projeção de desemprego para o 2º semestre deste ano. Os preços dos serviços respondem principalmente às variáveis do mercado de trabalho, tais como o aluguel residencial, item do IPCA para o qual projetamos uma variação próxima a 10% neste ano, mas que em janeiro e fevereiro ficou acima das projeções que tínhamos para estes meses.

<sup>8</sup> Uma situação em que a política fiscal passa a ser, abruptamente, bastante contracionista.

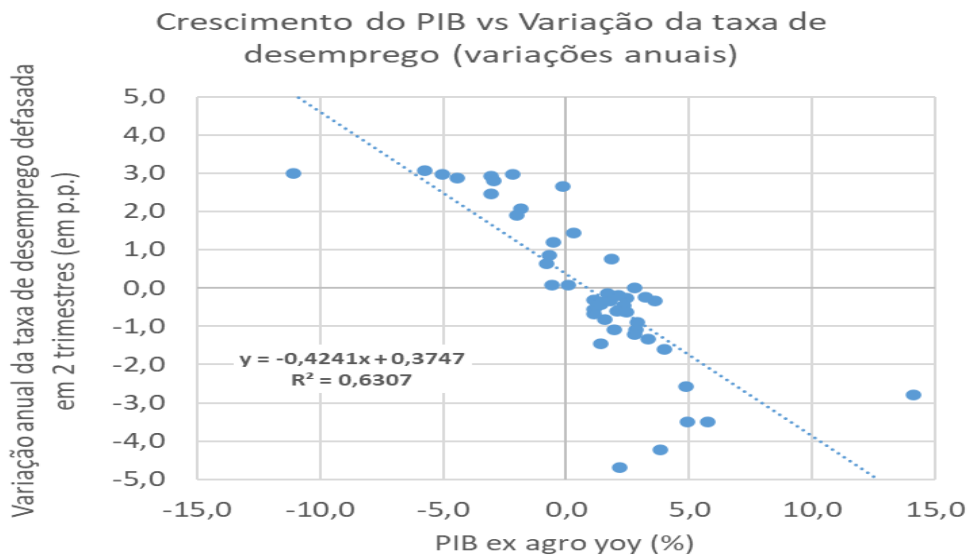
## Aluguel residencial - IPCA 15



Fonte: IBGE, Adam Capital

Na projeção anterior, o PIB apresentava expansão próxima de 0% a partir de meados do ano, mas agora este “piso” está em torno de 0,3%, patamar que estimamos ser acima do *break-even* para a taxa de desemprego ficar estável. Pela regressão mostrada abaixo, onde colocamos a variação anual da taxa de desemprego contra as taxas de crescimento anual do PIB ex agropecuária defasadas em 2 trimestres, observa-se que o qualquer crescimento do PIB ex agro acima de 0,7% faz a taxa de desemprego cair.

É claro que esta relação é não-linear para patamares muito baixos de desemprego porque há um estoque finito de mão-de-obra, de forma que essa demanda vazará para uma maior pressão salarial neste caso. No cenário sem estímulos adicionais, o desemprego seguiria praticamente estável no 2º semestre, ainda que perto de patamares historicamente baixos e compatíveis com a continuidade da expansão em torno de 10% dos salários nominais. Em nosso cenário base, porém, os estímulos adicionais tenderão a produzir uma aceleração dos salários nominais para além de 10% ao ano.



Fonte: Adam Capital (amostra desde 2013)



CONHEÇA OS  
FUNDOS DA ADAM|CAPITAL

**ADAM  
ADVANCED**

[saiba mais](#)

**ADAM  
MACRO**

[saiba mais](#)

**ADAM  
PREV**

[saiba mais](#)

**ADAM  
RENDA FIXA  
ATIVA**

[saiba mais](#)

**ADAM  
RENDA 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)