

Carta mensal

Março 2025

Carta Mensal – Março de 2025

Adam Capital – Estratégia e Visão de Cenário

Março foi marcado por uma divergência notável no desempenho dos ativos globais. Em particular, os mercados acionários dos Estados Unidos apresentaram performance bastante inferior às principais bolsas de outras economias desenvolvidas e emergentes, fechando o 1º trimestre com o pior desempenho relativo da bolsa americana em mais de 20 anos. Esse movimento refletiu tanto uma realização de lucros após o forte rali de fim de ano quanto uma percepção de *valuations* esticados nas empresas do setor de tecnologia — uma visão da qual discordamos, pois seguimos entendendo que os múltiplos se mantêm compatíveis com o crescimento e a lucratividade destas empresas. Nesse ambiente, a nossa cota teve desempenho negativo tanto no mês quanto no acumulado do ano, refletindo não apenas nossa exposição estrutural aos EUA, mas também o descolamento entre fundamentos e preços que se intensificou recentemente, inclusive em outras geografias.

A economia norte-americana segue mostrando dados robustos em termos de mercado de trabalho, imobiliário, veículos e em outras atividades cíclicas. Embora esse desempenho continue sustentando um grau de crescimento do consumo, ainda que mais lento em relação ao observado no 4º trimestre do ano passado, ele também contribuiu para reduzir e adiar parte do ciclo de afrouxamento monetário que o mercado antecipava para o início do ano: no final de setembro do ano passado, o mercado embutia na curva uma expectativa de redução de cerca de 200 bps dos *Fed Funds* até maio deste ano, mas o Fed só conseguiu “entregar” metade disso e o mercado adiou os cortes restantes, além de ter reduzido o orçamento total para apenas 3 quedas de 25 bps depois do início de junho.

Ainda assim, os dados divulgados no fim do mês trouxeram sinais de alerta. O índice de preços de gastos com consumo (PCE), principal métrica de inflação acompanhada pelo Fed, veio acima do esperado sob diversas lentes¹. Já se antecipava uma leitura mais pressionada, mas o núcleo do PCE subiu 2,8% em termos anuais, com avanço mensal de 0,4% — a maior alta desde janeiro de 2024. Além disso, o consumo cresceu menos do que o projetado, a taxa de poupança subiu para 4,6% e indicadores como o sentimento do consumidor apontaram para uma revisão negativa das expectativas de crescimento.

Outro ponto de atenção que temos monitorado de perto é o comportamento de um modelo que sempre acompanhamos devido ao seu elevado grau de acerto no passado recente: o *GDPNow* do Federal Reserve de Atlanta, um *nowcast* de crescimento econômico que procura sinalizar o estado da economia em tempo real (ou o mais próximo possível disso). O modelo tem apontado para um crescimento negativo do PIB dos EUA no primeiro trimestre de 2025. O que nos chama atenção é que essa leitura mais fraca decorre principalmente de uma contribuição negativa muito expressiva do setor externo², que não está sendo compensada por aumentos correspondentes no consumo ou nos estoques — como seria de se esperar em um quadro de importações tão elevadas. Essa desconexão interna no modelo nos parece, portanto, estranha ou ao menos provavelmente questionável.

Ao contrário do *GDPNow* de Atlanta, outros modelos de *nowcasting*, como o do Fed de Nova York, da *Bloomberg Economics* e mesmo a mediana das projeções dos analistas coletadas pela Bloomberg, têm apontado para um crescimento anualizado da economia americana entre 1% e 3% no primeiro trimestre. Diante dessa divergência, nossa leitura é que o *GDPNow* pode estar captando um ruído temporário — provavelmente relacionado à contabilização de exportações líquidas. Seguiremos acompanhando atentamente os ajustes nas próximas atualizações.

¹ Tanto a mediana quanto o núcleo de médias aparadas calculados pelo Fed de Cleveland para o PCE estão rodando nos últimos meses em patamares completamente incompatível com 2% e mesmo com 3% de inflação ao ano (ver em <https://www.clevelandfed.org/indicators-and-data/median-cpi>).

² A nossa desconfiança permanece mesmo após a correção que eles fizeram devido ao cômputo errado das importações de ouro, que por ser um ativo financeiro importado, nunca deveria ter entrado diretamente na conta do PIB (visto que ativos financeiros não geram valor adicionado). Este não é o mesmo caso de uma atividade de extração de ouro, por exemplo, que por envolver um valor de produção do setor de mineração, acaba impactando o PIB.

Tem havido uma crescente confusão, inclusive entre analistas e formuladores de política, entre os conceitos de estagflação clássica e o que de fato estamos vivenciando: uma mudança abrupta nos preços relativos, provocada principalmente pela nova política comercial americana. As tarifas impostas (ou sinalizadas) pelo governo Trump afetam diretamente a eficiência econômica global – e isso ocorre em maior escala fora dos Estados Unidos devido ao fato de que seus parceiros comerciais são menores e comercialmente mais abertos –, provocando realocações setoriais, distorções produtivas e aumento de custos sem ganho correspondente de bem-estar. Trata-se de um fenômeno que gera perda de eficiência e peso morto na economia mundial, mas que não necessariamente configura estagnação combinada com inflação persistente em todos os setores.

Para este início de abril são esperados novos anúncios a respeito deste assunto. Elaboramos um tópico específico nesta Carta – em outra seção após esta parte inicial de estratégia e cenário – com maiores detalhes a respeito de como vemos este jogo.

Como discutido em nossa Carta Mensal de Maio de 2024 ("O mundo segue plantando inflação"), continuamos observando um cenário de estímulo fiscal persistente tanto nos Estados Unidos quanto em outras economias avançadas, o que segue atuando como vetor pró-inflacionário. Naquela ocasião, destacamos que, ao contrário de ciclos anteriores, os atuais níveis de juros elevados não são acompanhados de políticas fiscais contracionistas, mas sim de uma expansão ativa de gastos públicos, impulsionada por elevados déficits nominais, estímulos para-fiscais e encurtamento dos vencimentos da dívida — todos fatores que ampliam a liquidez disponível e reduzem o impacto esperado da política monetária.

O próprio Federal Reserve tem contribuído para essa distorção ao reduzir o ritmo do *quantitative tightening* (QT), sinalizando uma postura marginalmente mais acomodatória. Além disso, o Tesouro dos EUA vem mantendo o patamar de endividamento e com isso tem gastado parte do seu caixa para cobrir o déficit nominal, com impacto direto sobre o balanço do setor público, sobre os agregados monetários e, portanto, sobre o canal de transmissão da política monetária.

Nossa leitura é que o juro neutro — aquele que equilibra crescimento e inflação no médio prazo — está mais elevado hoje do que no passado recente. Vários fatores estruturais ajudam a explicar essa mudança: envelhecimento populacional com maior propensão marginal a consumir; aumento persistente dos déficits públicos globais; crescimento da demanda por investimentos em transição energética e reindustrialização; e um mercado de trabalho menos elástico, com mudanças demográficas e tecnológicas. Nesse contexto, não há garantia de que os bancos centrais estejam corretos ao afirmar que as taxas de juros vigentes são suficientemente contracionistas. O risco, portanto, é que o atual patamar de juros não esteja freando a demanda como se supunha, o que pode exigir uma reavaliação ampla das métricas de política monetária nos próximos trimestres.

Com isso, em nossa visão, os EUA continuarão crescendo acima da média dos países desenvolvidos, sustentados por uma combinação de inovação, dinamismo setorial e expansão fiscal.

Na China, o quadro estrutural segue desafiador, marcado por excesso de investimentos improdutivo, ambiente institucional pouco favorável à inovação e envelhecimento populacional, ainda que dados recentes sugiram estar havendo algum repique estimulado pelas medidas recentes de estímulo.

Já a Europa combina crescimento fraco, inflação pressionada e instabilidade política em torno da questão migratória, o que gera um cenário difícil para ativos desta região. Inclusive em países da parte ocidental, em especial Alemanha, França e Reino Unido, observa-se um aumento expressivo nas previsões de gastos públicos, com destaque para a área de defesa. Essa elevação é reflexo direto das novas prioridades estratégicas pós-guerra na Ucrânia e de uma maior pressão política por gastos sociais e de infraestrutura. O impacto imediato tem sido uma pressão sobre as curvas de juros, sobretudo nas pontas intermediárias e longas.

No Brasil, os dados mais recentes indicam uma retomada parcial da atividade após um final de ano mais fraco, com destaque para o crescimento do consumo impulsionado por excesso de moeda em circulação e estímulos para-fiscais. Projetamos PIB próximo a 3% em 2025, mas com riscos relevantes derivados da piora estrutural nas contas externas e possível esgotamento desses estímulos.

Nossa projeção de IPCA para o ano está em torno de 7%, acima do consenso, refletindo pressões persistentes em serviços, câmbio depreciado em nosso cenário e política fiscal expansionista. Divergimos do mercado também quanto à política monetária: sem que haja uma expressiva depreciação do câmbio, o Banco Central não deve sancionar todas as altas de Selic precipitadas, enfrentando dilemas entre combate à inflação e a deterioração do cenário eleitoral com a popularidade do governo em baixa, além da questão da rolagem da pesada dívida pública.

Para muitos investidores estrangeiros que injetaram bilhões de dólares no mercado de derivativos de câmbio brasileiro este ano, o Brasil oferece oportunidades táticas principalmente devido aos juros altos, mas entendemos que é alto o risco de reversão destas entradas inéditas de recursos, dado o contexto pré-eleitoral e de risco fiscal crescente e, principalmente, o forte desequilíbrio projetado para as contas externas, já que a conta corrente caminha para níveis insustentáveis de déficits acima de 4% do PIB.

As fortes entradas de estrangeiros nos mercados de derivativos também contrastam com os dados observados na economia real: as parciais de março divulgadas pelo Banco Central revelam um forte fluxo negativo de dólares no mercado de câmbio à vista. Apesar da saída líquida de US\$ 7,5 bilhões no câmbio spot somente neste mês (até o dia 24) e de mais de US\$ 15 bilhões neste ano, o real se destacou como uma das moedas de melhor desempenho no trimestre, com valorização real efetiva de 4,7%. Esse movimento, no entanto, ocorre em meio à piora rápida da balança comercial, impulsionada por forte aumento do *quantum* das importações, resultado de uma absorção doméstica que cresce muito acima do PIB.

Na parte comercial do câmbio contratado, o saldo tem sido negativo neste mês de março em US\$ 146 milhões, com exportações apenas ligeiramente acima das importações, e isso chama bastante a atenção porque este é um período de sazonalidade positiva das exportações em função da safra. Na comparação com o ano passado, a deterioração da balança contratada é evidente: o saldo acumulado até aqui é de apenas US\$ 3 bilhões, contra US\$ 19 bilhões no primeiro trimestre de 2024.

A posição de câmbio dos bancos também se deteriorou de forma significativa, atingindo US\$ 27 bilhões negativos, o que representa o maior volume de posição vendida desde o início do ano. Esse comportamento indica maior pressão futura sobre a oferta de moeda estrangeira e reforça a tendência de desvalorização do real em uma visão prospectiva.



Como mostram os dados mais recentes, a taxa de poupança nacional vem caindo consistentemente — com a poupança pública em terreno negativo desde 2023 — e os chamados déficits gêmeos voltam a se aprofundar. Essa dinâmica torna o câmbio estruturalmente mais frágil, ainda que sustentado no curto prazo por juros reais elevados e fatores técnicos.

Seguimos convictos de que os fundamentos das nossas principais teses permanecem válidos, mesmo diante da volatilidade de curto prazo. Acreditamos que a divergência entre preços e fundamentos representa uma oportunidade, não uma mudança estrutural de cenário. Mantemos uma carteira concentrada em teses de alta convicção, com foco em fundamentos, diversificação e disciplina, atentos aos riscos fiscais e externos no Brasil e às oportunidades nos ativos globais.

Nosso cenário base segue atribuindo baixa probabilidade à ocorrência de uma recessão nos Estados Unidos no curto prazo, apesar de parte do mercado — especialmente casas de análise do *sell-side* — estar elevando essa estimativa para patamares em torno de 30%. Essa diferença de percepção parece refletir metodologias distintas na construção dos modelos. Enquanto algumas projeções mais pessimistas consideram o recente desempenho fraco de índices acionários ou o aumento da volatilidade como sinalizadores de risco recessivo, nossos modelos dão maior peso a fundamentos antecedentes mais robustos. Entre eles, destacamos o bom desempenho do setor imobiliário, com preços das casas em alta, a resiliência do mercado de crédito, onde os títulos de alto rendimento (*high-yield*) ainda acumulam retorno positivo no ano, e a solidez dos índices acionários de instituições financeiras, tradicionalmente sensíveis ao ciclo econômico.

É possível que parte da divergência venha do uso do preço das ações como variável explicativa nos modelos de probabilidade de recessão. Embora esse insumo contenha informação, ele também é influenciado por ruídos de curto prazo e por mudanças de sentimento, o que pode levar à superestimação de riscos. Adicionalmente, reconhecemos que a incerteza em torno da política comercial americana — particularmente no que diz respeito à imposição de tarifas — contribui para o aumento da aversão ao risco. Nesse sentido, qualquer clarificação ou definição mais concreta sobre o tema pode ser bem recebida pelos mercados, mesmo que o conteúdo das medidas seja percebido como negativo no curto prazo. A ausência de surpresa costuma ser menos nociva que a indefinição persistente.

Tarifas, Economia e Geopolítica: Uma Nova Arquitetura Estratégica

Quando analisada sob uma ótica estritamente econômica — ou seja, no campo da alocação eficiente de recursos, como definido pela disciplina de *Economics* — a imposição de tarifas de importação é, via de regra, considerada uma distorção. Em termos técnicos, ela gera o chamado peso morto (*deadweight loss*), que é a perda líquida de bem-estar causada por um desvio da alocação eficiente de mercado. Tarifas elevam os preços internos artificialmente, reduzem o excedente do consumidor, distorcem os sinais de preço e alocam recursos de forma menos produtiva.

No entanto, esse raciocínio econômico abstrato assume um mundo de livre comércio simétrico — algo que, na prática, está cada vez mais distante da realidade. O que temos hoje, e que o governo Trump explicitamente está tentando corrigir, é um sistema internacional em que muitos países adotam tarifas de importação mais altas do que os EUA, muitas vezes de forma crônica e estratégica. O Brasil é um caso emblemático: o país aplica tarifas efetivas de importação consideravelmente superiores às dos EUA e, nos últimos anos, tem aumentado sua alíquota média, inclusive por meio de mecanismos para-arancelários. Assim, quando os Estados Unidos elevam suas tarifas para patamares mais alinhados com os de seus parceiros comerciais, o argumento clássico do peso morto precisa ser relativizado.

Nesse contexto, surge um debate relevante sobre reciprocidade tarifária. A imposição unilateral de tarifas pelos EUA, em um sistema onde os demais países já praticam restrições elevadas ao comércio, pode não produzir o mesmo grau de distorção econômica que uma barreira imposta em um ambiente de livre comércio genuíno. Se um país enfrenta tarifas de 30% em seus produtos exportados, mas cobra apenas 5% de seus parceiros, a simples equiparação tarifária pode, paradoxalmente, restaurar certa isonomia nas condições de concorrência — ainda que continue produzindo algum nível de ineficiência.

Mais relevante ainda é que, na prática, a política tarifária de Trump não está sendo usada apenas como um instrumento econômico, mas sim como parte de um conjunto mais amplo de estratégias de reposicionamento global dos EUA. Há uma dimensão geopolítica explícita nesse novo protecionismo americano, que não pode ser ignorada.

Os Estados Unidos, hoje, tentam reduzir sua dependência de insumos e bens estratégicos produzidos em países com os quais mantêm relações econômicas assimétricas ou tensas. O caso mais evidente é o da China. A economia chinesa opera sob um regime político dirigido por um partido único, com forte intervenção estatal, práticas comerciais não transparentes, subsídios cruzados e, em alguns casos, utilização de formas de trabalho que não respeitam normas internacionais básicas. Diante disso, argumenta-se que não é justo — *not fair* — exigir que empresas americanas operando em um sistema de mercado livre e aberto concorram diretamente com empresas que recebem apoio irrestrito de um governo autoritário, que manipula variáveis macroeconômicas, distorce os custos de capital e impede livre formação de preços.

Adicionalmente, a concentração de cadeias produtivas críticas, como semicondutores em Taiwan ou veículos elétricos e baterias na China, passou a ser vista pelos EUA como um risco de segurança nacional. O protecionismo, nesse caso, não visa apenas ganhos comerciais ou proteção de empregos, mas sim uma reorganização geoestratégica da produção global, garantindo autonomia em setores-chave como tecnologia, energia e defesa.

Portanto, embora a teoria econômica tradicional continue válida em sua crítica às tarifas como geradoras de ineficiência, o contexto atual demanda uma leitura mais ampla, que considere também as assimetrias comerciais já existentes, a lógica de reciprocidade e os objetivos geopolíticos estratégicos envolvidos. A política tarifária dos EUA hoje é menos sobre comércio e mais sobre a redefinição de sua posição no tabuleiro global. Ela representa uma mudança de paradigma: de um multilateralismo idealizado para um realismo estratégico baseado em resiliência, segurança e equilíbrio competitivo.

Inflação brasileira em 2026 e os limites da identificação econométrica

Um ponto de atenção importante em nosso cenário diz respeito à expectativa de convergência do IPCA em 2026. Ao contrário de parte relevante do mercado, não consideramos surpreendente a possibilidade de a inflação de 2026 ficar próxima ou até mesmo acima da de 2025. Isso se deve à manutenção de estímulos fiscais e parafiscais ainda muito presentes, além da continuidade dos incentivos ao mercado de crédito não bancário, que têm sustentado a absorção doméstica e mantido a pressão sobre os preços. Diferentemente de ciclos anteriores de combate à inflação, o atual aperto monetário não conta com a colaboração das políticas fiscal e parafiscal.

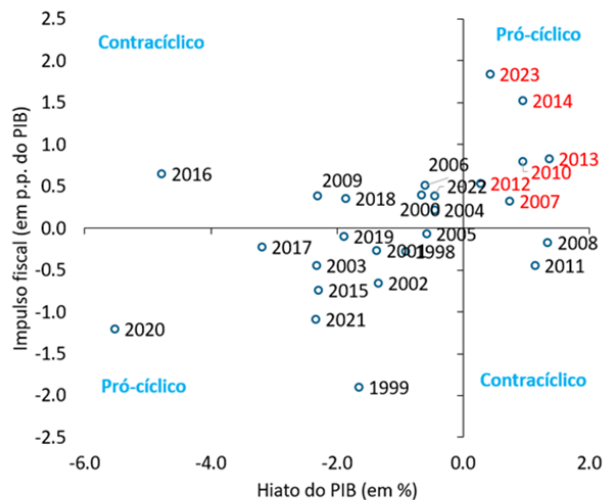
Em episódios históricos — como os ciclos de 2003-2004, 2015-2016 e mesmo o mais recente em 2021-2022 — os ajustes monetários foram acompanhados por austeridade fiscal. Esses mecanismos auxiliaram a ancoragem da inflação. Atualmente, esse suporte não está presente, o que impõe uma dificuldade adicional ao Banco Central. Do ponto de vista econométrico, esse descolamento também representa um desafio.

Boa parte dos modelos utilizados pelo mercado assume que política monetária e fiscal se movem conjuntamente em momentos de aperto — o que, em tese, facilita que as projeções apontem para a desaceleração inflacionária. No entanto, como alertam autores como Sims (1980) e Blanchard e Perotti (2002), quando variáveis políticas são simultaneamente endógenas ou colineares, os modelos estruturais (SVARs, por exemplo) perdem capacidade de identificação clara.^{3 4}

Isso pode estar gerando, no contexto atual, uma falsa segurança: os modelos indicam que uma Selic próxima de 15% seria suficiente para reduzir a inflação em 2026 — mas essa conclusão repousa em padrões históricos que não se repetem no presente ciclo. Em um cenário com política fiscal expansionista, mercado de crédito não bancário ainda ativo e menor eficácia marginal da taxa Selic (inclusive em função do aumento da parcela pós-fixada na dívida pública e do crédito incentivado), essa inferência pode ser enganosa.

Seguiremos atentos à evolução das expectativas e aos dados de alta frequência, mas mantemos uma visão crítica sobre a capacidade de convergência da inflação no horizonte relevante sem coordenação intertemporal entre política monetária e fiscal, fato este que parece muito improvável pelo menos até o final de 2026, o ano das eleições.

Orientação da política fiscal (Governo Central) - % DO PIB



Aceleração do IPCA no ano seguinte ao impulso pró-cíclico com hiato positivo (em pontos percentuais)

Ano (t)	Aumento do IPCA em t+1 (em p.p.)	
2007	1.44	(2008 menos 2007)
2010	0.59	(2011 menos 2010)
2012	0.07	(2013 menos 2012)
2013	0.50	(2014 menos 2013)
2014	4.26	(2015 menos 2014)
média	1.37	

Fonte: IBGE, Adam Capital.

Fonte: IFL.

³ Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48(1), 1–48.

⁴ Blanchard, O., & Perotti, R. (2002). An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output. *Quarterly Journal of Economics*, 117(4), 1329–1368.



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



ADAM Capital

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

www.adamcapital.com.br