

Carta mensal

Abril 2025

Carta Mensal – abril de 2025

Foi um mês oportuno e que nos permitiu recuperar a maior parte da perda que tivemos no 1º trimestre.

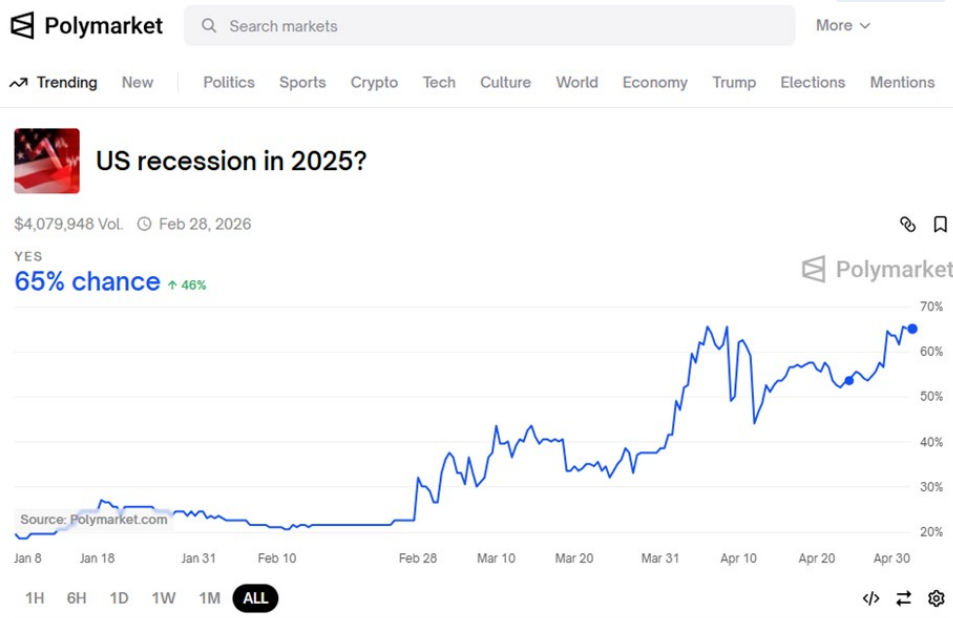
Toda a volatilidade dos ativos financeiros neste mês de abril derivou da divulgação da emblemática lista do dia 2, juntamente com uma fórmula que parecia arranjada para penalizar os parceiros comerciais americanos com os quais os Estados Unidos tinham maior déficit comercial. Não que fosse propriamente uma surpresa a *direção* da política comercial de Trump – ele repetiu inúmeras vezes desde o ano passado que tinha esta intenção de taxar os maiores exportadores – mas a *magnitude* das tarifas foi em uma proporção que ninguém esperava.

Em paralelo a isso, muitos se perguntam por que os preços de alguns ativos voltaram ao patamar prévio à aplicação das tarifas, em especial as bolsas de valores americanas. A perplexidade geral é grande não somente pelo fato de que as tarifas geram ineficiências econômicas, conforme explicamos em nossa [última Carta](#), mas principalmente devido à expectativa quase consensual que se formou de que a economia americana entraria em recessão rapidamente, diante da brutal incerteza tarifária e mesmo do questionamento da hegemonia econômica dos Estados Unidos, que para muitos “*teria chegado ao fim*” diante desta “barbearagem” promovida pelo Trump.

A resposta mais simples e direta para a aparente “anomalia” dos mercados está relacionada a um tema que sempre levantamos: o eterno confronto entre narrativas e realidade.

Enquanto a maioria dos participantes do mercado responde sobretudo às narrativas no curto prazo, ao longo do tempo a realidade vai se impondo e ditando a dinâmica dos preços. Com relação à chance de 2/3 de recessão nos Estados Unidos em 2025 que o mercado chegou a precificar e que ainda é a probabilidade predominante em sites de apostas como o *Polymarket* (ver gráfico abaixo), temos uma visão diferente porque os elementos reais que estavam presentes em outras recessões não estão sendo observados agora.

Faremos uma digressão sobre este tema (recessões) e depois falaremos dos problemas conceituais da medida de PIB, para então colocarmos o ponto de que a economia americana deve crescer bem além do consenso de mercado (inclusive na métrica do PIB). Para este 2º trimestre, por exemplo, vemos uma chance alta do PIB americano surpreender positivamente, crescendo muito acima das projeções de consenso do mercado, conforme explicaremos no decorrer do texto.

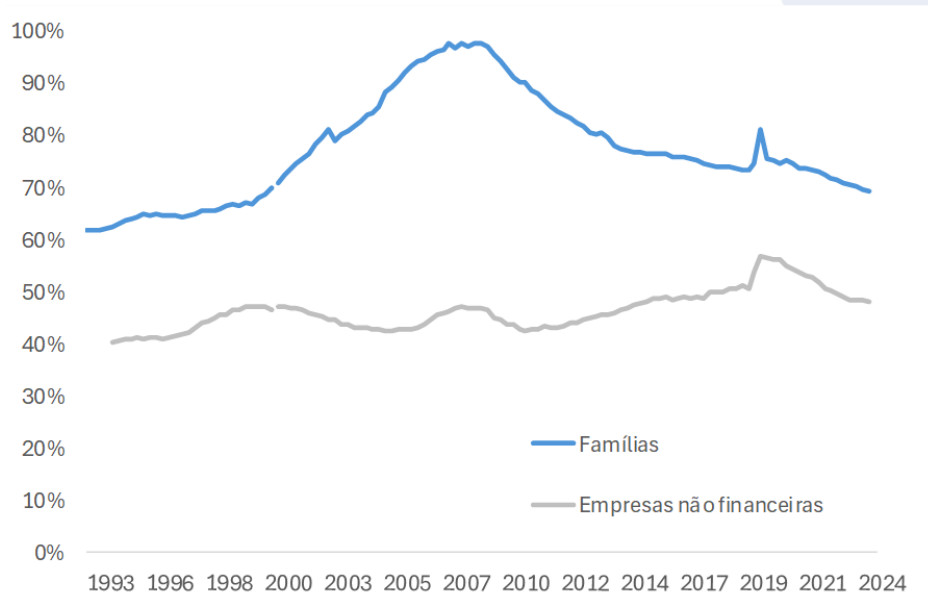


Fonte: Polymarket

Vamos ao estudo de como foram as últimas recessões. Não falaremos aqui de 2020 por motivos óbvios, já que a origem desta recessão não teve nada a ver com fatores econômicos, mas sim com uma pandemia viral cuja gravidade não se observava há 100 anos. Naquela ocasião, foi simplesmente impossível de se produzir serviços por um bom tempo e mesmo a produção de bens também foi seriamente afetada, ainda que em menor escala.

Nas recessões passadas não bastou que houvesse um grau elevado de incerteza – tal como observado atualmente em parte dos indicadores de confiança – mas havia de fato desequilíbrios nos balanços patrimoniais dos consumidores e das empresas americanas. Agora, a dívida das famílias e corporativa estão em um patamar bem mais saudável do que estava em 2008.

Alavancagem do setor privado nos Estados Unidos (% PIB)



Fonte: FRED, Bloomberg

Uma outra discussão importante é sobre o que seria propriamente uma recessão.

Convencionou-se a falar que 2 trimestres de queda consecutiva do PIB seria a métrica mais adequada para caracterizar isso, mas tal narrativa não tem respaldo acadêmico. Segundo o chat GPT, não há um *paper* fundador da “regra dos 2 trimestres”. Não há publicação acadêmica consagrada que formalize essa definição. É uma convenção informal, usada principalmente fora do meio acadêmico¹.

¹ Segundo o Chat GPT, “A ideia de que uma recessão ocorre quando há dois trimestres consecutivos de queda no PIB real não tem origem em um trabalho acadêmico específico nem foi cunhada por um economista em particular. Ela surgiu como uma regra prática (rule of thumb) adotada por analistas de mercado, jornalistas econômicos e alguns governos por sua simplicidade operacional, mas não é o critério oficial usado por economistas especializados em ciclos econômicos.

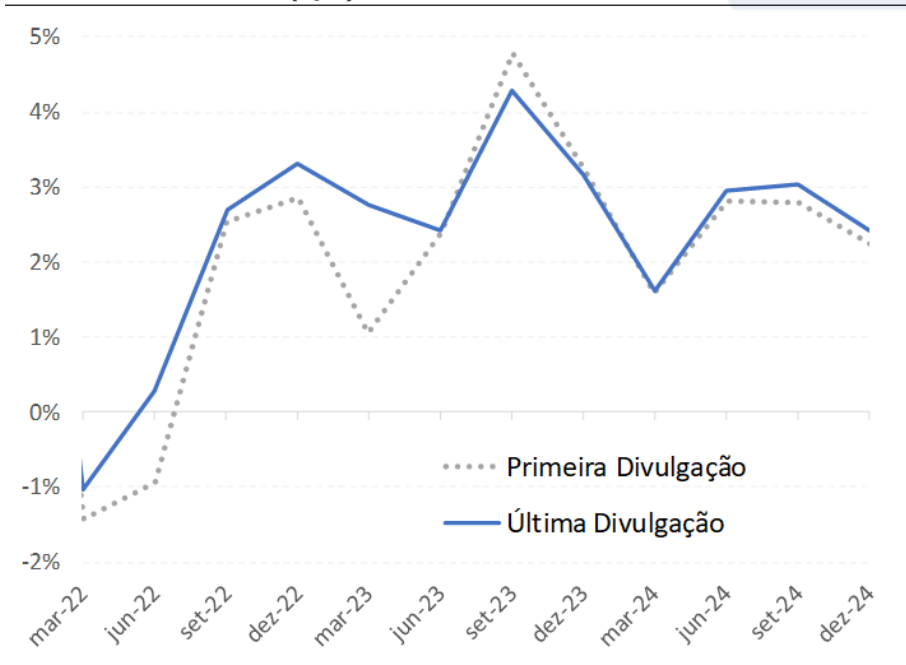
Origens e contexto:

Reino Unido e países da Commonwealth:

A definição dos “dois trimestres consecutivos” parece ter se popularizado no Reino Unido a partir dos anos 1970, principalmente em documentos do Tesouro britânico e da imprensa econômica, como uma forma simplificada de comunicar mudanças no ciclo econômico.

Não obstante os vários problemas do PIB que explicaremos em detalhes aqui, talvez o maior deles seja o excesso de revisões a que esta métrica está sujeita. Vejam por exemplo o que aconteceu em 2022: nas divulgações iniciais do PIB americano naquele ano, chegou-se a observar 2 trimestres seguidos de queda, mas depois o PIB foi revisado para cima e aquela queda consecutiva desapareceu. Vejam abaixo quão elevadas são as magnitudes e frequências das revisões de PIB.

Crescimento do PIB (a/a)



Fonte: FRED, Adam Capital

EUA – NBER como referência oficial:

Nos Estados Unidos, o órgão responsável por datar recessões é o National Bureau of Economic Research (NBER). O NBER não utiliza essa definição. Em vez disso, considera uma recessão como: "A significant decline in economic activity spread across the economy, lasting more than a few months, normally visible in real GDP, real income, employment, industrial production, and wholesale-retail sales."

Essa definição (do NBER) foi formulada a partir dos trabalhos de Wesley C. Mitchell e Arthur Burns, fundadores da análise de ciclos econômicos moderna, e consolidados no NBER ao longo do século XX.

Não há um paper fundador da "regra dos 2 trimestres". Não há publicação acadêmica consagrada que formalize essa definição. É uma convenção informal, usada principalmente fora do meio acadêmico.

Críticas comuns:

Pode não captar recessões curtas ou suaves. Pode não considerar outros indicadores relevantes, como desemprego ou renda real.

Pode não reconhecer recessões assimétricas ou setoriais.

Em resumo:

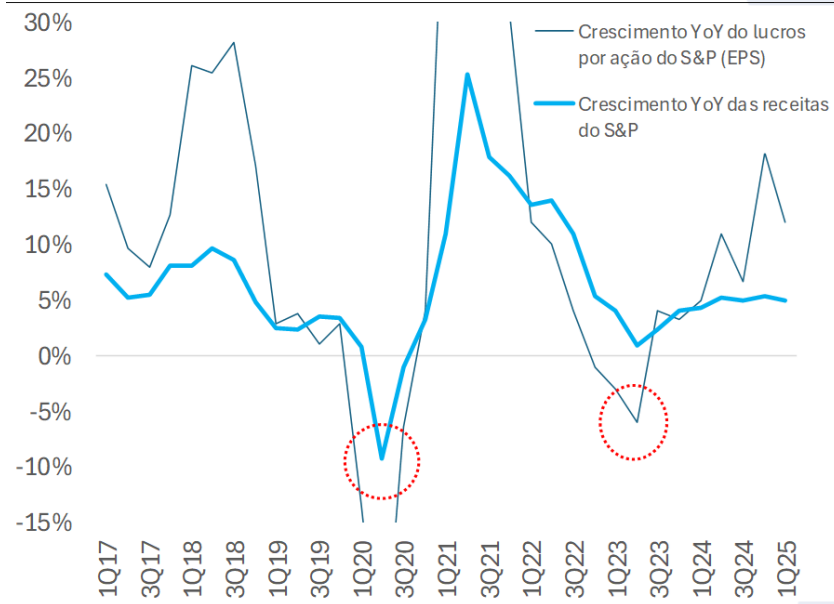
A "regra dos dois trimestres" é uma simplificação midiática, não um conceito econômico formal validado por pesquisa acadêmica. O critério robusto ainda é o que considera múltiplos indicadores, como o adotado pelo NBER."

Vamos agora aos outros problemas que adicionam complexidade à definição de recessão.

O que aconteceu com os resultados das empresas em 2020 e 2022? De acordo com o indicador de variação anual de lucros e de receitas, houve de fato uma contração de lucros e receitas em 2020 e uma pequena contração de lucros em 2022 (linha azul escura do gráfico abaixo).

Por outro lado, neste ano de 2025 estamos vendo o oposto disso, já que as empresas estão reportando resultados e *guidances* típicos de ciclos de expansão de lucros.

Varição anual dos lucros e receitas das empresas no S&P



Fonte: Adam Capital

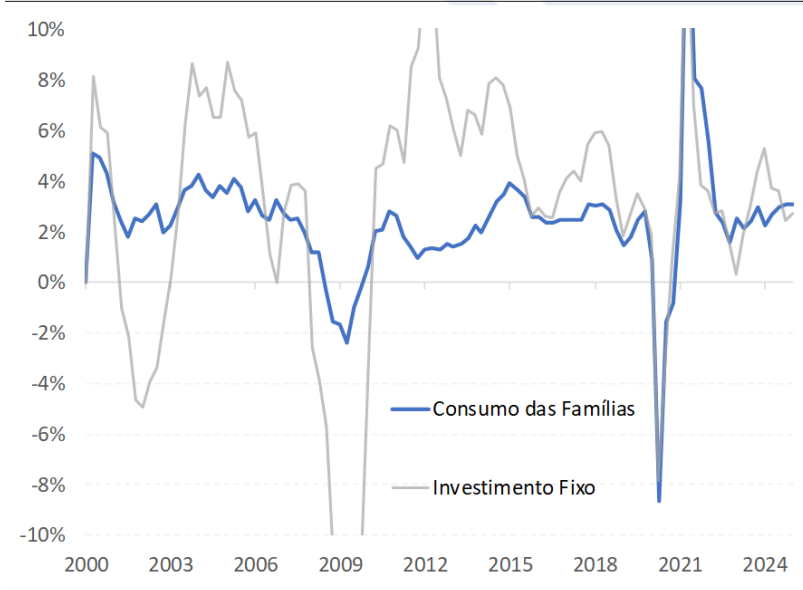
*Com cerca de 70% do "market cap" do índice reportado.

A definição de recessão usada pelo NBER é bem mais ampla em relação ao conceito midiático de 2 trimestres de contração do PIB, pois ela envolve outras medidas como renda, emprego, produção industrial, vendas no varejo e atacado, mas eles não incluem os lucros das empresas como um dos indicadores centrais em suas análises do ciclo econômico - o que ao nosso ver é uma falha, uma vez que os lucros corporativos são um bom predictor do investimento privado, que é justamente o componente mais sensível do ciclo econômico.

Os ciclos dos lucros e, portanto, do investimento das empresas é o melhor indicador possível de recessão, haja vista o fato de que o consumo é um componente mais estável².

² Vide a teoria da renda permanente de Milton Friedman.

Crescimento do PIB (a/a) %



Fonte: Bloomberg, Adam Capital

Além disso, o que realmente determina o preço das ações é o lucro das empresas e não o PIB, já que elas são avaliadas pelo fluxo de caixa das empresas descontado por uma determinada taxa que reflita o custo de oportunidade.

Vamos então abordar outros problemas do indicador do PIB.

Os dados do PIB americano do 1º trimestre de 2025 divulgados recentemente mostraram que os gastos do governo caíram, as importações cresceram e as exportações diminuíram.

Conforme ressaltado por Christopher P. Casey em artigo publicado em 2019, esses três fenômenos reduzem o valor do PIB!³

"O cálculo do PIB tem o propósito de mensurar a atividade econômica. Só que ele não mensura -- e nem tem como mensurar -- a qualidade, a lucratividade, a amplitude, as melhorias e os avanços dos bens e serviços produzidos. E é isso o que realmente importa para uma economia.

Por exemplo, se um navio -- construído a custos altos -- estiver navegando sem passageiros, sem cargas, e sem conseguir pescar nada, ainda assim sua construção terá contribuído para o crescimento do PIB. Não importa se tal navio foi lucrativo para os investidores ou se ele atolou na areia; ele contribuiu para aumentar o PIB. Navegando nos mares ou enferrujando abandonado em um estaleiro, o PIB do país cresceu por causa de sua construção.

Colocando de outra maneira, o PIB não avalia corretamente o valor dos bens e serviços fornecidos por uma economia, e, conseqüentemente, é incapaz de estimar o padrão de vida de uma sociedade. O PIB é uma régua com uma métrica totalmente irregular.

Eis uma evidência empírica que comprova esse absurdo: em 1990, o PIB soviético equivalia à metade do PIB americano, de acordo com o CIA Factbook de 1991. Só que ninguém que visitasse a União Soviética em 1990 iria acreditar que a economia deles sequer chegasse perto de ter 50% da qualidade e da quantidade dos bens e serviços produzidos nos EUA. As estatísticas de produção definidas pelo PIB podiam ser robustas, mas construir estradas que vão do nada a lugar nenhum, fundir aço que não será utilizado na fabricação de nenhum produto, e fazer pães intragáveis é forçar demais a definição de "produção"."

³ <https://mises.org.br/article/2783/os-cinco-graves-problemas-com-o-pib>

O PIB busca quantificar a atividade econômica, mas não avalia aspectos qualitativos como eficiência, lucratividade ou utilidade dos bens e serviços produzidos. Por exemplo, a construção de um navio pago com dinheiro público e que nunca é utilizado para fins civis ainda assim contribui positivamente para o PIB, independentemente de sua utilidade real para a sociedade. Desta forma, os gastos do governo são incluídos no PIB como se fossem equivalentes aos investimentos privados. No entanto, enquanto os investimentos privados são guiados por sinais de mercado e busca por eficiência, os gastos públicos podem ser motivados por interesses políticos e não necessariamente refletem uma alocação eficiente de recursos.

Assim, na metodologia do PIB, qualquer gasto é contabilizado como positivo, sem considerar se ele resulta em benefícios reais. Despesas com reconstrução após desastres naturais, por exemplo, aumentam o PIB, mesmo que representem a reposição de perdas e não um avanço econômico.

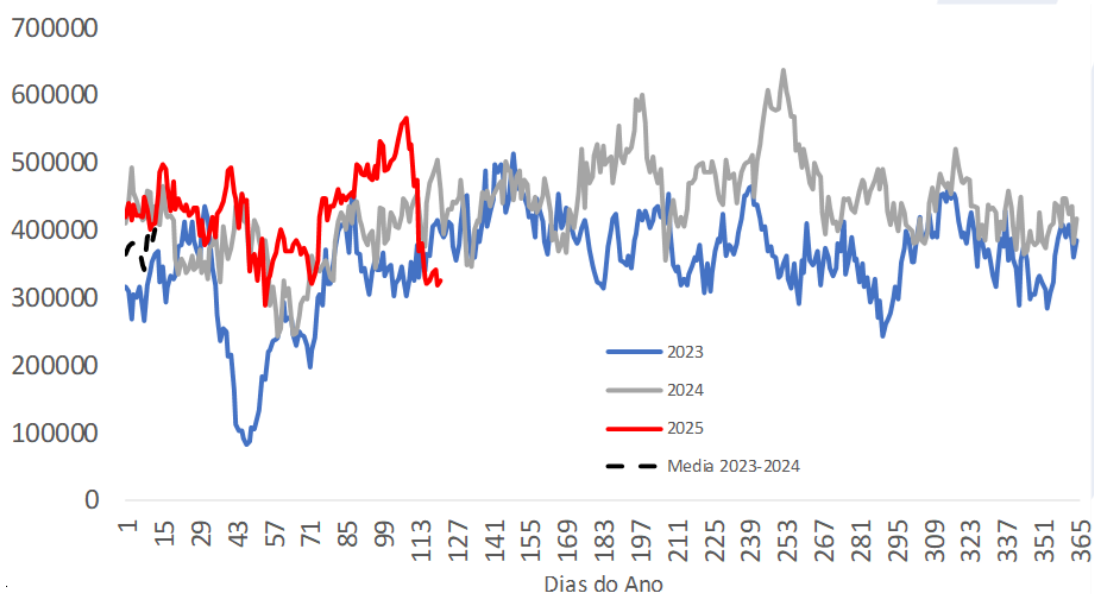
A fórmula do PIB também dá grande peso ao consumo final, o que pode incentivar políticas que estimulam o consumo imediato em detrimento da poupança e do investimento. Isso pode levar a uma economia menos sustentável a longo prazo, pois o crescimento econômico duradouro depende da acumulação de capital e investimentos produtivos.

Por último, na equação do PIB, as importações são subtraídas, o que pode levar à interpretação de que importar é economicamente negativo. Contudo, importações podem representar acesso a bens de capital e tecnologias que aumentam a produtividade e o bem-estar, sendo, portanto, benéficas para a economia.

Feitas estas observações concernentes aos problemas conceituais envolvidos na definição de recessão e na métrica do PIB, cabe-nos colocar que mesmo considerando as muitas deficiências citadas, ainda assim vemos uma probabilidade muito elevada do PIB americano crescer bem acima do esperado neste ano e particularmente neste 2º trimestre de 2025.

Este nosso otimismo relativo – tão destoante em relação ao consenso – é baseado no fato de que a antecipação de importações diante do medo de alta das tarifas foi o principal detrator do resultado do PIB do 1º trimestre e agora já está havendo uma forte queda das compras vindas principalmente da China (gráfico abaixo).

Navios de Contêineres - Partidas da China para os EUA (TEU)



Fonte: Bloomberg, Adam Capital

Ao mesmo tempo, as vendas finais domésticas no setor privado – representada pela soma do consumo e do investimento exclusive estoques – seguiu crescendo 2,3% em termos reais, patamar este que parece ser sustentado neste início de 2º trimestre e que tem sido observado há um bom tempo. A estes 2 p.p. de demanda doméstica se somaria a devolução do efeito negativo de 4,8 p.p. vindos da antecipação, de forma que seria bastante plausível vermos um crescimento de mais de 5% no PIB americano do 2º trimestre.

Só o carregamento estatístico do consumo já alcança 2 p.p. para o 2º trimestre, o que significa que, mesmo que o consumo fique parado, parte relevante dessa alta de 2% das vendas finais já estaria contratada.

A única forma disso não ocorrer seria se houvesse um desabamento do consumo agregado de bens e serviços e/ou do investimento nestes próximos dados, e para isto não basta que as vendas no varejo despenquem diante das tarifas mais altas e dos produtos eventualmente muito mais caros (como automóveis), uma vez que o consumidor americano já provou que exerce um efeito substituição de bens para serviços e vice-versa quando o cenário assim o exige, tal como ocorreu na pandemia. Os Estados Unidos são uma economia relativamente fechada e muito mais intensiva em serviços do que nos bens medidos pelas vendas no varejo.

Do outro lado do Pacífico e do Atlântico, vemos que a China e a Europa – estas sim – terão muito mais dificuldades econômicas se o cenário de tarifas elevadas perdurar por mais tempo, já que são economias muito mais dependentes das suas exportações e com um mercado interno proporcionalmente bem menor. Por isso mesmo, vemos que uma recessão global seria perfeitamente possível, mas com o seu epicentro ocorrendo principalmente fora dos Estados Unidos (o que acabaria afetando o mundo todo).

E os países emergentes como ficam neste imbróglio?

A resposta é, depende.

Aqueles com menor taxa de poupança doméstica e pauta concentrada em commodities exportadas para a China, como é o caso do Brasil, que possui um déficit em conta corrente indo para 4% do PIB, serão os potencialmente mais afetados, uma vez que essa dinâmica tem produzido uma forte queda em alguns preços de commodities exportadas, tais como no caso do petróleo e minério de ferro.

Além disso, países com maior déficit em conta corrente dependem mais de investimento estrangeiro na conta financeira e assim são mais suscetíveis diante de ciclos de desaceleração do PIB global.

Outro ponto que complica a equação para o Brasil é que o cenário de queda dos juros americanos parece mais distante diante dos dados mais altos de inflação neste 1º trimestre e da resiliência dos dados “hard” de atividade e consumo que comentamos acima quando falamos dos Estados Unidos.

Com a inflação do IPCA indo para além de 6% neste ano e os sinais de que a demanda seguirá bem aquecida até as eleições de 2026, não nos parece fazer o menor sentido apostar em queda de juros no Brasil. A política monetária certamente funciona, mas a fiscal e a parafiscal também funcionam e prometem seguir atuando no sentido contrário ao instrumento de juros básicos usado pelo nosso Banco Central.

Das outras vezes que o BC conseguiu convergir a inflação por aqui, sempre houve ajuda da parte fiscal e parafiscal. Desta vez, até agora, não tem o menor sinal de que isso vá ocorrer até o ano que vem (muito pelo contrário).

A propósito, em praticamente todos os países estamos observando uma estabilização ou reaceleração da inflação a partir de níveis altos, de 3% ou mais, incluindo a Europa e o Japão, o que pode complicar o cenário de queda imediata dos juros mesmo diante do risco de recessão global.

Em suma, não vemos motivo para pânico com os Estados Unidos, mas por outro lado vemos muitas razões para que o resto do mundo sofra as consequências do pior acesso ao mercado americano que representa quase 30% de tudo o que é consumido no mundo.



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