

Carta mensual

Agosto 2025

O ambiente local continua sendo secundário para a dinâmica dos ativos domésticos.

De forma semelhante ao que ocorreu no ano passado, os ciclos de valorização e de desvalorização do dólar continuam apresentando grande sincronia entre os países e neste ano o dólar devolveu boa parte dos ganhos do ano passado, com as demais moedas se valorizando contra a moeda americana.

Entendemos que ainda é muito cedo para atribuímos um peso às eleições presidenciais brasileiras em nossas decisões de alocação, ainda mais levando em conta a imprevisibilidade do processo eleitoral ao longo dos últimos pleitos, caracterizados por uma forte polarização e resultados bastante apertados.

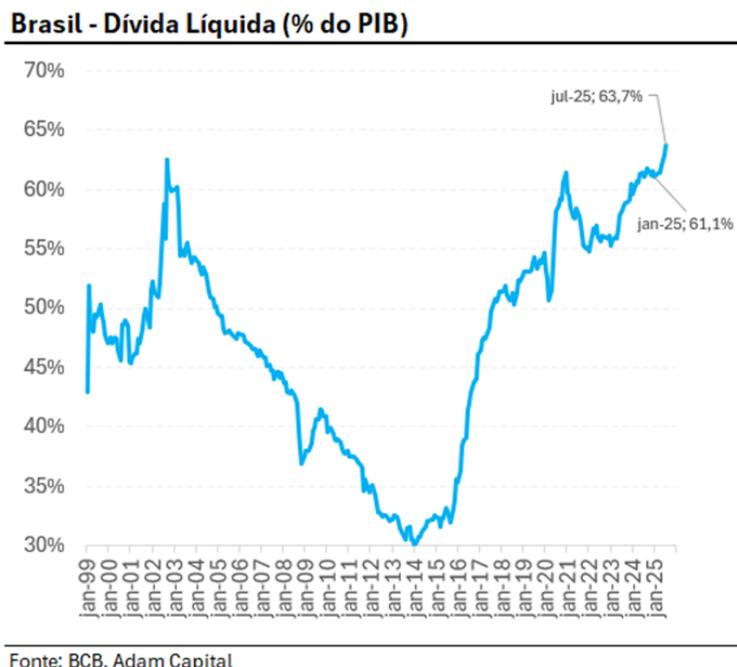
O que nos parece mais certo é que há uma conta elevada para ser paga, dado o desequilíbrio macroeconômico causado pelo crescimento do consumo (além do potencial da nossa economia) que marcou os últimos anos.

Como se isso não bastasse, o governo provavelmente vai seguir aumentando o gasto acima do PIB e isso de certa forma já vem ocorrendo, dado que boa parte da recente expansão fiscal tem se dado por meio do uso de fundos que não entram na meta de primário, no arcabouço fiscal ou sequer no orçamento¹.

Desta forma, por mais que este assunto esteja sendo irrelevante frente ao domínio da dinâmica global que comentamos acima, o crescimento da dívida pública é uma realidade muito difícil de ser equacionada.

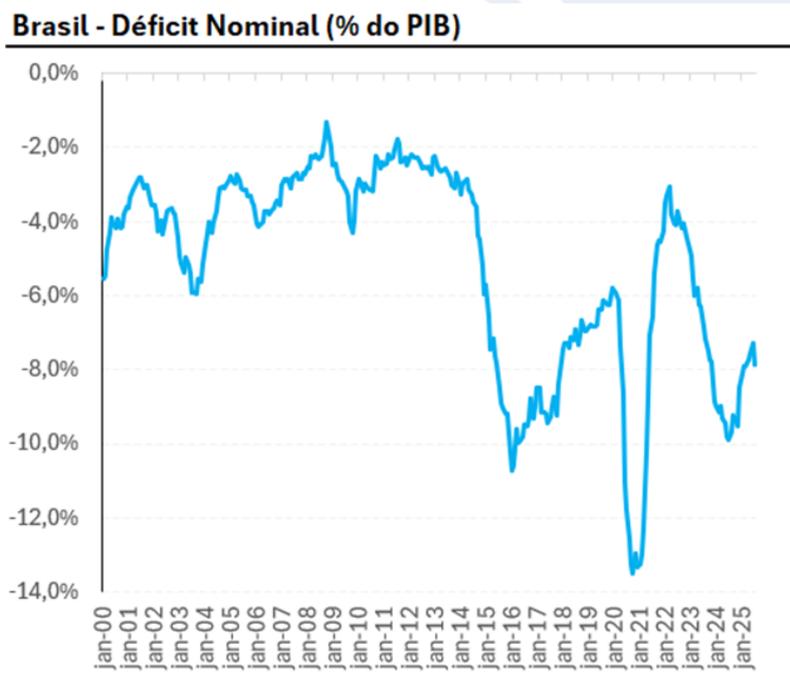
Diríamos até que – sem uma inflação crescente – não existem mecanismos institucionais capazes de fazer convergir a trajetória dívida/PIB, seja qual for o governo eleito em 2026.

Historicamente, mesmo diante de crises econômicas extremamente complicadas, nunca fizemos reformas estruturais que fossem profundas o suficiente para evitar que parte relevante do ajuste fosse feito pelo indesejável caminho do aumento da inflação, e isso em situações bem mais graves do que realidade observada atualmente, com o desemprego no menor patamar da série, câmbio tranquilo e inflação relativamente controlada, ainda que distante da meta oficial.



¹ Leia sobre isso as colunas de Marcos Mendes, como esta aqui: [OPINIÃO. Os custos e intenções ocultas no pacote de mitigação do tarifaço - Brazil Journal](#)

O déficit nominal, por sua vez, voltou a piorar e caminha para fechar o ano acima de 8% do PIB.



Fonte: BCB, Adam Capital

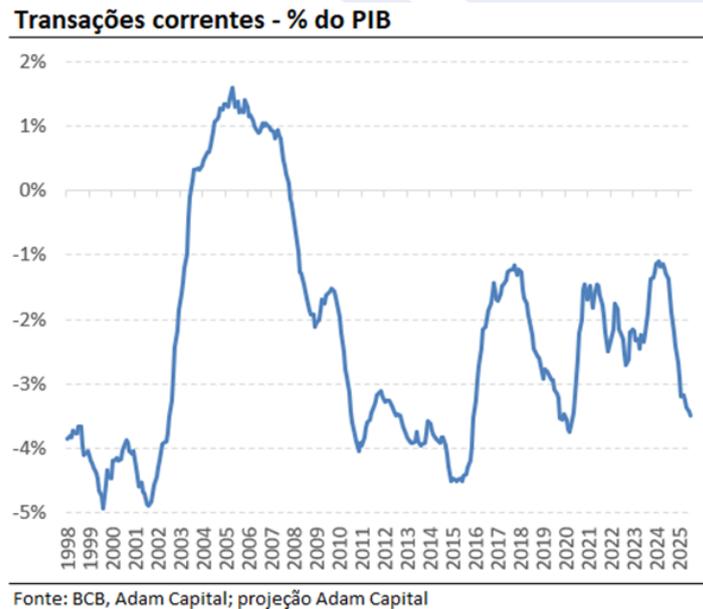
Como a taxa de juros implícita da dívida líquida do setor público se encontra neste ano em torno de 12,5% em termos anualizados, mesmo se o Focus estiver certo e a Selic cair para este mesmo patamar em 2026, ainda assim não deveríamos observar alívio na despesa do setor público com juros.

Dada a despesa com juros atual, em torno de 8% do PIB, e um “primário real” apontando para um déficit estrutural de pelo menos 1% do PIB quando incluídos os descontos e o uso de fundos, chega-se a um déficit nominal de 9% do PIB lá na frente.

Neste caso, o PIB nominal deveria crescer pelo menos 7% ao ano para manter estável a trajetória da dívida pública. Vamos assumir, por ora, a hipótese de que o crescimento das receitas irá acompanhar a expansão das despesas primárias, de modo que este déficit não vá piorar para abaixo de 9% do PIB de 2026 em diante. Por outro lado, considerando as projeções de IPCA e de PIB do Focus, os números desta pesquisa apontam para um PIB nominal crescendo bem menos que isso, em torno de 6% (assumindo que o deflator do PIB caminhe junto com o IPCA).

Isto posto, tudo indica que o equilíbrio da dívida demandará uma inflação e/ou um crescimento real acima do projetado pelo mercado. Uma vez que estimamos um PIB potencial bem abaixo de 2% (até abaixo de 1%), a conta deste equilíbrio, ao nosso ver, recairá sobre uma inflação de pelo menos 2 pontos percentuais acima do esperado pela mediana das projeções do Focus ao longo dos próximos anos.

Como consequência deste desequilíbrio, o déficit em transações correntes segue aumentando no Brasil, tendo já atingido o patamar de 3,5%, próximo ao nível que em ciclos passados produziu fortes movimentos de depreciação cambial.

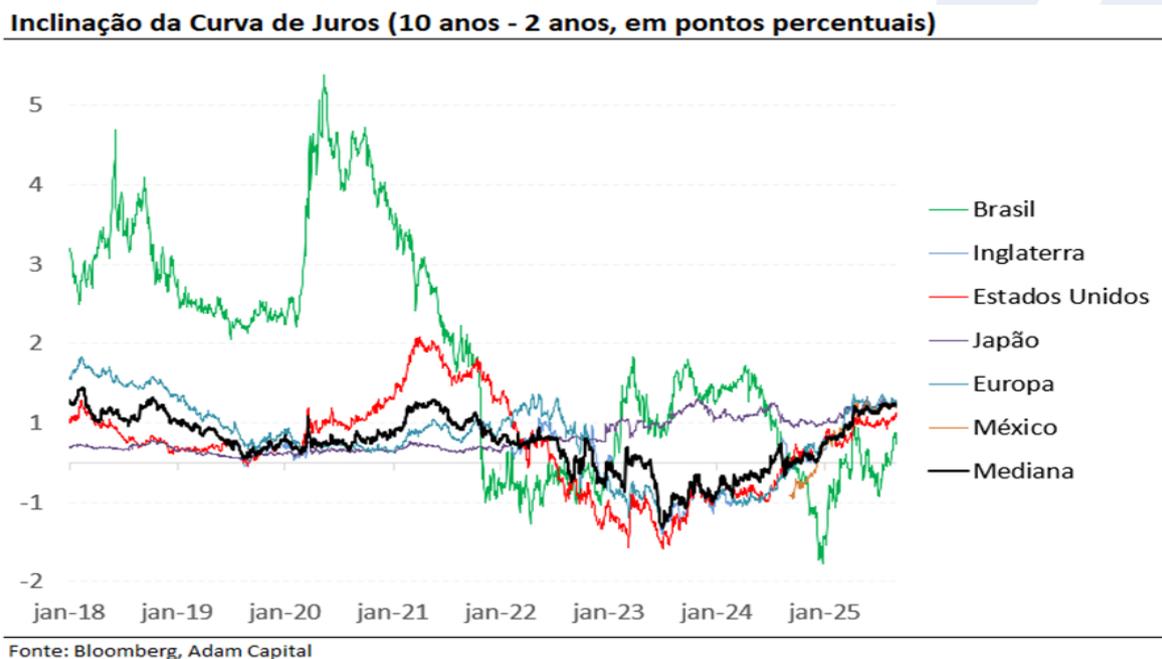


Mas estes desequilíbrios fiscais não são um “privilégio” do Brasil...

O comportamento dos governos, de uma forma geral, também parece referendar a visão que temos desde o ano passado, de que a política econômica cedeu lugar ao que chamamos de “economia política”. Isso vale para as principais economias do mundo.

Voluntarismo fiscal com finalidades eleitoreiras, endividamento público ascendente, foco em programas de expansão do gasto militar, guerras tarifárias e pressão para que banqueiros centrais reduzam a taxa básica etc., são alguns dos principais ingredientes desse fenômeno.

Não por outro motivo, a curva de juros vem inclinando desde há muito tempo nas principais economias, conforme podemos observar através do gráfico abaixo.



Além dos seus efeitos diretos e nocivos sobre a inflação futura, esta nova realidade também agrega um componente de incerteza que acaba cobrando um prêmio de alongamento maior por parte dos investidores, já que os níveis de endividamento são elevados o suficiente para inviabilizar a prática de juros reais elevados – ou mesmo positivos – por muito tempo.

Em países como o Japão, por exemplo, a taxa real “ex post” tem sido sistematicamente negativa desde a pandemia e, após décadas de deflação, observa-se uma elevação consistente dos indicadores de preços ao consumidor.

Nos Estados Unidos, o banco central definirá a taxa de juros dos *Fed Funds* no dia 17 de setembro e terá diante de si uma situação complicada, já que as condições econômicas não recomendam nenhuma pressa em cortar a taxa – ainda que este seja o cenário mais provável – porque tanto o PIB como o núcleo da inflação seguem crescendo em torno de 3%. Vale lembrar que os bancos centrais, quando definem os juros básicos, controlam apenas a taxa de 1 dia ou de prazos muito curtos.

Seguimos projetando um crescimento do PIB americano significativamente acima do consenso de mercado neste ano (e nos próximos) – bem mais próximo de 3% do que de 1,5%. A razão para isso é que há sinais cada vez mais evidentes de que a produtividade esteja melhorando por lá, tais como a taxa de desemprego que segue mostrando uma alta moderada mesmo diante de dados que apontam para o crescimento robusto do lucro das empresas e do PIB.

Não custa repetir – como temos ressaltado – que por trás deste fenômeno de incremento da produtividade estaria a “nova revolução industrial” causada pelo avanço da inteligência artificial.

Diante deste nosso cenário relativamente mais favorável aos Estados Unidos, estamos comprados em dólar contra uma cesta de moedas que inclui euro, iene e real e seguimos comprados em bolsa americana com alguma proteção em ouro, já que as commodities também tendem a se beneficiar no cenário de expansionismo fiscal/monetário e ao mesmo tempo o ouro oferece uma proteção contra riscos geopolíticos.



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