

Carta mensal

Outubro 2025

1. Introdução

Nos piores momentos de pânico do mercado em abril, mantivemos uma análise positiva e totalmente contrária ao consenso com relação à economia americana. Chegou-se a uma quase unanimidade de que seria uma questão de tempo para que os Estados Unidos entrassem em recessão. Alguns falavam em estagflação. Atualmente, este consenso migrou para uma tese de que os EUA não conseguirão escapar de uma desaceleração.

Enquanto parte do mercado segue ancorada na hipótese de um arrefecimento nos Estados Unidos, os dados de atividade por lá nos sugerem o contrário — podendo inclusive frustrar parte da expectativa de cortes de juros pelo Fed.

Nosso trabalho, neste mês, combina a leitura conjuntural usual com um tópico especial sobre a taxa neutra real (r^*) em um mundo de investimentos exponenciais em inteligência artificial (IA), um fenômeno que redefine o equilíbrio intertemporal entre poupança, produtividade e capital.

2. Conjuntura Internacional

Crescimento acima do potencial?

Os Estados Unidos avançam a um ritmo próximo de 4% ao ano, segundo o *nowcast* do Atlanta Fed, sustentados por uma demanda doméstica robusta e um mercado de trabalho que permanece vigoroso.

O volume de vendas finais privadas domésticas segue bem acima da média histórica, e os indicadores de alta frequência — como tráfego aéreo, mobilidade e consumo energético — reforçam a leitura de continuidade do ciclo.

Essa persistência da atividade é ancorada em uma nova fronteira de investimento: a inteligência artificial.

Nos últimos cinco anos, o investimento agregado em ativos relacionados à IA cresceu de cerca de USD 400 bilhões para mais de USD 1,5 trilhão, um aumento exponencial que começa a alterar a estrutura do PIB e a composição dos preços relativos.

Não sabemos o quanto acelerou o crescimento potencial por lá, mas nos parece que há indicações de que isso esteja acontecendo: a inflação americana tem vindo mais baixa em relação às expectativas pessimistas que se formaram em torno da questão do repasse das tarifas, o que pode estar apontando para um aumento da produtividade média (o PIB cresce bem com menos inflação e menos empregos).

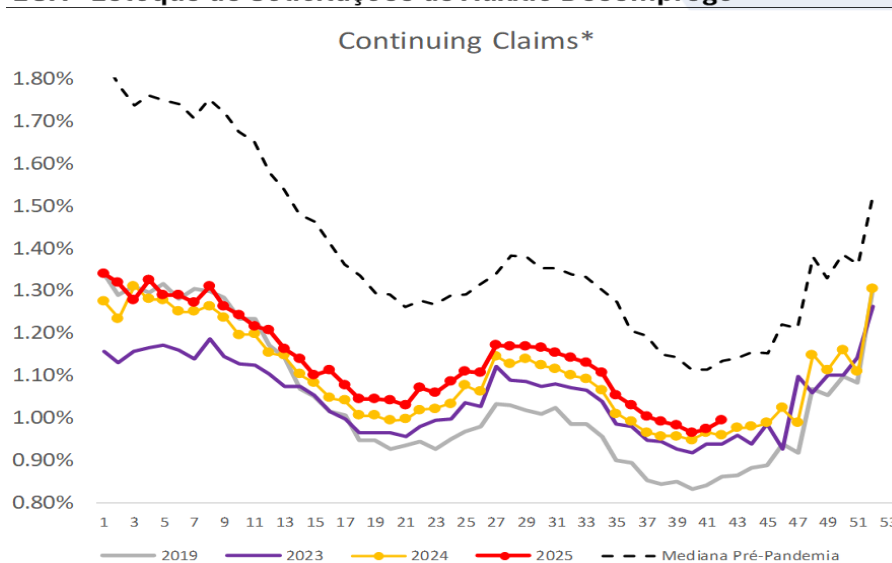
Em nossa opinião, o fenômeno da IA pode explicar parte relevante deste bom desempenho da economia americana. O único fator que joga contra um PIB potencial maior é a queda da imigração de baixa qualidade (ilegais).

Mercado de trabalho resiliente

As novas solicitações de seguro-desemprego permanecem em níveis historicamente baixos, mesmo após ajustes pela força de trabalho.

O estoque de beneficiários (“continuing claims”) se mantém em torno de 1% da força de trabalho, compatível com um mercado apertado.

EUA - Estoque de Solicitações de Auxílio Desemprego



Fonte: Bloomberg, Adam Capital | * Ajustado pela força de trabalho

Esses dados reforçam que o ciclo de expansão é sustentado por fundamentos reais, e não apenas por política fiscal ou monetária.

3. Conjuntura Doméstica (Brasil)

Política monetária e fiscal

Desde o fim de 2022, o mercado vem precificando quedas adicionais da Selic, mas a combinação de expansão parafiscal e deterioração fiscal limita o espaço para cortes mais agressivos.

A dívida pública acelera em ritmo elevado, e a expectativa de maior estímulo fiscal até as eleições tende a pressionar os prêmios de risco.

Brasil - Dívida Líquida (% do PIB)



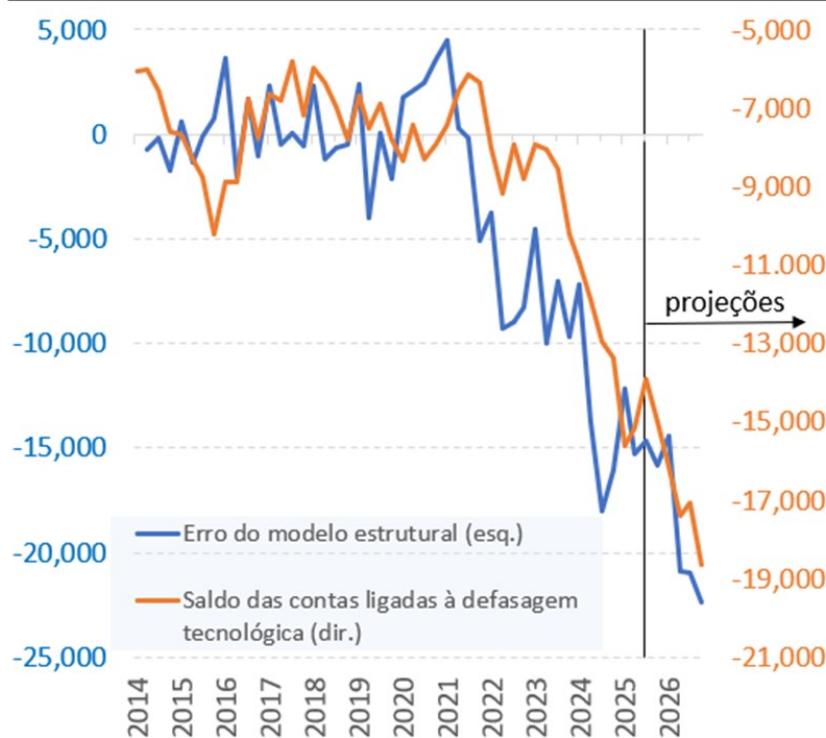
Fonte: BCB, Adam Capital

Setor externo

A piora das contas externas tem componentes estruturais. Parte relevante da conta de serviços tem apresentado, desde 2020, um componente crescente que não é explicado pelos fatores macroeconômicos que historicamente ditavam o comportamento da série histórica (leia-se câmbio e massa salarial).

O “erro” explicativo dos modelos que usam variáveis macroeconômicas tem correlação com as contas ligadas à defasagem tecnológica do Brasil, tais como aplicativos, serviços de streaming etc. Observem que até o período anterior à pandemia, o saldo de conta de serviços era basicamente explicado por câmbio e massa salarial, mas depois de 2020 este modelo passou a apresentar um erro crescente e correlacionado justamente com as contas ligadas à revolução tecnológica dos últimos anos, onde o Brasil ficou para trás.

Erro do modelo estrutural vs. Saldo das contas ligadas à defasagem tecnológica* - em R\$ bi/trimestre



Fonte: BCB, Adam Capital

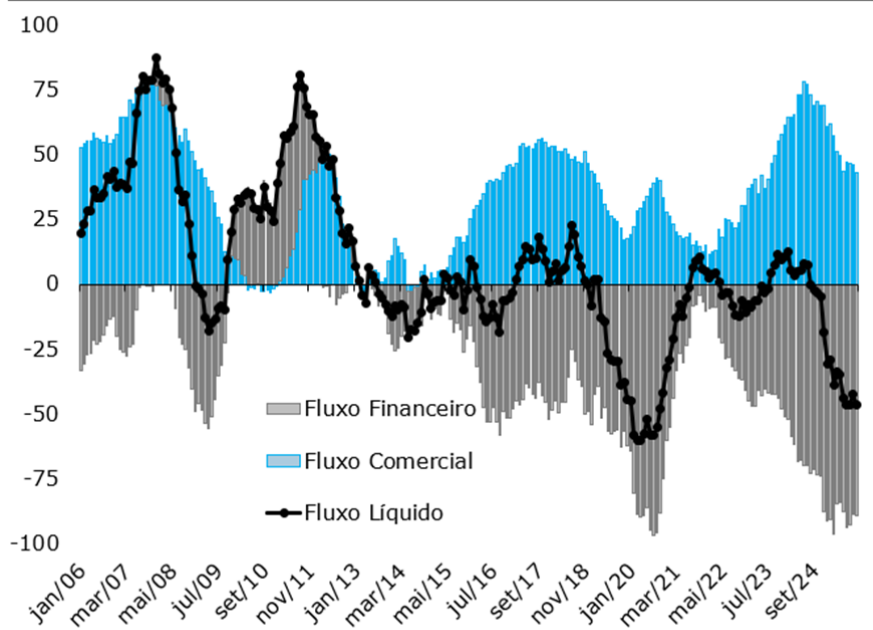
* Soma de "Serviços de propriedade intelectual", "Telecomunicação, computação e informações" e "Aluguel de equipamentos".

Sendo assim, a nossa projeção de déficit em conta corrente para este ano segue em 4% (excluindo a mudança legal do arcabouço das *bets*, já estaríamos rodando praticamente neste patamar) e para 2026 projetamos quase 5% de déficit em conta corrente.

Por outro lado, uma parcela crescente dos exportadores tem mantido as suas receitas em moeda estrangeira fora do país, reduzindo o fluxo à vista.

Até o dia 24 de outubro, o fluxo cambial líquido acumulava saldo negativo de USD 18,2 bilhões, compensado por entradas em derivativos.

Fluxo cambial líquido em 12 meses (US\$ bilhões)

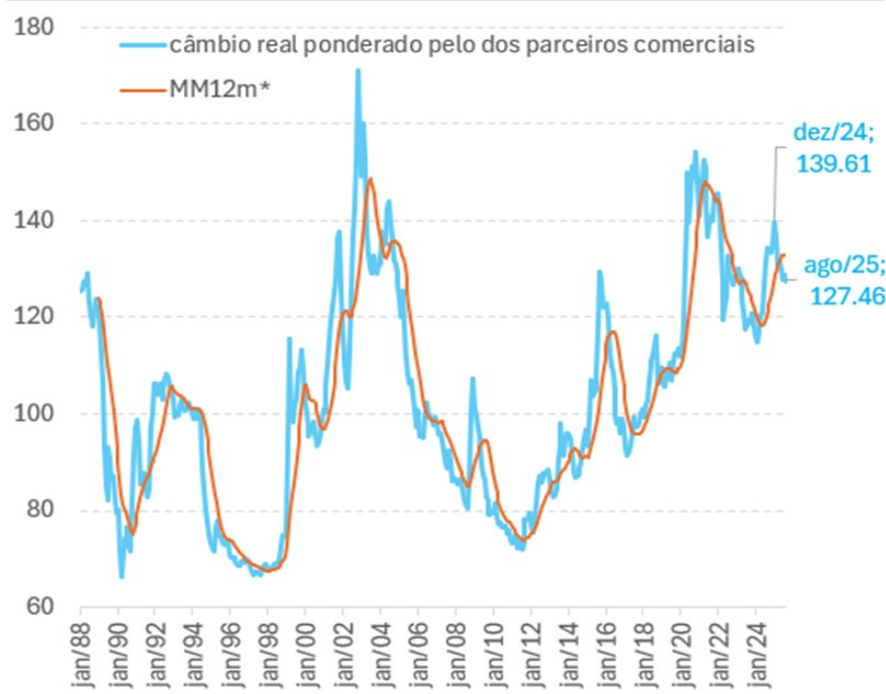


Fonte: BCB, Adam Capital.

No final deste ano, deveremos observar uma aceleração na saída de lucros e dividendos, principalmente devido à expectativa de mudanças na legislação e à sazonalidade negativa típica dos últimos meses do ano.

Esse comportamento do fluxo físico sugere uma situação de desequilíbrio da taxa de câmbio. Ainda que, neste ano, o real esteja “surfando” a onda global de um dólar mais fraco, o comportamento do nosso câmbio foi neutro em termos relativos ao de outras moedas de países que se relacionam comercialmente conosco, ou seja, o real andou mais ou menos junto com as outras moedas.

Brasil - Câmbio real calculado pelo Bacen



Fonte: BCB, Adam Capital

*Média móvel de 12 meses

Inflação e câmbio

Depois de um ano em que o câmbio, o petróleo e o excesso de alimentos “salvaram” cerca de 2 pontos percentuais de inflação (IPCA), não deveremos ter essa mesma sorte no ano que vem.

Projetamos IPCA de 5,5% a 6,8% em 2026, a depender do câmbio (estável ou subindo), com a parte de serviços ainda acima do consenso das expectativas.

O baixo PIB potencial da economia brasileira, a recomposição de margens em segmentos intensivos em mão de obra e a inércia de contratos como o de aluguel, planos de saúde, energia elétrica etc. continuarão dificultando muito a convergência.

Já o câmbio deve tender à depreciação, com faixas de R\$ 5,40 a R\$ 6,50 sendo cenários plausíveis até o próximo ciclo eleitoral.

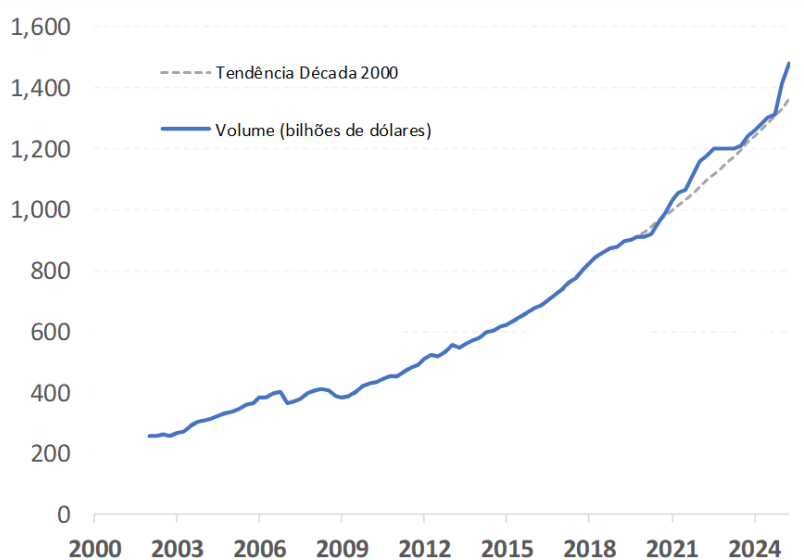
4. Tópico Especial – IA e o Novo Regime do r^*

O tema central deste mês é a transformação estrutural provocada pela explosão de investimentos em inteligência artificial e suas implicações sobre a taxa neutra de juros

O motor estrutural: capex exponencial

A dinâmica recente nos Estados Unidos revela um crescimento exponencial do investimento em capital físico e digital — data centers, semicondutores, energia e infraestrutura de conectividade.

EUA - Volume de Investimentos relacionados à IA medido pelo PIB



Fonte: BEA, Adam Capital

Em um arcabouço teórico de Cobb-Douglas com retornos crescentes ao capital, esse ciclo implica que o estoque de capital K (t) cresce mais rapidamente que o produto, deslocando a fronteira de produção e elevando o r^* estrutural.

A consequência macroeconômica é dupla:

1. A demanda por fundos emprestáveis aumenta persistentemente, elevando o equilíbrio real de longo prazo das taxas de juros;
2. A produtividade acelera, mas parte dos ganhos se manifesta como inflação setorial de escassez, concentrada em bens e serviços não facilmente escaláveis.

5

O papel dos índices de preços

A mensuração dessa inflação é crucial.

O CPI, de estrutura Laspeyres, tende a aumentar o peso de itens que se tornaram mais caros (energia, aluguel, equipamentos), gerando um viés de persistência inflacionária.

Já o PCE, de metodologia chain-Fisher, ajusta continuamente os pesos e incorpora substituição — logo, captura melhor o efeito desinflacionário da produtividade.

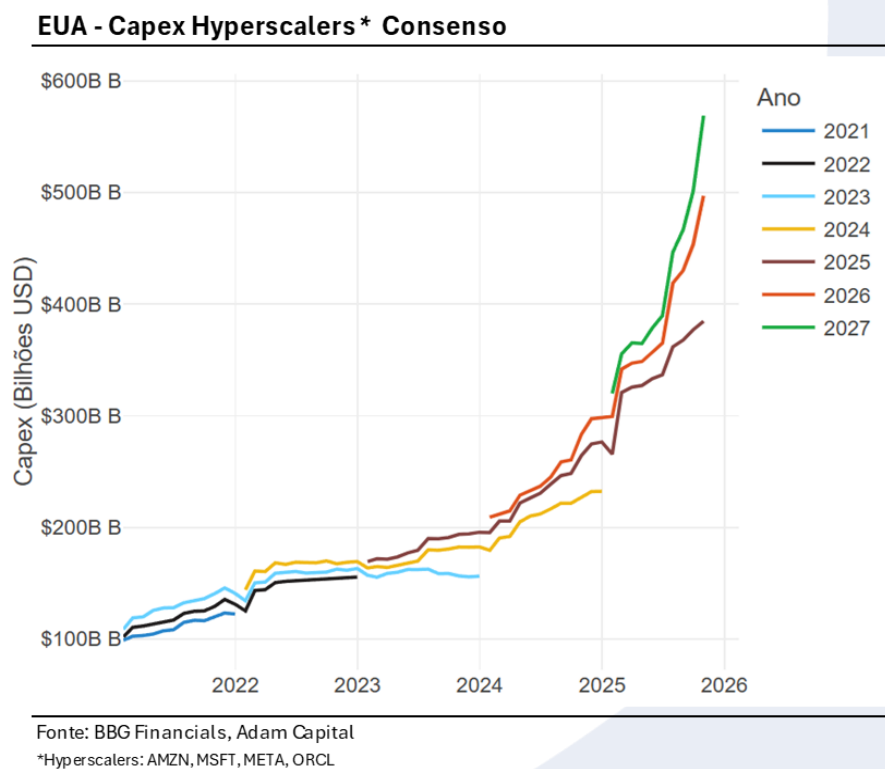
Mesmo assim, quando os bens afetados têm elasticidade de substituição baixa, o efeito líquido é de inflação mais resiliente e, portanto, de r^* mais alto por mais tempo.

Interpretação de política e mercado

Esse novo regime implica que:

- O equilíbrio monetário clássico (de r^* estável e previsível) perde validade;
- Curvas de juros globais devem carregar prêmios de prazo mais elevados;
- A inflação medida (particularmente o CPI) pode superestimar a pressão de demanda, levando a ciclos monetários mais longos;
- A política fiscal e os mercados de dívida se tornam mais sensíveis ao custo de capital, exigindo prudência na gestão de duration e alocação.

Talvez também por este motivo, desde 2019, a correlação entre crescimento do capex em IA e o nível implícito de r^* (extraído de curvas reais) esteja subindo — um salto que evidencia a dominância desse novo fator estrutural.



¹ <https://www.bea.gov/help/faq/1006>. Changes in quantities and prices are calculated using a Fisher formula that incorporates weights from two adjacent time periods. Because the Fisher chain-weighting formula is the basis for the PCE chain-type quantity and price indexes, weights change every quarter and there are no fixed weights associated with their derivations. However, shares computed from current-dollar PCE expenditures approximate the relative-importance weights used to construct the percent changes for chain-type PCE quantity and price indexes for a given period. These expenditure values can be found in underlying NIPA table 2.4.5U. on BEA's Web site. For more information on constructing chain-type price and quantity indexes, please see chapter 4 of the "NIPA Handbook: Concepts and Methods of the U.S. National Income and Product Accounts."

5. Mercados e Posicionamento

Em linha com essa leitura:

- Mantemos postura neutra a levemente defensiva em juros nominais, privilegiando proteções via NTN-B curtas e posições em inclinação.
- No câmbio, seguimos com posição comprada em dólar, sustentada pela piora das contas externas brasileiras, pela divergência de política fiscal e também pela atração estrutural de capitais em direção aos Estados Unidos.
- As empresas de inteligência artificial, que estão liderando o ciclo de investimentos exponenciais, precisarão captar volumes crescentes de recursos nos mercados de capitais globais para financiar a expansão de seus projetos de infraestrutura, chips, energia e dados.
- Esse processo tende a drenar dólares do resto do mundo em direção aos EUA, fortalecendo o dólar de forma estrutural, à medida que investidores internacionais realocam portfólios para financiar essa nova fronteira tecnológica.
- O resultado é um viés de apreciação do dólar global — e, por consequência, uma tendência de depreciação marginal do real no médio prazo, mesmo em cenários de estabilidade dos fundamentos domésticos.
- Em crédito, permanecemos de fora deste mercado, como sempre estivemos.
- Em renda variável, seguimos comprados em Nasdaq porque vemos neste índice uma oportunidade de estarmos em ativos vinculados à IA, particularmente em empresas com capacidade de reinvestimento acima da média.

6. Conclusão

O ciclo atual não é apenas mais um capítulo de expansão tecnológica: é a materialização de uma transição estrutural em que o capital volta a ser escasso e o custo do dinheiro, estruturalmente mais alto.

Para investidores, isso significa conviver com curvas mais inclinadas, inflação medida mais resistente e um novo equilíbrio entre produtividade e custo de capital.

Continuamos a basear o nosso processo de investimento em fundamentos e em uma leitura independente das tendências de longo prazo, buscando preservar o valor real do portfólio em meio às mudanças globais que mencionamos nesta Carta.



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



ADAM Capital

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

www.adamcapital.com.br