

Carta mensal

Novembro 2025

Ao longo do 1º semestre deste ano, sempre discordamos da percepção dominante de que os Estados Unidos inevitavelmente caminharão para uma desaceleração ou recessão em face do forte aumento das tarifas, pois argumentávamos que isso não seria suficiente para gerar uma compressão intolerável das margens de lucro. Conforme exposto em Cartas passadas (p.e. a de julho/25), *“Há evidências fortes de que boa parte da compressão de margens de lucro ficou na China”* e *“Além disso, é possível provar matematicamente que a margem (das empresas) pode permanecer constante com o PPI variando muito acima do CPI.”*

Da mesma forma, nossas projeções apontavam que os Estados Unidos estariam crescendo em um ritmo de 3% no final deste ano, na comparação com o último trimestre do ano passado, e seguimos projetando um número próximo deste (2,8%). Para efeito de comparação, o *Fed¹* chegou a projetar apenas 1,4% de PIB para esta mesma base de comparação (4º tri contra o 4º tri).

Entretanto, os indicadores de atividade mostram resiliência significativa. O *Nowcast* de PIB dos EUA — indicador do Federal Reserve de Atlanta — estima que a economia americana esteja rodando com um crescimento anualizado em torno de 4% neste 3º trimestre de 2025, sustentado por demanda interna robusta, emprego firme e forte expansão do investimento em tecnologia. Mesmo com tarifas mais altas, a inflação tem ficado abaixo do esperado, sugerindo ganhos de produtividade oriundos do uso crescente de inteligência artificial (IA).

Ao contrário de parte relevante dos analistas, não identificamos fundamentação consistente nos argumentos de que o setor de IA estaria passando por uma bolha de investimentos. Ao nosso ver é exatamente o contrário: a taxa de retorno obtida pelas empresas que começaram a utilizar estas novas tecnologias é tão alta que tornou a demanda por IA exponencialmente maior e os provedores são incapazes de ofertar seus produtos em um ritmo compatível com a demanda.

Da mesma forma, não encontramos sentido em retirar IA da conta do crescimento para dizer que “se não fosse por isso, o PIB americano estaria caindo”, porque ao longo da história econômica mundial nunca fez sentido excluir justamente aqueles setores que foram os responsáveis pelos grandes saltos tecnológicos.

Por outro lado, esta aceleração veio em um momento de forte queda da imigração, o que acaba compensando parte queda das vagas de empregos nos setores que estão implementando procedimentos de otimização de processos via IA.

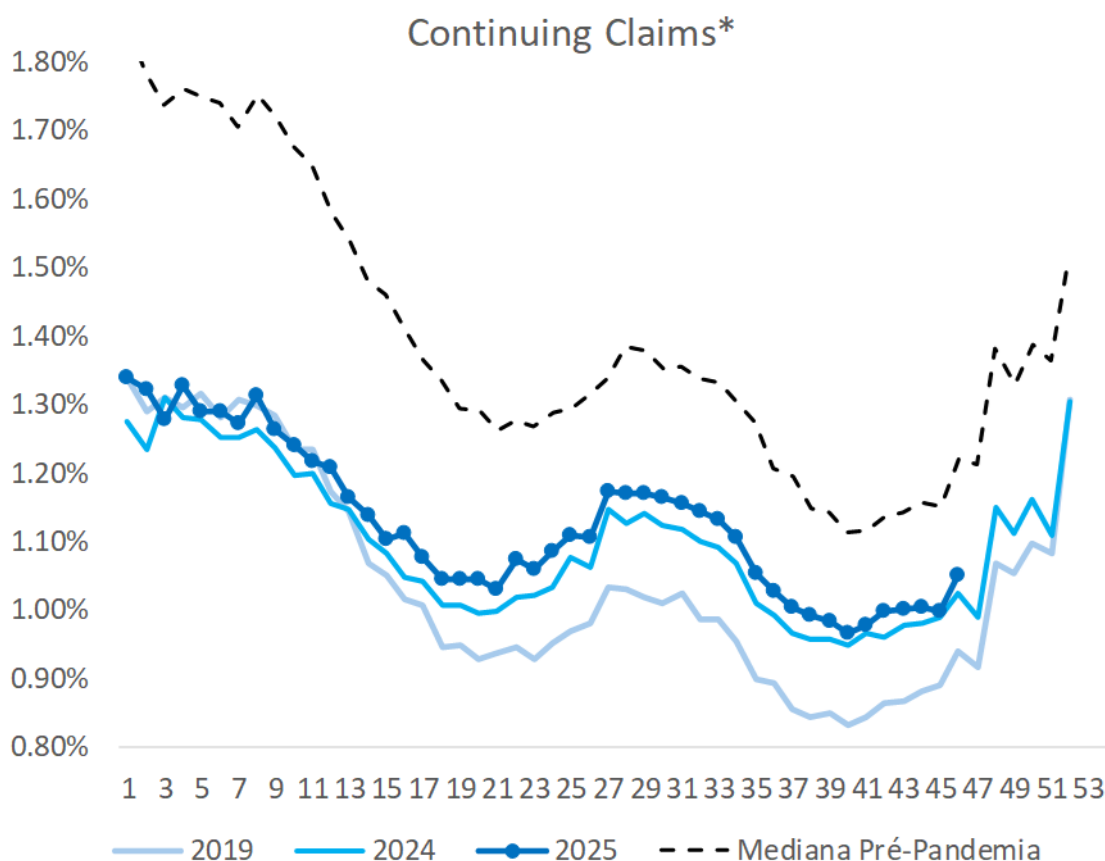
Nossas projeções sempre apontaram que os Estados Unidos estariam crescendo em um ritmo de 3% no final deste ano, na comparação com o último trimestre do ano passado, e seguimos projetando um número próximo deste (2,8%).

Ao contrário de parte relevante dos analistas, também não vemos o menor sentido nos argumentos de que o setor de IA estaria passando por uma bolha de investimentos.

¹ *Federal Reserve*, o banco central dos Estados Unidos.

Os efeitos desse ciclo podem ser observados também no mercado de trabalho norte-americano. As solicitações de seguro-desemprego permanecem próximas das mínimas históricas, mesmo ajustando pelo tamanho da força de trabalho. A firmeza do emprego e do consumo reforçam a leitura de que o ciclo atual é sustentado por fundamentos reais, e não por estímulos temporários. A imigração de baixa qualificação, que no passado suavizava pressões salariais, recuou, mas até agora sem comprometer a sustentabilidade do ciclo.

EUA - Estoque de Solicitações de Auxílio Desemprego



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

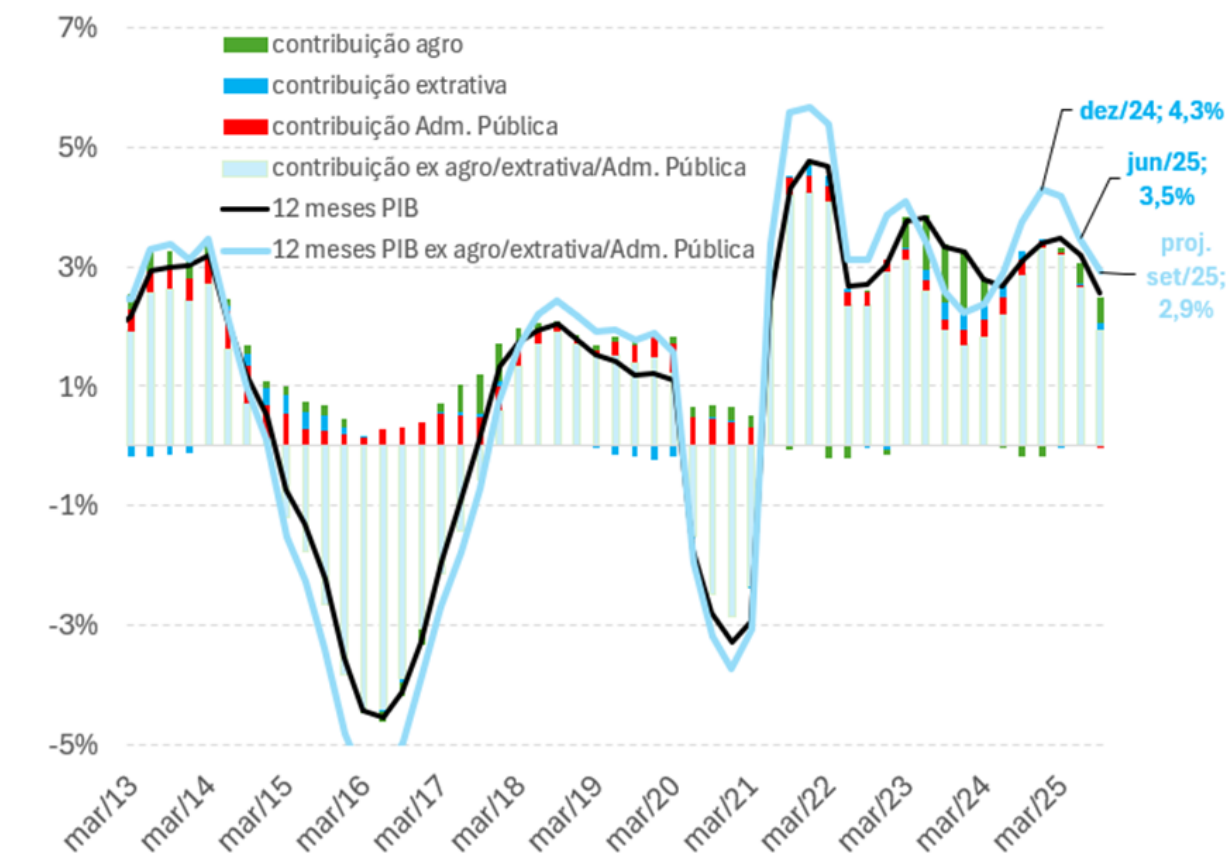
Mas diante de tanta pujança observada na economia americana, há que nos questionarmos por que o dólar ainda não engatou uma valorização (conforme esperávamos) e, ao contrário, segue perdendo da imensa maioria das moedas neste ano.

A resposta não se mostra trivial, mas certamente passa por vários fatores e principalmente pela narrativa predominante no mercado de que os Estados Unidos inevitavelmente caminhariam para um processo de estagflação. Ao longo do tempo, contudo, esperamos que o fundamento do expressivo diferencial de produtividade em favor dos EUA acabe se impondo e a moeda americana retome seu caminho de valorização.

Este pano de fundo contrasta com o cenário do Brasil, onde a combinação de restrições fiscais, baixo crescimento potencial, deterioração das contas externas e pressões estruturais sobre o câmbio cria um ambiente econômico mais desafiador e complexo.

O crescimento acumulado registrado pelo país desde 2016 — aproximadamente 20% — foi influenciado por três elementos que dificilmente se repetirão com a mesma magnitude no futuro: o grande hiato do produto (diferença entre o PIB real e o PIB potencial) deixado pela recessão de 2015–2016, a melhora expressiva dos termos de troca e a expansão do setor agropecuário, sobretudo após 2020.

Brasil - Variação do PIB acumulada em 12 meses



Fonte: IBGE, projeção Adam Capital

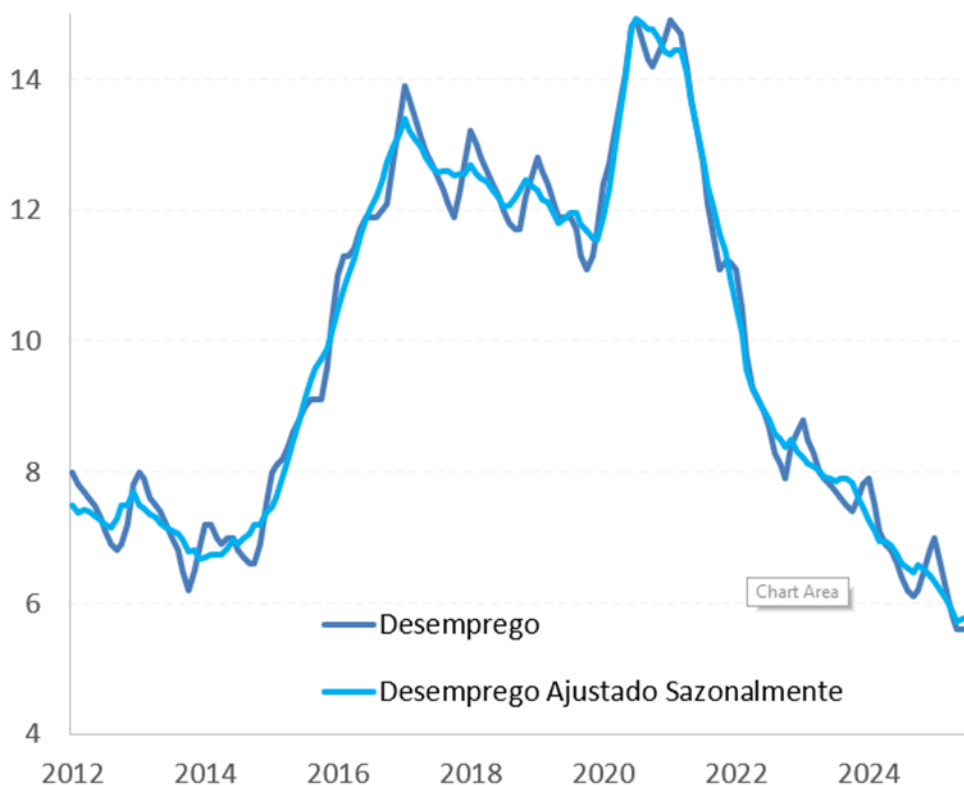
PIB do Brasil									
	Total	PIB ex agro/extrativa	PIB ex agro/extrativa /AP	Agro	Indústria Extrativa	Adm. Pública			
pesos em jun/25	100,0%	90,6%	76,6%	5,9%	3,5%	13,9%	<i>Contribuição de agro/extrativa</i>	<i>Contribuição de Adm. Pública</i>	<i>Crescimento acumulado desde 2016 do PIB total</i>
<i>taxas de crescimento em 12 meses</i>									
dez/13	3,0%	3,0%	3,1%	8,4%	-3,2%	2,2%	0,3%	0,3%	
dez/14	0,5%	0,1%	0,1%	2,8%	9,1%	0,1%	0,4%	0,0%	
dez/15	-3,5%	-4,0%	-4,8%	3,3%	5,7%	0,2%	0,2%	0,0%	
dez/16	-3,3%	-3,2%	-3,9%	-5,2%	-1,2%	0,3%	-0,3%	0,0%	
dez/17	1,3%	0,6%	0,8%	14,2%	4,9%	0,1%	0,7%	0,0%	1,3%
dez/18	1,8%	1,8%	2,2%	1,3%	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%	3,1%
dez/19	1,2%	1,5%	1,9%	0,4%	-9,1%	-0,4%	-0,2%	-0,1%	4,4%
dez/20	-3,3%	-3,9%	-3,7%	4,2%	0,9%	-4,5%	0,3%	-0,7%	1,0%
dez/21	4,8%	5,2%	5,6%	0,0%	3,6%	2,6%	0,2%	0,4%	5,8%
dez/22	3,0%	3,5%	3,9%	-1,1%	-1,4%	1,6%	-0,1%	0,2%	9,0%
dez/23	3,2%	2,1%	2,2%	16,3%	9,2%	1,6%	1,3%	0,2%	12,5%
dez/24	3,4%	3,9%	4,3%	-3,2%	0,5%	1,8%	-0,2%	0,3%	16,3%
set/25	2,6%	2,2%	2,5%	7,6%	3,0%	0,5%	0,6%	0,1%	18,6%

Fonte: IBGE; elaboração Adam Capital

O hiato do pós-recessão permitiu um crescimento acima do potencial sem pressões inflacionárias imediatas. Paralelamente, os termos de troca — impulsionados pelo boom das *commodities* — atingiram níveis excepcionalmente altos, especialmente entre 2020 e 2022. A contribuição do setor agropecuário também foi significativa. Em proteínas animais, esperamos que o setor continue oferecendo suporte marginal nos próximos anos, embora sem a mesma intensidade observada recentemente.

Ao mesmo tempo, o mercado de trabalho brasileiro atingiu em 2025 sua menor taxa de desemprego desde a série pós-pandemia — 5,4%. O gráfico abaixo evidencia essa queda acentuada em relação ao pico de 14,6% observado em 2021. Essa melhora, embora positiva, ocorre em um ambiente de baixa produtividade, o que limita a capacidade de expansão sustentada do PIB sem gerar pressões inflacionárias adicionais.

Taxa de desemprego pela PNAD (%)



Fonte: IBGE, Adam Capital.

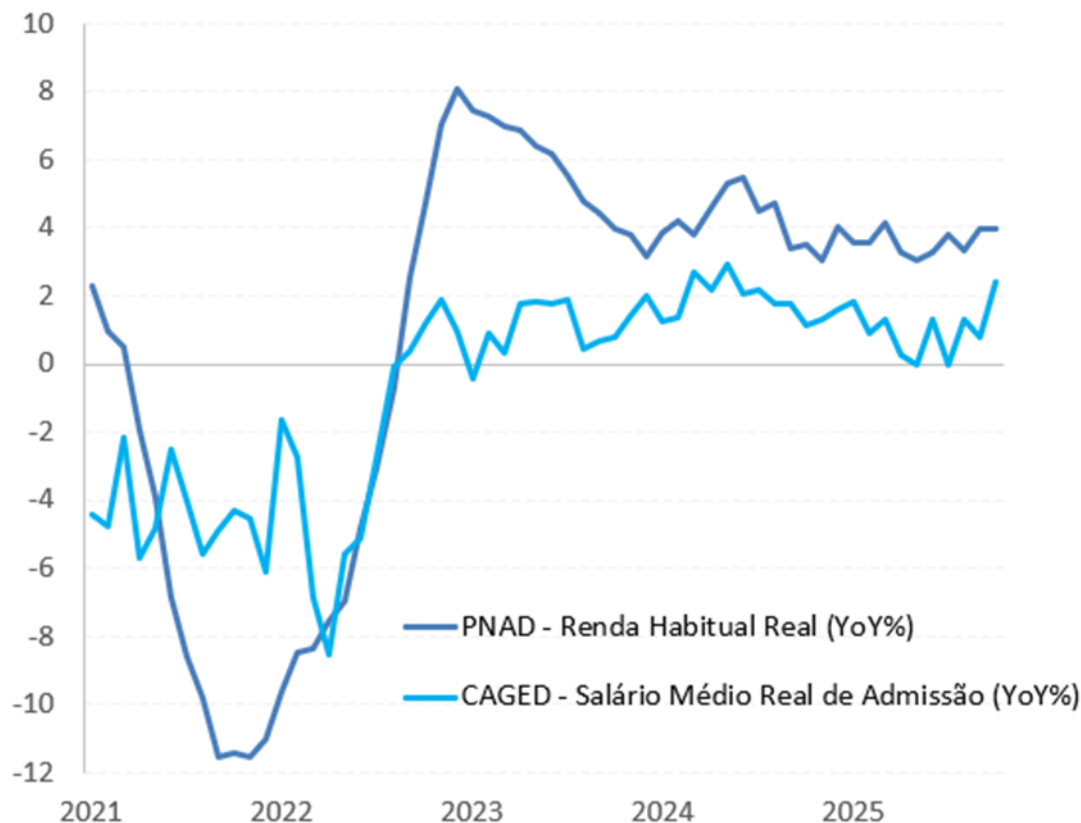
O crescimento do salário real médio é outra evidência de que a economia se encontra sobreaquecida. Tanto o *Caged* – Cadastro Geral de Empregados e Desempregados – como a *PNAD contínua* - Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua – são indicadores que apontam para uma oferta restrita de mão de obra.

Após a forte contração de renda observada em 2021 e início de 2022 — reflexo da reabertura pós-pandemia, da elevação do desemprego e do choque inflacionário — o crescimento dos salários reais passou a acelerar de forma persistente.

A partir de meados de 2022, o gráfico mostra uma recuperação vigorosa dos salários reais, com a PNAD registrando taxas próximas a 7% ao ano no auge do movimento. Embora esse ritmo tenha moderado em 2023 e 2024, ele ainda se mantém claramente positivo e acima da tendência de longo prazo de crescimento da produtividade (que excluindo o setor agrícola tem apresentado taxas negativas na maioria dos setores²).

² Estudos publicados pelo próprio Banco Central do Brasil abordaram este tema, como em dezembro de 2023 (*Análise setorial do PIB e da produtividade do trabalho* - <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202312/ri202312b1p.pdf>).

Salário real no Caged e na PNAD (crescimento anual contra os mesmos meses do ano anterior - %)



Fonte: IBGE, MTE, Adam Capital.

O comportamento dos salários registrados no Caged reforça essa leitura. Mesmo com maior volatilidade, a tendência é a mesma: aceleração real do salário médio de admissão, compatível com um mercado de trabalho apertado e, consequentemente, com pressões de demanda nos segmentos de serviços.

Esse padrão tem grande relevância macroeconômica. Em economias onde a produtividade cresce pouco — caso do Brasil — uma expansão persistente dos salários reais acima do potencial tende a se refletir em pressões inflacionárias, especialmente nos serviços, cujo peso no IPCA e no PIB é elevado e cuja oferta responde lentamente.

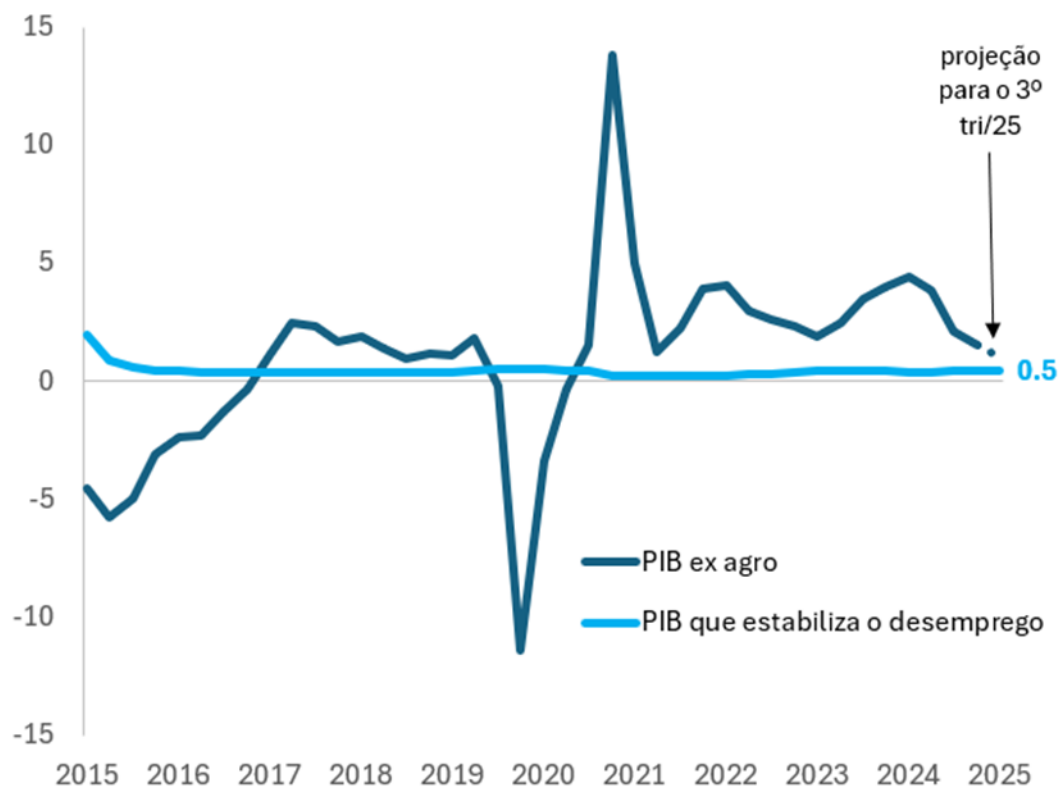
Assim, a convergência entre crescimento robusto dos salários reais, desemprego em níveis mínimos, NUCI elevado e inflação de serviços crescente, indica que o país se aproxima de um ponto em que qualquer estímulo adicional à demanda se traduz mais em inflação do que em aumento de produto.

Por outro lado, os dados recentes e a aproximação do ciclo eleitoral — quando todas as esferas de governo aceleram o gasto fiscal expansionista — indicam que o PIB brasileiro pode continuar crescendo acima do seu nível potencial no médio prazo. A aplicação da chamada *Lei de Okun*³ ao Brasil — relacionando a variação do PIB ex-agro à dinâmica do desemprego — mostra que a economia tem operado persistentemente acima do ritmo que estabiliza as principais variáveis macroeconômicas.

³ Relação entre desemprego e inflação.

O gráfico a seguir evidencia esse fenômeno de forma contundente: enquanto o PIB Potencial implícito pela relação com o desemprego se mantém em torno de 0,5% ao ano, o PIB ex-agro tem crescido de maneira sistematicamente superior desde 2017, com exceção apenas do choque de 2020.

Lei de Okun para o Brasil (%)



Fonte: IBGE, Adam Capital

Este quadro fica ainda mais claro quando se observa a taxa de crescimento do PIB ex-agro necessária para estabilizar cada variável macroeconômica mostrada abaixo:

Taxas de crescimento do PIB ex agro que estabilizam estas variáveis (%)

Desemprego	0.5
Inflação de serviços	0.1
Poupança doméstica	0.1
NUCI* da indústria	0.9

Fonte: Adam Capital

*Nível de utilização da capacidade instalada

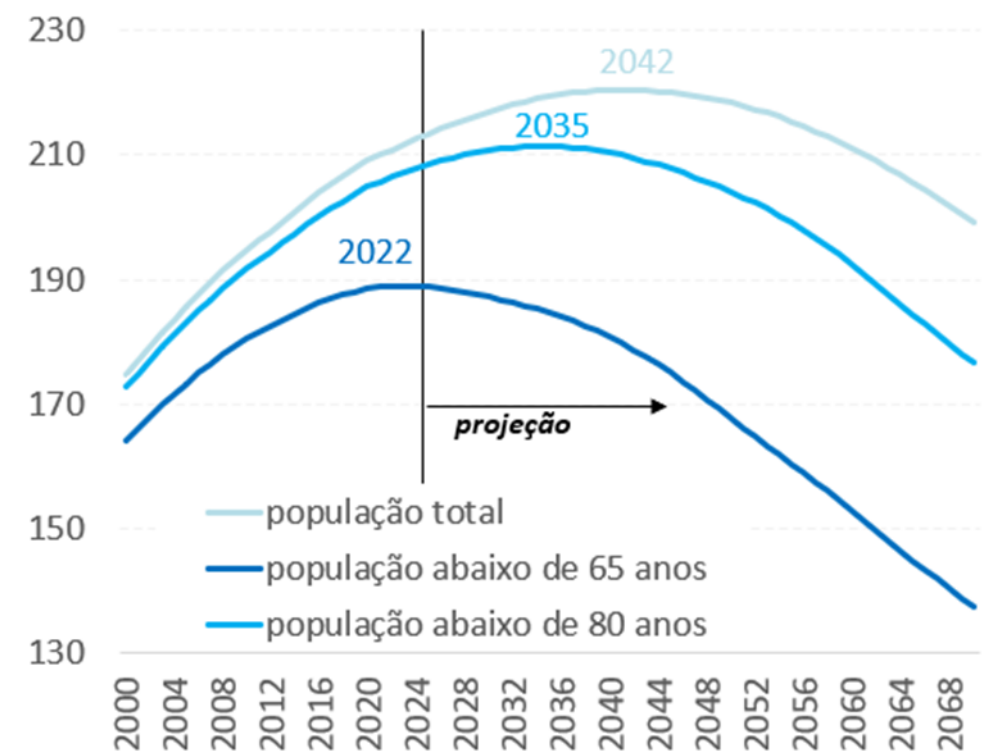
Esses números mostram que, para manter estáveis o desemprego, a inflação de serviços, a taxa de poupança e a utilização da capacidade instalada, a economia brasileira só comportaria um crescimento algo entre 0,1% e 0,9% ao ano — todos estes valores são bem inferiores ao ritmo efetivamente observado e ao longo de 2026 deveremos continuar vendo o PIB crescendo bem acima deste intervalo de equilíbrio.

O país enfrenta também uma pressão demográfica: as projeções do IBGE mostram que a população total crescerá até meados da década de 2040, mas a parcela em idade produtiva já está em queda desde 2022, marcando o fim da janela de *bônus demográfico*⁴.

A população abaixo de 80 anos deverá atingir o pico em 2035 antes de iniciar o declínio. O envelhecimento simultâneo e a redução da base ativa elevam a razão de dependência, aumentando a pressão estrutural sobre o mercado de trabalho, a previdência e a produtividade.

A população abaixo de 80 anos deverá atingir o pico em 2035 antes de iniciar o declínio. O envelhecimento simultâneo e a redução da base ativa elevam a razão de dependência, aumentando a pressão estrutural sobre o mercado de trabalho, a previdência e a produtividade.

Brasil - população projetada pelo IBGE (em milhões)



Fonte: IBGE, Adam Capital

⁴ O *bônus demográfico* é um período de oportunidade econômica em que a população em idade ativa (geralmente entre 15 e 64 anos) é significativamente maior do que a população dependente (crianças e idosos). Esse fenômeno ocorre devido à queda da taxa de natalidade, o que diminui a proporção de crianças, combinada com o fato de que o envelhecimento populacional ainda não atingiu seu pico. O resultado é uma força de trabalho grande em relação à população que não trabalha, o que pode impulsionar o crescimento econômico, se houver investimentos adequados em qualificação e produtividade. (definição do Google-Gemini).

A inflação projetada para 2026 no Brasil dependerá fortemente do comportamento do câmbio e das cadeias de serviços, principalmente nos setores de energia, educação e saúde. A inércia histórica de contratos de aluguel, planos de saúde, energia elétrica e educação, somada ao baixo crescimento potencial do país, dificulta a convergência da inflação. Desta forma – e diante das condições de hiato apertado e novos estímulos fiscais/parafiscais – provavelmente veremos uma aceleração do IPCA em 2026, ao contrário do que é apontado pelo consenso das projeções.

Neste ano de 2025, a inflação brasileira surpreendeu amplamente para baixo em relação às nossas projeções. Esse resultado, contudo, refletiu um conjunto excepcional de choques positivos de oferta: a desvalorização global do dólar reduziu pressões de preços sobre bens transacionáveis; as tarifas impostas pelos Estados Unidos deslocaram fluxos comerciais e contribuíram para aliviar preços domésticos; e a queda das commodities agrícolas e energéticas — em especial do petróleo — reforçou o alívio inflacionário. Soma-se a isso um regime climático favorável, que evitou rupturas de safra e estabilizou preços de alimentos.

Entretanto, não é realista supor que esse conjunto de impulsos benéficos se repetirá de forma recorrente. O balanço de riscos para 2026 é menos benigno: trata-se de um ano eleitoral, historicamente associado a maior volatilidade cambial, reprecificação de prêmios de risco e oscilações na curva de juros. Assim, ainda que a inflação corrente tenha se beneficiado de fatores externos e transitórios, a dinâmica prospectiva dependerá cada vez mais de fundamentos domésticos — em especial política fiscal, credibilidade do arcabouço macroeconômico e sensibilidade do câmbio a choques de confiança.

Variação anual do salário médio e da inflação de serviços no Brasil

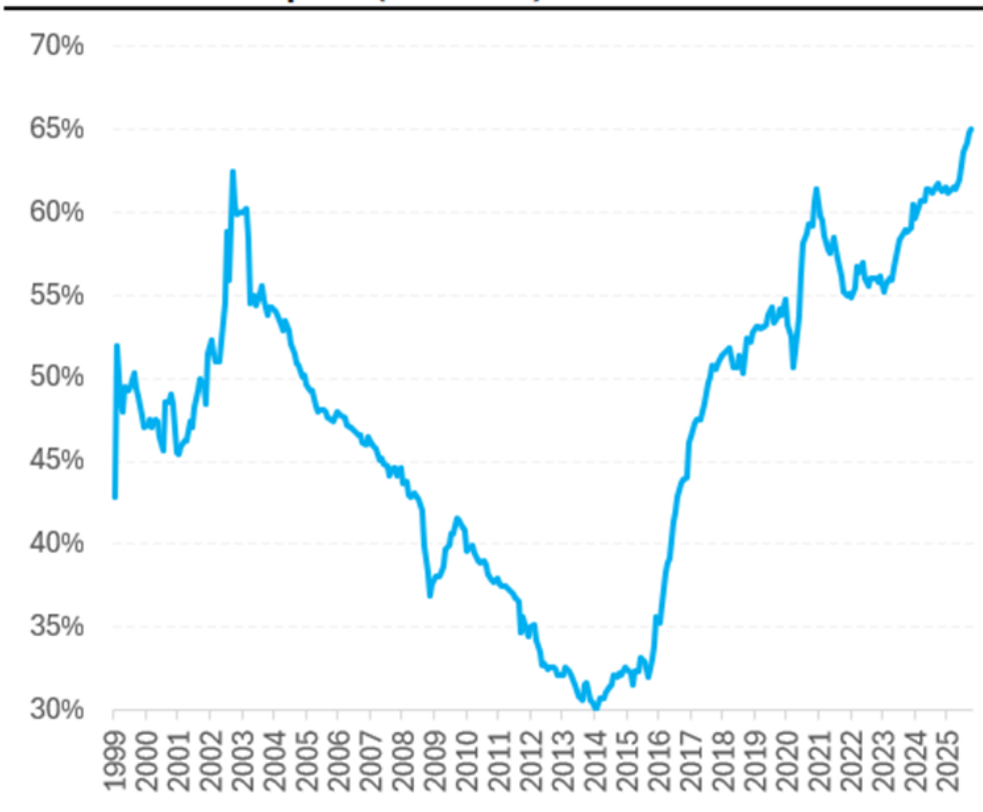


Fonte: IBGE, Adam Capital

Outro ponto importante para avaliarmos a sustentabilidade do crescimento é a dinâmica da conta corrente. Em 2017, o déficit chegou a apenas 1,25% do PIB, nível bastante confortável pelos padrões históricos brasileiros. A combinação de hiato elevado, termos de troca favoráveis, déficit externo reduzido e reformas como a trabalhista, TLP etc., criou naquela época condições raras para um crescimento real por vários anos seguidos (brevemente interrompido pela pandemia). No entanto, essas quatro condições não estarão presentes simultaneamente no futuro próximo. O déficit em conta corrente voltou a aumentar, as exportações líquidas perderam força e os termos de troca caminham para níveis mais próximos da média histórica.

No plano fiscal, a perspectiva também é desafiadora. A dívida pública cresce em ritmo acelerado, influenciada pela expansão parafiscal, gastos obrigatórios crescentes e pouca margem política para ajustes. Esse cenário restringe o espaço para cortes adicionais da taxa Selic, uma vez que a percepção de risco aumenta a sensibilidade da curva de juros a notícias fiscais negativas. No câmbio, as moedas de países emergentes tendem a reverter a tendência de apreciação em face do diferencial de produtividade favorável à economia americana, que passará a drenar recursos do resto do mundo devido ao financiamento de projetos de IA nos Estados Unidos.

Brasil - Dívida Líquida (% do PIB)



Fonte: BCB, Adam Capital

No cenário otimista, pode haver uma tentativa de retomada das reformas estruturais a partir de 2027, mas mesmo isso dependerá de a classe política em Brasília perceber algum senso de urgência, pois com o dólar tranquilo nunca houve reformas no Brasil.

Estas reformas deveriam incluir necessariamente a parte fiscal e atacar o forte crescimento do gasto obrigatório. Se estas reformas não acontecerem (cenário mais provável em vista do nosso histórico) e na ausência de choques exógenos como aumento dos termos de troca, imigração etc., não teria como a taxa de poupança doméstica abrir espaço para a necessária ampliação dos investimentos em capital humano e físico, que são essenciais para fortalecer as fundações da economia.

Ainda assim, mesmo que o mercado deixe de ser tão benevolente com o Brasil e as forças políticas considerem algum ajuste, dificilmente veremos a aprovação de reformas profundas o suficiente para gerar uma melhoria do superávit primário de pelo menos 4 pontos do PIB, que seria o mínimo requerido para estabilizar a relação dívida/PIB diante do nosso baixo crescimento potencial e do elevado juro real estrutural da nossa economia. Mesmo se usarmos as melhores estimativas de crescimento potencial do mercado, não teria como evitar um ajuste fiscal de cerca de 3 pontos do PIB para estabilizar o ritmo de expansão da dívida.

Em nosso cenário base não haverá *default* ou mesmo reestruturação de dívida pública no Brasil, mas por outro lado também não teremos reformas significativas. Muito provavelmente, essa conta será reequilibrada da forma como sempre foi por aqui: através de uma inflação bem mais alta.

Por fim, a transição estrutural da economia global em direção a taxas de juro reais mais altas e investimentos exponenciais em tecnologia deverá criar desafios e oportunidades adicionais. Uma forma dos investidores locais se protegerem deste cenário é através da diversificação, aportando parte de seus recursos em investimentos ligados às empresas líderes do setor de tecnologia, que ao nosso ver continuam negociadas a preços atrativos nas bolsas americanas (principalmente na Nasdaq). Essa leitura já se reflete na alocação dos fundos da ADAM, que mantêm exposição ao setor de tecnologia via Nasdaq, em linha com a nossa visão de longo prazo para produtividade e inovação.

(...) não é realista supor que esse conjunto de choques benéficos se repetirá de forma recorrente. O balanço de riscos para 2026 é menos benigno: trata-se de um ano eleitoral, historicamente associado a maior volatilidade cambial, reprecificação de prêmios de risco e oscilações na curva de juros.



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