

Carta mensal

Dezembro 2025

Em nossa carta de dezembro de 2024, apresentamos algumas previsões para o ano de 2025. Nossa tese principal girava em torno de: (i) a contínua disparidade entre o crescimento da economia americana e as outras economias desenvolvidas; (ii) um impacto limitado das tarifas nos Estados Unidos; (iii) a inflação global não convergir para a meta; (iv) o dólar seguir forte globalmente e (v) a deterioração dos ativos brasileiros continuar ganhando momento. Também mencionamos, de forma discreta, mas posteriormente elaborada em várias de nossas cartas mensais, os (vi) ganhos consistentes de produtividade da economia americana.

Em um esforço de reflexão e transparência, consideramos importante revisitá-las, de forma a avaliarmos os erros e acertos decorrentes.

(i) A contínua disparidade entre o crescimento da economia americana e as outras economias desenvolvidas.

Elaboramos naquela carta diversos argumentos que justificavam uma pujança da economia americana, como o afrouxamento monetário pelo FED, a valorização da riqueza das famílias, e os ganhos de produtividade. Na época, projetávamos um crescimento de 2.8% para o ano de 2025. Considerando a estimativa do *nowcasting*¹ do FED de Atlanta para o quarto trimestre do ano passado, o PIB americano fecharia o ano com um crescimento de 2.6%*, bem próximo ao número que tínhamos e bem acima dos 2.1% que o mercado projetava na virada do ano (vale lembrar que os analistas chegaram a projetar um PIB tão baixo quanto 1.3% para 2025).

*Julgamos esse valor ainda subestimado, uma vez que ainda não incorpora os dados de novembro, mês que teve fim o shutdown e também cujos anedóticos do feriado do *Thanksgiving* sugerem vendas robustas. Caso o *nowcasting* vá para 4%, o ano fecharia com crescimento de 2.9%, até acima do que projetávamos.

EUA - Cresc. (%) do PIB 2025 (Mediana das Expectativas da BBG)



Fonte: Bloomberg

¹ Nowcast são indicadores de projeção de alta frequência, que atualizam rapidamente as projeções na medida em que cada indicador econômico vai sendo divulgado.

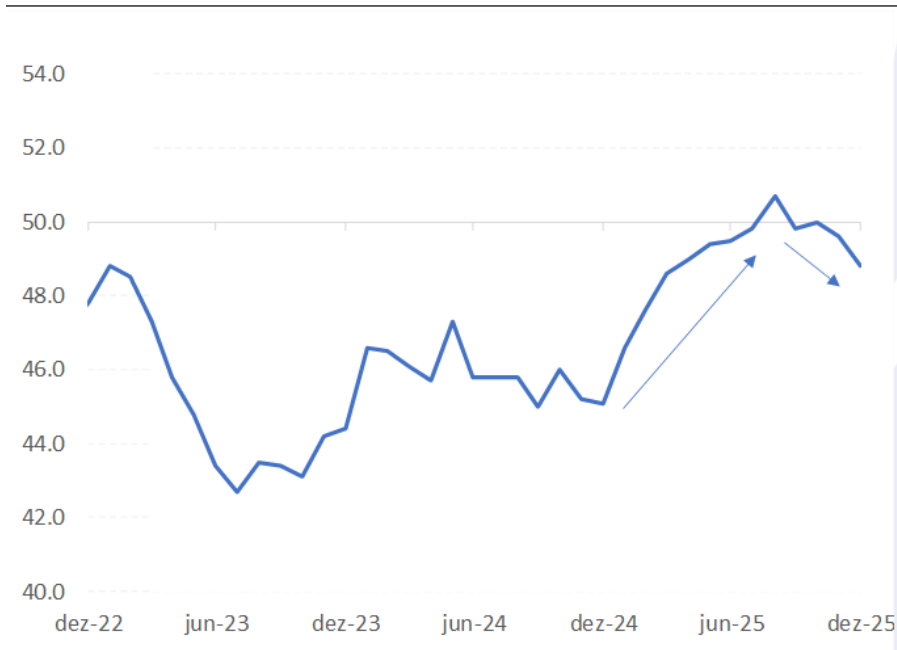
Dito isso, e com um gap de aproximadamente de 1 p.p entre as taxas de crescimento da economia americana e de *peers* como Zona do Euro, Reino Unido, Japão e Canadá no terceiro trimestre de 2025 (contra o mesmo trimestre do ano anterior,) poderíamos dizer que acertamos o ponto.

Crescimento do PIB - a/a (%)	set/25	jun/25	mar/25	dez/24	set/24
EUA	2.3	2.1	2.0	2.4	2.8
Canadá	1.4	1.6	2.9	3.1	2.4
Zona do Euro	1.4	1.6	1.6	1.3	1.0
Suíça	0.5	1.5	2.3	1.6	1.8
Reino Unido	1.3	1.4	1.8	1.9	1.3
Austrália	2.1	2.0	1.4	1.3	0.8
Japão	0.6	2.0	1.6	0.6	0.8

Fonte: Bloomberg, Adam Capital

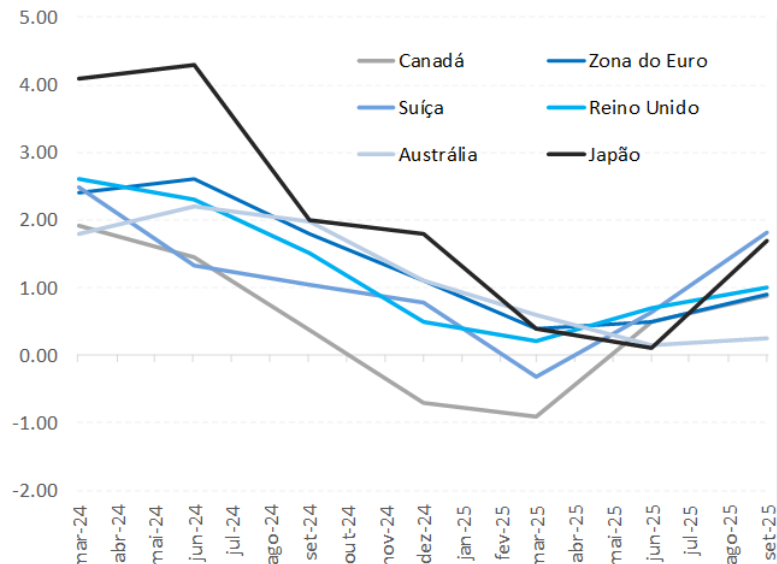
No entanto, nós também subestimamos o crescimento das demais economias, que acabaram sendo beneficiadas pela incerteza proporcionada pela gestão do Trump: o vai-e-vem das tarifas e as contínuas ameaças levaram os americanos a antecipar importações por diversos meses, o que trouxe um dinamismo e impulsionou a indústria global, principalmente na primeira metade do ano. Como resultado, apesar dos EUA continuarem crescendo acima dos seus *peers*, o diferencial (pelo menos aquele medido pelo PIB, que julgamos ter várias imperfeições) foi menor do que esperávamos.

Zona do Euro - PMI de Manufaturas



Fonte: Bloomberg

Diferencial de Crescimento com relação aos EUA*



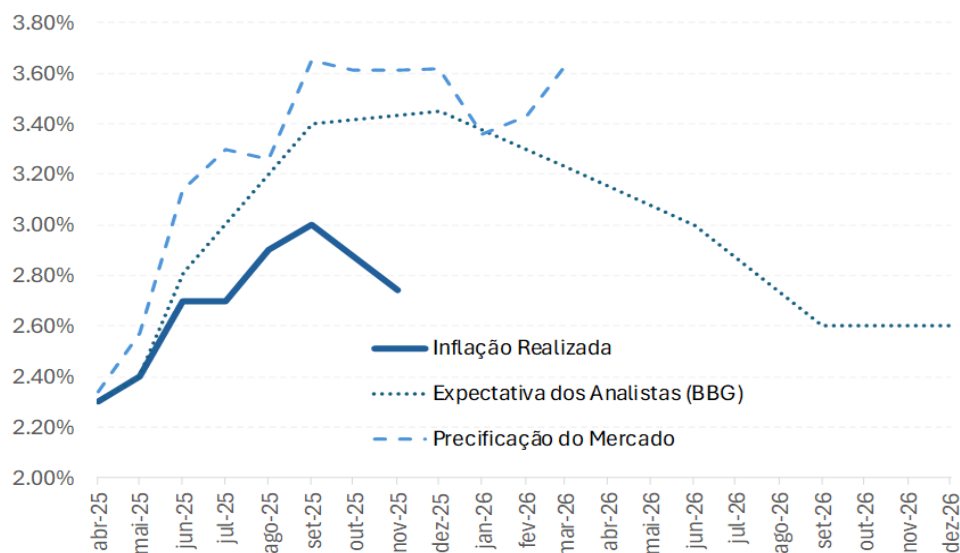
Fonte: Bloomberg, Adam Capital | *PIB EUA a/a (%) - PIB do países a/a (%)

(ii) Um impacto limitado das tarifas nos Estados Unidos

Houve, de fato, um impacto muito temporário das tarifas do Trump na estimativa do PIB americano. O PIB dos EUA apresentou uma queda anualizada de -0.6% no primeiro trimestre de 2025 vis a vis o último trimestre de 2024. Ao que se seguiu, o segundo e o terceiro trimestre cresceram 3.8% e 4.6% respectivamente. O quarto trimestre ainda não foi divulgado, mas segundo o *nowcasting* do FED de Atlanta (GDPNow), cresceu perto de 3%.

Para além da atividade, a inflação também se mostrou muito bem comportada, especialmente levando em consideração as projeções astronômicas que o mercado desenhou após o anúncio das tarifas em abril de 2025. Naquela época, defendemos que o impacto seria muito menor, porque parte desse aumento de custo seria absorvida pelos produtores internacionais, sendo o repasse ao consumidor americano muito mais sutil do que o antecipado. De fato, a inflação proporcionada pelas tarifas foi muito mais comedida. O gráfico abaixo compara a inflação realizada com as projeções do mercado e dos analistas, coletadas pela Bloomberg no dia 2 de maio de 2025 (um mês depois do anúncio).

EUA: Expectativas de Inflação* em 02/Maio/25



Fonte: Bloomberg, Adam Capital | *Inflação do CPI

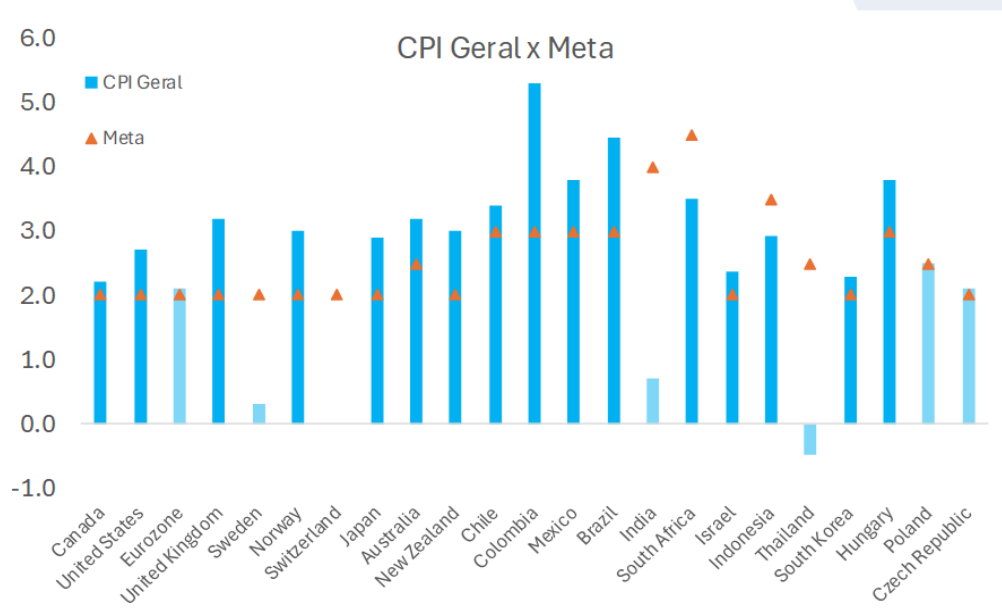
(iii) A inflação global não convergiria para a meta

Acertamos parcialmente este ponto: embora alguns países/regiões tenham conseguido convergir* o **índice geral** de inflação – como o caso da Zona do Euro, Polônia, República Checa – e outros ainda tenham ficado abaixo da meta – como a Índia, Tailândia, Suíça e a Suécia –, **os núcleos*** em sua grande maioria seguiram elevados.

*Considerando um desvio de 10 bps em ambas as direções

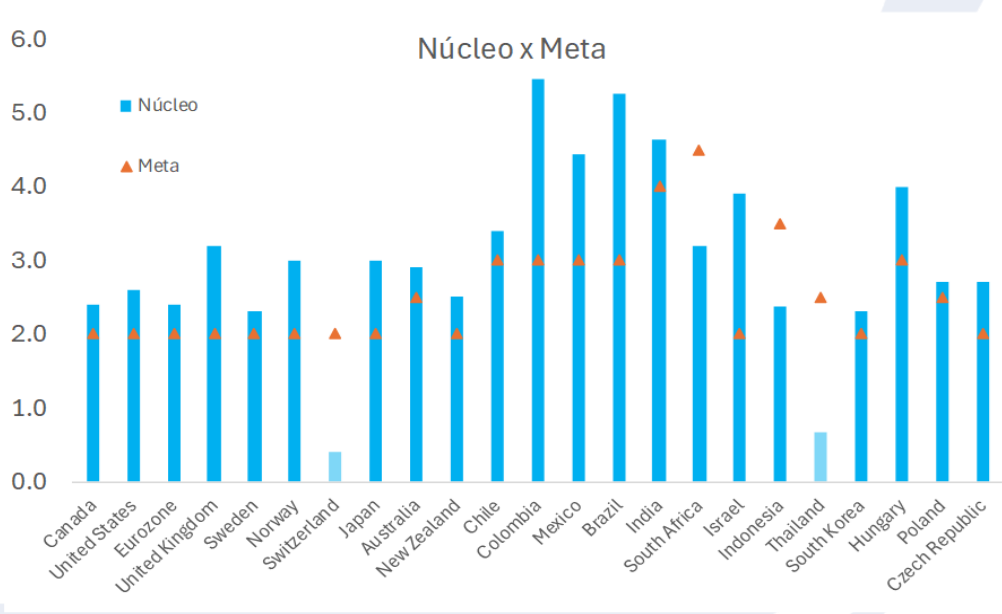
**Medidas de inflação – muitas vezes usadas como meta dos Bancos Centrais – que excluem itens mais voláteis, como alimentos e energia

Diferença entre a Inflação e a Meta



Fonte: Bloomberg, Adam Capital

Diferença entre a Inflação do Núcleo e a Meta



Fonte: Bloomberg, Adam Capital

(iv) O dólar seguiria forte globalmente

Este foi o nosso maior erro ao longo de 2025, principalmente porque dele se desdobraram outros erros (citados no item v). Acreditamos que parte disso seja explicada pela gestão imprevisível do Trump, que gerou bastante ruído na implementação das tarifas, assim como em suas tentativas de intervenção no FED. A narrativa que perdurou ao longo do ano, e da qual não concordamos (pelo contrário!), foi a do fim do “excepcionalismo americano”.

Nesse contexto, o *carry* elevado de algumas moedas e os fluxos financeiros de curto prazo acabaram prevalecendo, neutralizando vetores estruturais negativos, como a deterioração fiscal em alguns emergentes (p.e. Brasil) e desenvolvidos (tais como na China, Japão). Do ponto de vista de portfólio, esse movimento resultou em perdas nas posições em moedas e reduziu a assimetria positiva de estratégias que dependiam de um cenário de maior estresse cambial, impactando a performance dos fundos ao longo do ano.

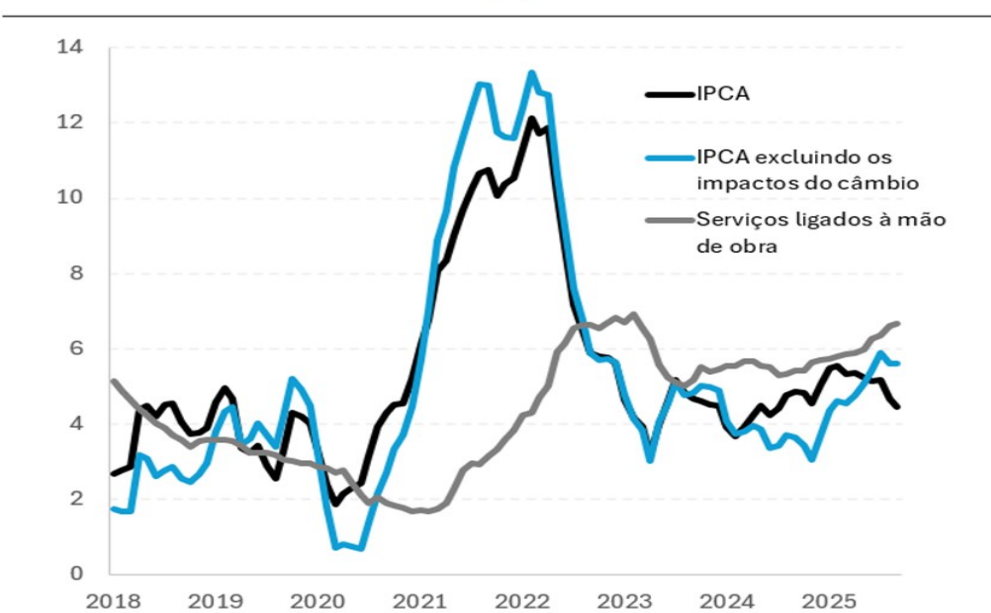
(v) A deterioração dos ativos brasileiros continuaria ganhando momento

Embasamos este argumento com nossa projeção de inflação acima do consenso, do fiscal e balanço de pagamentos em deterioração, e com nossa visão de que o BCB não entregaria todas as altas de juros precificadas. A nossa projeção de Selic em dezembro de 2024 era de 15% para o final de 2025, precisamente o nível em que encerrou o ano, porém contando com um nível de câmbio e de inflação bastante superiores aos verificados. Na realidade, nosso erro na hipótese de câmbio explica boa parte do erro na projeção de inflação.

O gráfico abaixo mostra que a inflação cadente do IPCA em 12 meses (linha preta) foi em boa parte ancorada na valorização cambial observada ao longo deste ano de 2025.

Isolando-se este efeito², entretanto, percebe-se o contrário: a inflação excluindo o impacto cambial está acelerando (linha azul). Neste sentido, embora tenhamos errado a inflação cheia, os núcleos dos serviços mais diretamente ligados à demanda têm vindo em linha com a nossa projeção e este segmento da inflação, ao nosso ver, é a parte mais importante para a política monetária!

IPCA acumulado em 12 meses (%)*



Fonte: IBGE, BCB, Adam Capital.

* dados até nov/25

² Obtivemos a contribuição estimada do câmbio usando os coeficientes da função de resposta a impulso estimada pelo Banco Central e divulgada no Relatório de Inflação de junho de 2024 (ver em “[Atualização dos modelos semiestruturais de pequeno porte](#)”).

Cenário prospectivo

Sendo assim, a observação do gráfico anterior nos permite concluir 2 pontos que são importantes para o nosso cenário prospectivo.

Em primeiro lugar, há pressões domésticas persistentes (serviços, salários, demanda) ganhando peso. Além disso, o espaço para desinflação adicional fica mais limitado sem um aperto adicional de condições financeiras ou uma desaceleração mais clara da atividade.

Por fim, o gráfico reforça a tese de que a desinflação recente foi fortemente ajudada por choques favoráveis, sobretudo cambiais, mas também relacionados à imposição de tarifas pelos EUA (o que acentuou a deflação na China), à queda no preço do petróleo, ao clima favorável etc.

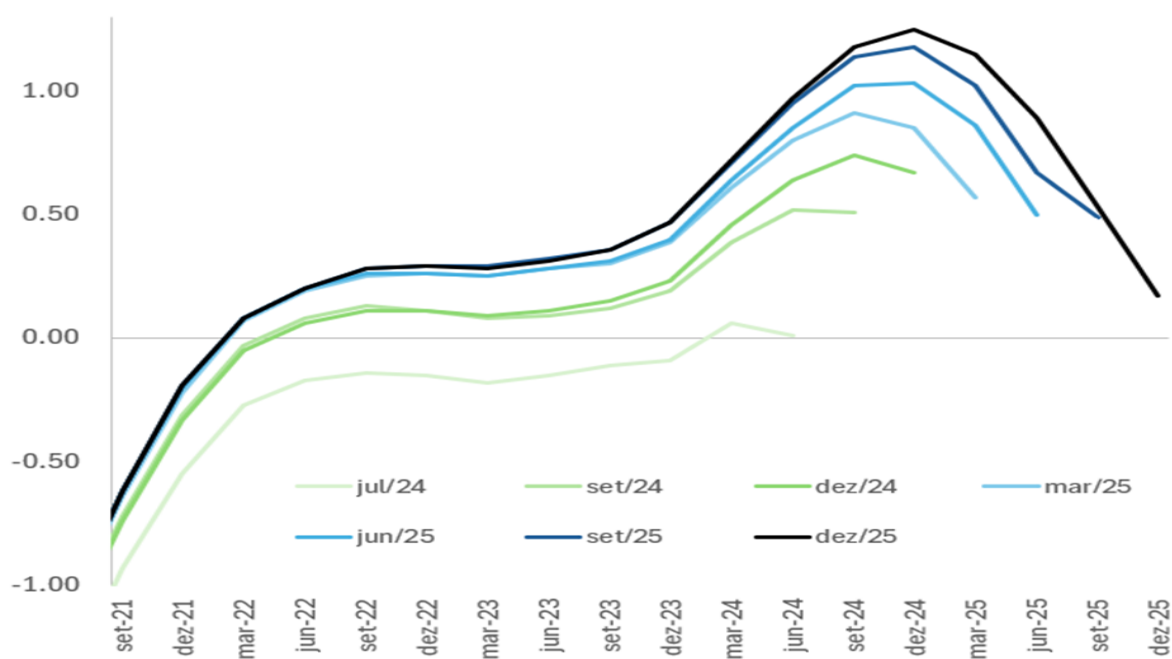
À medida que esse vento deixar de soprar — ou mudar de direção — a inflação passará a revelar um núcleo mais resistente, compatível com uma economia operando próxima do seu limite não inflacionário de crescimento.

Isso nos conduz ao próximo ponto: quando o nosso banco central vai poder reduzir a Selic?

Desde o início, Gabriel Galípolo tem surpreendido muito positivamente na sua condução de banqueiro central, realçando sempre o dever da autoridade monetária em se manter vigilante, mesmo diante da queda observada das expectativas de inflação e das projeções de inflação do Copom (ainda que estas estejam acima da meta).

Adicionalmente, mantemos o nosso diagnóstico de demanda doméstica forte e, por outro lado, o banco central tem sistematicamente subestimado o grau de pressão da demanda sobre a inflação, conforme medido (inclusive) pela sua própria estimativa de hiato³. O gráfico abaixo é bem ilustrativo a este respeito:

Estimativas do hiato do produto do Banco Central (em p.p.)



Fonte: BCB; elaboração: Adam Capital

³ Hiato é uma estimativa do grau de aquecimento da economia. Quando o hiato é positivo, observa-se que o PIB está operando acima do potencial de crescimento não inflacionário da economia. Por outro lado, se o hiato é negativo, a economia opera com folga em termos de utilização dos fatores produtivos e pode crescer sem gerar fortes pressões inflacionárias no curto prazo.

Vejam que no final do ano passado o banco central projetava níveis muito menores de pressão da demanda sobre a inflação, mas ao longo das divulgações trimestrais do relatório de inflação estas estimativas foram sendo revisadas para cima, obrigando o BCB a “adiar” a sinalização de queda da Selic, dado o custo reputacional de cair os juros de forma errada mais uma vez, tal como aconteceu em 2020 e 2023.

Ao que tudo indica, essa pressão de demanda vai seguir aumentando, obrigando o banco central a promover novas revisões do hiato para cima. Da mesma forma que prevíamos que ocorresse em 2025, **esperamos que o PIB surpreenda positivamente também em 2026.**

Neste início de ano, veremos um impulso fiscal e parafiscal da ordem de 2% do PIB, com recursos financeiros que irão diretamente para o consumo, gerando um estímulo que pode produzir um crescimento anualizado de até dois dígitos no Consumo das Famílias no seu auge.

Medidas fiscais e parafiscais esperadas para 2026				
Tipo de estímulo		Medida	Cenário Base (% PIB)	Cenário Otimista (% PIB)
Transferências e renda disponível		Bolsa Família e benefícios associados	0.25	0.30
Transferências e renda disponível		BPC, seguro-desemprego e abonos	0.15	0.20
Transferências e renda disponível		Redução efetiva do IRPF na base	0.20	0.20
Transferências e renda disponível		SUBTOTAL Renda Direta	0.60	0.70
Crédito ao consumo (parafiscal)		Crédito consignado privado	0.30	0.45
Crédito ao consumo (parafiscal)		Crédito pessoal bancário (alongamento e spreads)	0.15	0.25
Crédito ao consumo (parafiscal)		SUBTOTAL Crédito Consumo	0.45	0.70
Crédito habitacional (funding direcionado)		SFH – elevação do teto do imóvel para R\$ 2,25 mi	0.10	0.20
Crédito habitacional (funding direcionado)		FGTS liberado para contratos 2021–2025 (amortização/entrada)	0.05	0.12
Crédito habitacional (funding direcionado)		Crédito para reformas e bens duráveis ligados à habitação	0.10	0.15
Crédito habitacional		SUBTOTAL Habitação (FGTS + Poupança)	0.25	0.47
Subsídios e descompressão de despesas		Tarifa social de energia	0.10	0.15
Subsídios e descompressão de despesas		Subsídio ao gás de cozinha	0.05	0.10
Subsídios e descompressão de despesas		SUBTOTAL Subsídios	0.15	0.25
Execução orçamentária		Despesas federais discricionárias e restos a pagar	0.25	0.35
Execução orçamentária		Estados e municípios (investimentos e custeio)	0.20	0.30
Execução orçamentária		SUBTOTAL Fiscal Tradicional	0.45	0.65
TOTAL GERAL		Impulso Fiscal e Parafiscal 2026 (principalmente 1º semestre)	1.90	2.77

Fonte: Adam Capital

De uma forma geral, estes estímulos estão em linha com o padrão de outros ciclos pré-eleitorais, conforme já mostramos em Cartas passadas.

Isso tudo provavelmente ocorrerá com o mercado de trabalho no momento mais aquecido dos últimos anos, como podemos ver pela taxa de desemprego nas mínimas e com a inflação dos itens que não são sensíveis ao câmbio acelerando durante o ano de 2025, conforme vimos acima. O agravante deste quadro é que o crescimento da produtividade está muito fraco no Brasil e isso contribuiu para um PIB potencial muito baixo, de até 1% excluindo o setor agrícola, conforme mostramos na [Carta Mensal anterior](#), publicada em dezembro do ano passado.

Desta forma, em nosso cenário-base seguimos vendo como mais provável a manutenção da Selic em torno de 15% neste ano (atribuímos cerca de 60% de probabilidade). Se o Banco Central cortar a Selic, vemos uma chance elevada de frustração porque diante dos fatores listados acima, parece-nos provável que a inflação de demanda seguirá subindo.

Nos Estados Unidos, antecipamos que a economia seguirá pujante. Além dos vetores já mencionados, haverá um impulso adicional decorrente da execução do pacote do *One Big Beautiful Bill* (OB BB), aprovado no ano passado. A partir de fevereiro, parte dos indivíduos beneficiados pelas isenções fiscais passará a receber o reembolso do governo, o que deve impulsionar o PIB ao longo do primeiro e do segundo trimestres deste ano.

Este cenário baseia a nossa tese de que o FED não cortará o juro no primeiro semestre. Contudo, temos baixa convicção quanto à trajetória da inflação à frente, uma vez que identificamos duas forças atuando em sentidos opostos: de um lado, a reaceleração econômica; de outro, os ganhos contínuos e crescentes de produtividade. De todo modo, entendemos que a “put” do FED voltou a estar presente, o que indica uma forte disposição desta autoridade monetária em sustentar o crescimento econômico americano.

Do ponto de vista das geografias globais, vemos uma clara distinção no que tange à produtividade e ao dinamismo econômico entre os principais países desenvolvidos, com os Estados Unidos significativamente à frente. Nesse contexto, seguimos avaliando que as empresas americanas estão melhor posicionadas e oferecem a melhor relação risco-retorno, especialmente à luz da *underperformance* recente frente a outros índices globais.

Venezuela: por quais canais isso poderia nos afetar?

De forma sucinta, podemos dizer que os Estados Unidos voltaram a aplicar a doutrina Monroe. Para os EUA, a Venezuela não é apenas uma questão de democracia, mas de impedir que um aliado de seus rivais geopolíticos tenha uma base sólida no “quintal” americano. Assim, os EUA buscam retomar sua influência histórica no hemisfério para conter a presença de potências extrarregionais, como Rússia, China e Irã, que hoje têm forte presença em Caracas.

A consequência mais importante para o Brasil pode se dar na seara política, na medida em que a queda de Maduro e a intervenção de Trump são apresentadas em meio a uma narrativa de vitória da liberdade. Para o governo brasileiro, o evento é potencialmente ruim em alguns aspectos. Primeiramente, o presidente Lula enfrenta um dilema. Ao condenar a ação dos EUA como uma “afronta à soberania”, ele corre o risco de ser pintado como defensor de um regime autoritário, o que afasta o eleitor de centro, crucial para 2026. O tema gera divisões internas na base do governo. Setores mais à esquerda defendem a autodeterminação dos povos e condenam o que chamam de “imperialismo americano”. Setores moderados, por outro lado, temem que essa defesa possa inviabilizar o projeto eleitoral e pressionam por um distanciamento definitivo de qualquer figura ligada ao chavismo.

Além disso, existe o temor entre aliados do governo de que Trump tente influenciar diretamente o processo eleitoral brasileiro de 2026 como parte de sua estratégia para enfraquecer a esquerda da América Latina. Pelo lado “positivo”, avaliamos que o evento pode reduzir bastante o preço do petróleo ao longo do tempo, na medida em que a Venezuela possui uma enorme reserva subaproveitada de petróleo bruto e que agora pode rapidamente aumentar a sua produção diante de investimentos americanos. A eventual queda do preço do petróleo, por sua vez, geraria impactos baixistas na inflação brasileira. Do lado da nossa balança comercial e do câmbio, contudo, o impacto seria negativo porque o petróleo é atualmente um dos itens mais importantes na nossa pauta de exportações.

Considerações Finais

Encerramos 2025 com uma leitura clara dos erros e acertos do período e com a convicção de que a transparência na análise e a disciplina na gestão são centrais na nossa relação com os cotistas. Embora o erro no cenário cambial tenha afetado a performance, especialmente nos fundos multimercado, o comportamento dos fundos de Previdência, construídos com mandatos mais defensivos e foco em preservação de capital, evidenciou a importância da calibragem de risco e da diferenciação entre estratégias.

Entramos em 2026 incorporando os aprendizados do ciclo recente, com ajustes na forma de incorporar cenários globais aos portfólios e mantendo o foco na construção de estratégias que busquem retornos consistentes ao longo do tempo, sempre respeitando o perfil de risco e os objetivos de cada fundo.



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