

# — CARTA MENSAL • JULHO 2026 —

## NESTA EDIÇÃO

### 01 - Cenário Global

Demanda pujante e juros longos  
*Core PCE, Treasuries de 30 anos e a  
rotação no setor de tecnologia.*

### 02 - Cenário Doméstico

Alívio conjuntural, piora fiscal  
*IPCA, balanço de pagamentos e o hiato  
fiscal recorde.*

### 03 - Síntese de Posicionamento

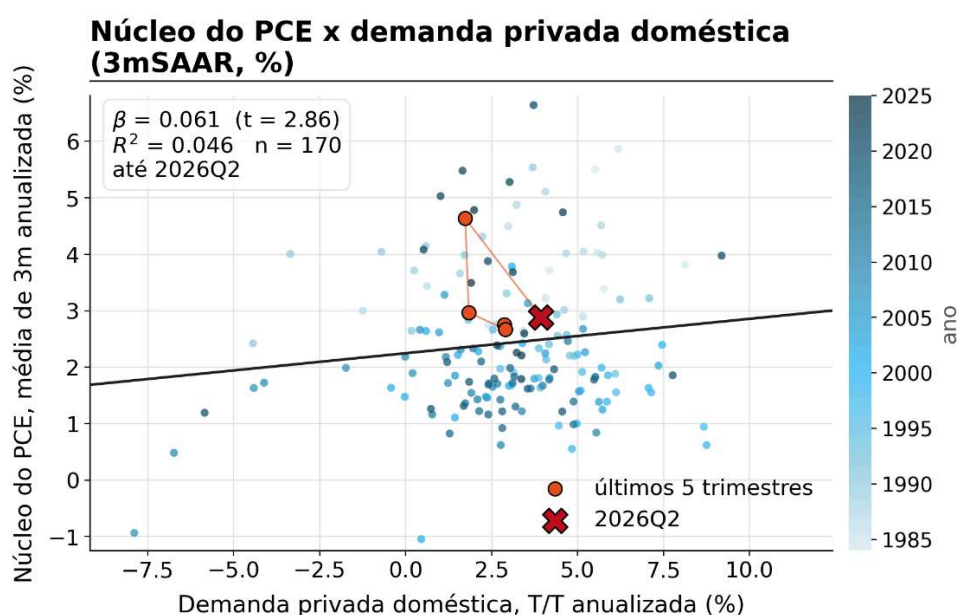
Como se traduz na carteira  
*Tecnologia EUA, hedges e cautela com  
ativos domésticos.*

## 01 · CENÁRIO GLOBAL E ESTADOS UNIDOS

## Nenhuma evidência de recessão, e um fundamento que *melhorou na margem*.

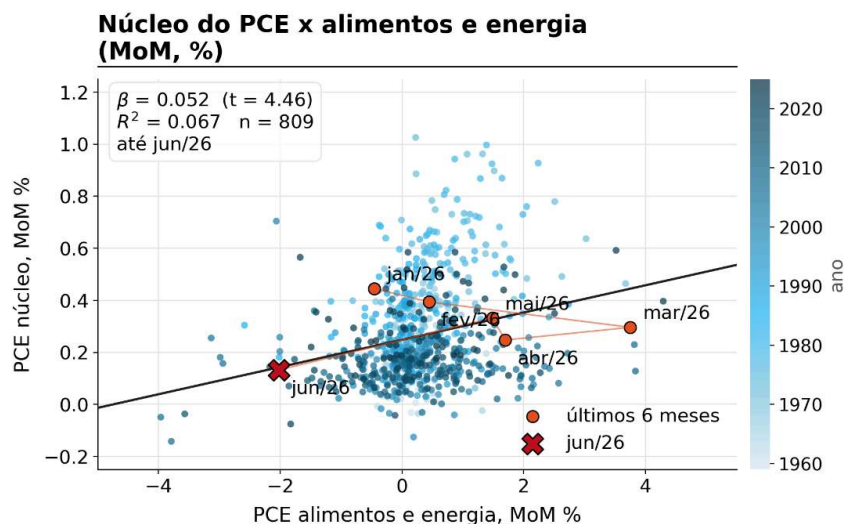
Não há nenhuma evidência de recessão ou de uma eventual desaceleração forte da atividade econômica global. Talvez com a exceção da China - onde os dados são pouco confiáveis e nebulosos -, a impressão geral é que a taxa de juros não está exercendo papel contracionista, até porque há outros fatores relevantes no tabuleiro. Os maciços investimentos em inteligência artificial (IA) e a política fiscal expansionista na maioria das grandes economias são fatores importantes por trás da pujante demanda global que temos observado. Mesmo depois de iniciada a guerra no Irã, o mundo parece ter absorvido muito bem esse choque nos dados de atividade econômica.

Os indicadores do segundo trimestre nos Estados Unidos evidenciaram uma situação ainda mais favorável da economia americana: o núcleo do PCE recuou para 2,9% a.a. - desacelerando após a leitura pressionada do primeiro trimestre, mesmo diante do expressivo choque de oferta causado pela guerra -, enquanto a demanda doméstica privada manteve ritmo extremamente forte, crescendo em torno de 4% a.a. no período. Essa combinação de inflação menos pressionada e maior crescimento da demanda doméstica é superior à observada nos últimos trimestres, incluindo o ano passado, sugerindo que o fundamento econômico melhorou na margem. Além disso, os resultados divulgados na temporada de balanços continuam corroborando essa leitura de melhora nos fundamentos.



Fonte: BEA, Adam Capital.

Gráfico 1. Núcleo do PCE x demanda privada doméstica (3mSAAR, %). Fonte: BEA, ADAM Capital.

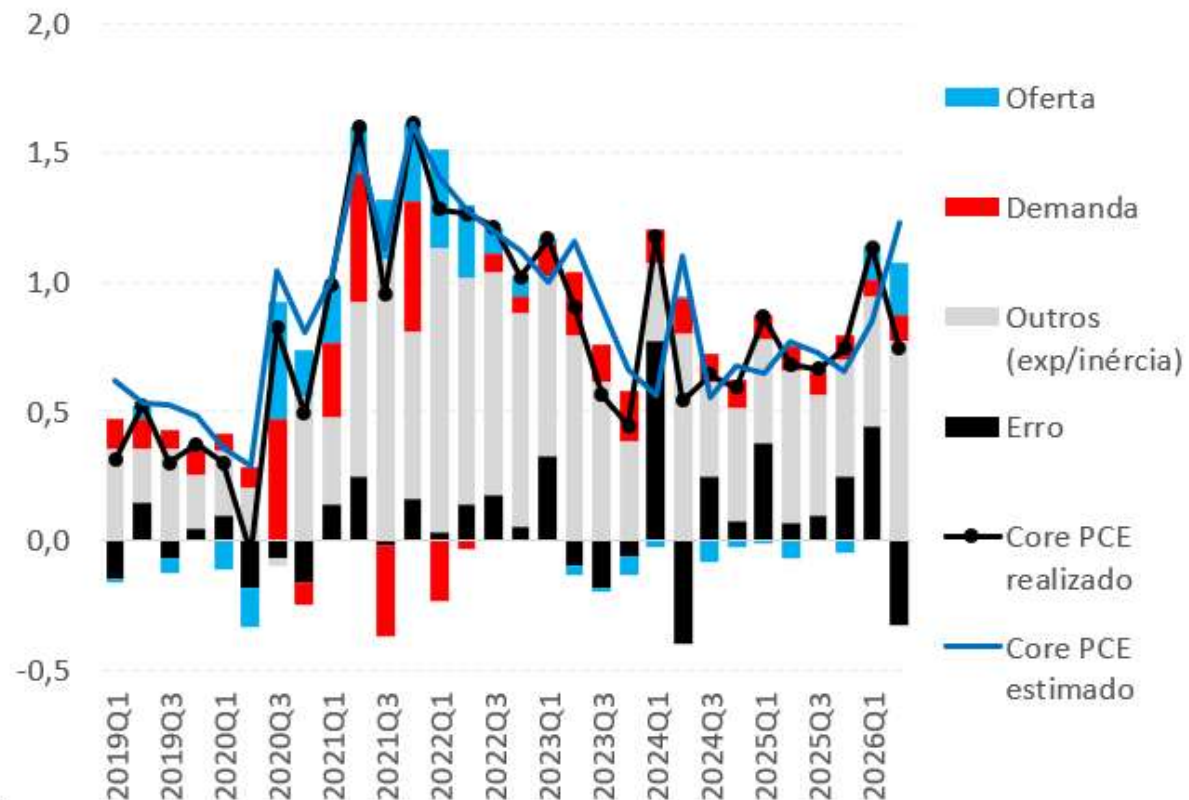


Fonte: BEA, Adam Capital.

Gráfico 2. Núcleo do PCE x alimentos e energia (MoM, %). Fonte: BEA, ADAM Capital.

Aprofundando a análise sobre a dinâmica de preços nos Estados Unidos, é importante ressaltar que o Core PCE referente ao segundo trimestre também veio abaixo do esperado pelo nosso modelo - marcando a primeira vez que superestimamos a inflação trimestral americana desde 2024. Contudo, essa evidência parece ser insuficiente para sustentar a tese desinflacionária: ao observarmos a série recente, notamos que, entre o terceiro trimestre de 2024 e o primeiro trimestre de 2026, houve uma subestimação persistente, com a inflação trimestral vindo, em média, 16 bps acima das projeções. Uma vez que as nossas variáveis de controle "top-down" passaram a maior parte desse ciclo capturando uma inflação menor do que a efetivamente realizada, torna-se difícil endossar a narrativa de que a IA já esteja atuando como um vetor desinflacionário. Pelo contrário, a maioria das evidências desde 2024 aponta que o pesado ciclo de investimentos nesse setor de alta tecnologia tem exercido uma pressão majoritariamente inflacionária, ainda que esse segundo trimestre tenha mostrado uma surpresa baixista que não era observada há muito tempo no núcleo do PCE.

## Estimativa trimestral do Core PCE (QoQ %)



Fonte: Adam Capital

Gráfico 3. Estimativa trimestral do Core PCE (QoQ, %). Fonte: FMI, ADAM Capital.

Mesmo diante dessas recentes surpresas baixistas na inflação americana, as taxas das Treasuries de 30 anos ultrapassaram o patamar de 5,2%, alcançando níveis máximos não observados desde meados de 2007. Essa pressão na curva longa parece refletir a combinação de três fatores principais: os pesados investimentos em IA, que impulsionam o CAPEX privado e as emissões das empresas do setor de tecnologia; a contínua deterioração fiscal em quase todos os países; e a recente divisão no Fed. Esta última foi agravada pela hesitação na recente entrevista do novo presidente, Kevin Warsh, que trouxe questionamentos ao mercado sobre a rigidez e a condução da meta de inflação de 2%, alimentando receios de inconsistência temporal<sup>1</sup> no tocante à função de reação da autoridade monetária.

Dentre esses três fatores, os dois primeiros devem se manter por um bom período. O terceiro pode ser reversível, uma vez que o Fed tem condições de retomar a sua credibilidade, mas agora deveremos aguardar pelos próximos dados de inflação e pela reunião de setembro. Se a inflação do terceiro trimestre seguir surpreendendo para baixo, é possível que essa

pressão dos juros futuros seja revertida. Por outro lado, se a inflação voltar a acelerar, de pouco adiantará o Fed subir os juros se os governos piorarem ainda mais o déficit fiscal ao longo dos próximos anos, sobretudo porque os investimentos em IA seguirão apontando para a continuidade desse processo de elevação das curvas de juros.

A intervenção coordenada para dar suporte ao iene - cujo volume atingiu o equivalente a dezenas de bilhões de dólares - também adicionou volatilidade. Mais do que um simples auxílio à moeda japonesa, a atuação revelou uma atitude defensiva do Tesouro americano: evitar que o Japão continuasse a liquidar de forma maciça os seus ativos, notadamente as Treasuries, para financiar sua defesa cambial. Na prática, tratou-se de um esforço velado para conter pressões de venda no mercado de títulos, nesse momento de forte elevação das curvas de juros em todo o mundo. Porém, enquanto os governos seguirem aumentando o gasto acima das receitas - como tem acontecido desde a pandemia - não haverá intervenção capaz de interromper esse processo de deterioração das taxas de juros longas no mundo (temos exposto esse problema desde 2024 em nossas cartas).

<sup>1</sup> O problema da inconsistência temporal em política monetária ocorre quando os bancos centrais anunciam uma meta de inflação que seria ótima no longo prazo (baixa, como 2% ao ano), mas, uma vez que o público forma expectativas com base nesse anúncio e as incorpora em contratos e decisões, os BCs passam a ter incentivo a desviar-se da meta. Ver, por exemplo, em <https://www.philadelphiafed.org/-/media/frbp/assets/economy/articles/business-review/1985/brma85ht.pdf>.

No mercado acionário, o mês de JULHO foi marcado pela maior dispersão entre índices americanos em mais de um ano. O Nasdaq-100 recuou aproximadamente 7%, sua pior queda mensal desde março de 2025, enquanto o S&P 500 encerrou o mês praticamente estável e o S&P 500 Equal Weight subiu cerca de 1%, atingindo a máxima histórica de 8.816 pontos em 28 de JULHO. Observamos, assim, uma diferença de aproximadamente oito pontos percentuais entre o índice de tecnologia e a mediana do desempenho do S&P. Nossa leitura, portanto, é que a volatilidade de JULHO foi um evento de posicionamento, e não de fundamento.

O setor de tecnologia entrou no mês carregando um problema de dimensionamento: o índice de semicondutores avançou 106,6% entre o fechamento de 2025 e o pico de 22 de junho, com casos individuais na faixa de 170% a 300%, sendo que três ações responderam por 34% de todo o ganho do S&P 500 no período. O movimento do mercado de reduzir a sua exposição, nesse contexto, foi de pura gestão de risco para proteger o resultado acumulado do ano.

A esse movimento somou-se um processo de desalavancagem operado simultaneamente por três canais. O primeiro foi o dimensionamento automático, com carteiras tornando-se vendedoras compulsórias mediante a expansão da volatilidade. O segundo envolveu produtos passivos alavancados (ETFs) em nomes individuais do setor, que geraram fluxo pró-cíclico para preservar a alavancagem-alvo<sup>2</sup>. O terceiro disse respeito ao investidor alavancado com crédito, com destaque para o mercado coreano. Com o índice Kospi (da Coreia) acionando o seu oitavo circuit breaker do ano em 28 de JULHO (recuo de 10,8%), a liquidação compulsória impediu a redução ordenada de posições, forçando a migração da pressão vendedora para os papéis listados nos Estados Unidos.

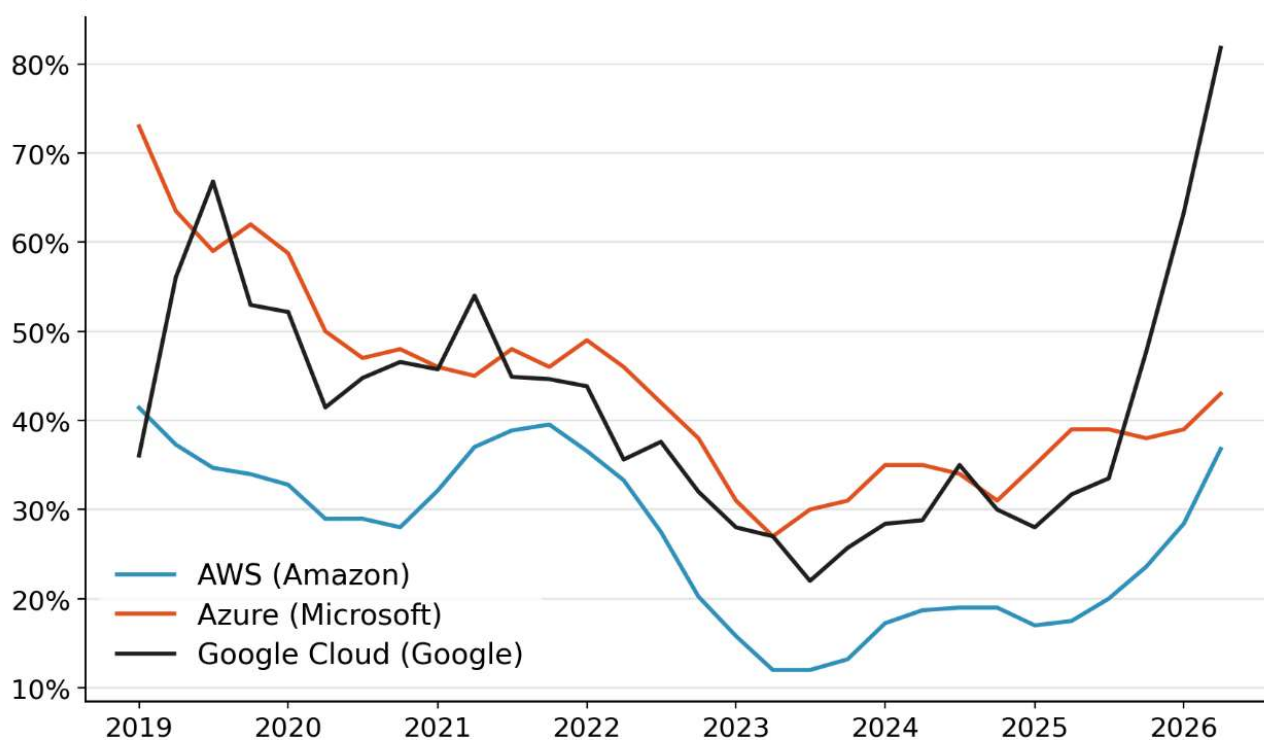
Não identificamos, durante o período, características de aversão a risco generalizada. Em um evento de estresse genuíno, o índice de peso igual teria acompanhado a tendência de queda. O capital que deixou o setor de tecnologia não saiu do mercado acionário, apenas migrou para setores defensivos e cíclicos domésticos.

A temporada de balanços serviu como catalisador do movimento. Embora tenhamos visto assimetrias negativas - como um dos maiores fabricantes de eletrônicos recuando cerca de 10% devido à escassez de componentes -, o fim

do mês ofereceu a validação da nossa tese. A receita de cloud de (Google, Microsoft e Amazon) soma um crescimento de 43% no ano; além disso, a margem operacional das três plataformas expandiu, com o guidance apontando para aceleração. O CEO da Amazon, Andy Jessy, sugeriu que a parte de cloud da empresa (AWS) poderia ser atingir um valor de 1 trilhão de dólares. E, mais importante, a receita dessas hyperscalers começou ter fontes mais diversificadas na sua base de clientes, com a CFO da Microsoft, Amy Hood mencionando que 90% da receita da Azure está vindo de clientes “non-frontier models” (clientes fora da OpenAI e da Anthropic). Isso invalida a narrativa de que a receita do setor de IA estaria concentrada apenas em poucas empresas; pelo contrário, observa-se, dessa forma, que a demanda dessas empresas é corporativa, contratada e diversificada.

As três últimas sessões de JULHO trouxeram resultados de hyperscalers acima das expectativas, cancelando o CAPEX gasto e reformando o guidance de CAPEX para os próximos anos. Isso produziu altas de dois dígitos nas maiores empresas de software e cloud, uma recuperação de mais de 2% no Nasdaq Composite e movimentos de magnitude histórica nas ações de memória asiáticas e de equipamentos japoneses. Simultaneamente, o S&P Equal Weight recuou cerca de 1% em relação à sua máxima. Assim, a rotação se inverteu com a mesma mecânica com que havia ocorrido.

## AWS, Azure e Google Cloud: crescimento da receita Y/Y (%)

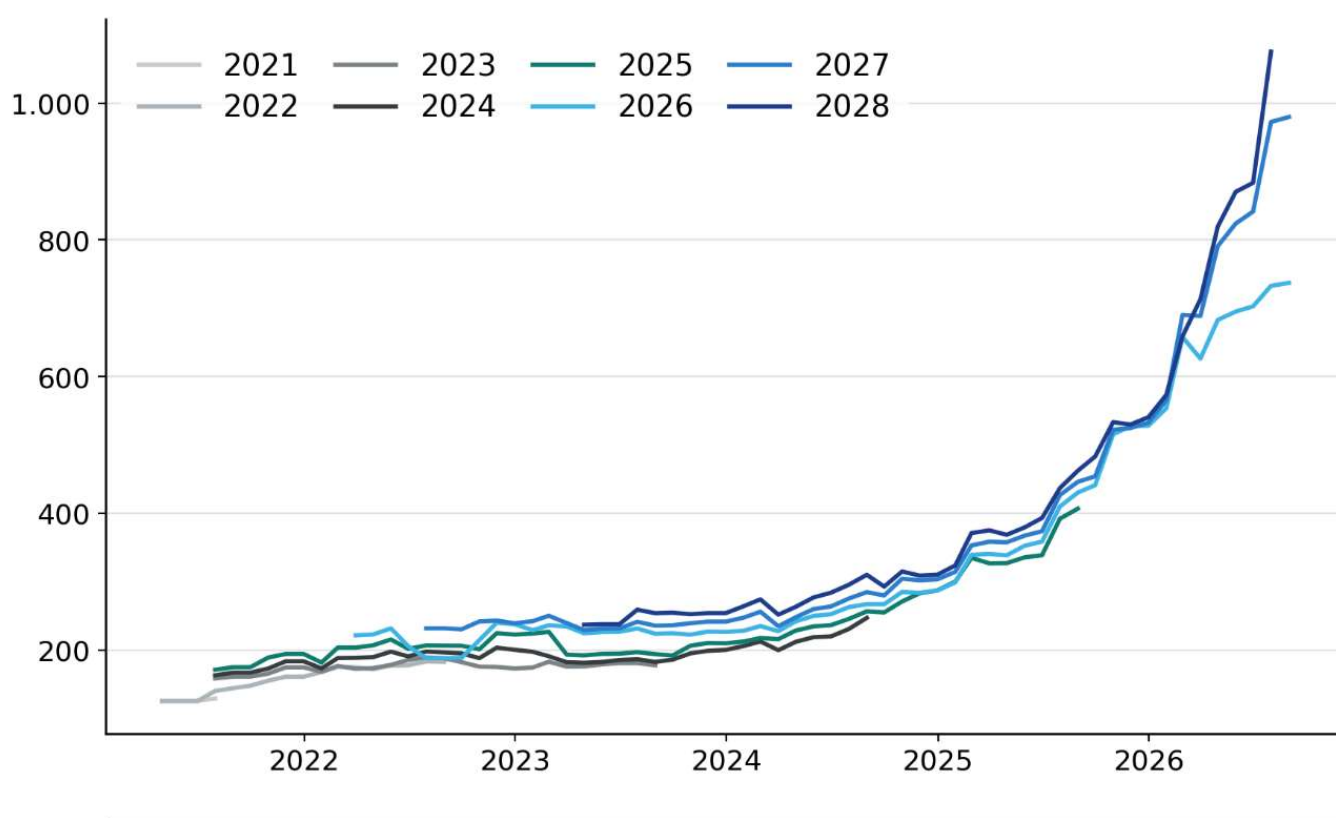


Fonte: Company Results, Adam Capital.

Gráfico 4. AWS, Azure e Google Cloud: crescimento de receita Y/Y (%). Fonte: Company Results, ADAM Capital.

<sup>2</sup> ETF alavancado é um fundo negociado em bolsa que usa derivativos financeiros para multiplicar os ganhos ou as perdas diárias de um índice de referência. Ao contrário de um fundo comum, ele busca entregar 2 ou 3 vezes (2x ou 3x) o desempenho do mercado, seja para cima ou para baixo. (Fonte: <https://www.rankia.pt/etfs/riscos-dos-etfs-alavancados/>)

## Capex das hyperscalers (US\$ bi)



Fonte: Bloomberg, Adam Capital.

Gráfico 5. Capex das hyperscalers (US\$ bi). Fonte: BBG, ADAM Capital.

Esse movimento teve impacto relevante sobre os fundos multimercado da casa, com efeito significativamente menor nos fundos previdenciários. A perda ficou concentrada na estratégia de ações, principalmente nas exposições ao setor de tecnologia e à cadeia de infraestrutura de inteligência artificial nos Estados Unidos. As demais estratégias tiveram contribuição substancialmente menor, com resultado positivo em juros. Apesar da magnitude do movimento, as carteiras permaneceram líquidas e dentro dos limites formais de risco, sem desenquadramentos ou necessidade de redução compulsória. A manutenção das posições centrais foi uma decisão deliberada da gestão.

Nesse contexto, mantemos nossa posição comprada no setor de tecnologia dos Estados Unidos. A recuperação observada no final do mês é consistente com nossa avaliação de que o movimento refletiu principalmente uma redução de risco, e não uma deterioração da tese. Avaliamos que os fundamentos operacionais e a geração de caixa dessas companhias permanecem robustos e que suas avaliações ainda não refletem integralmente o potencial de monetização no longo prazo.

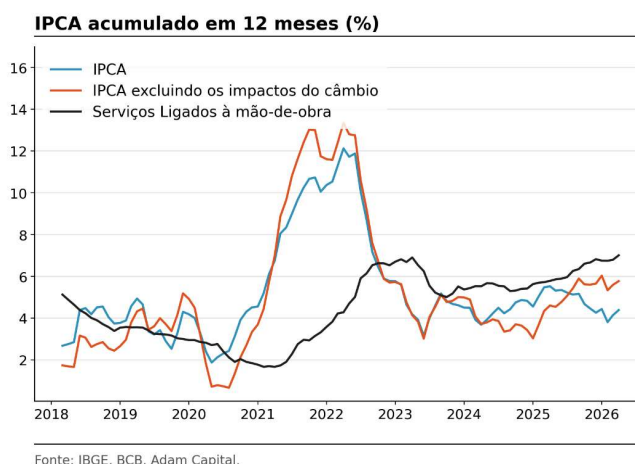
## 02 · CENÁRIO DOMÉSTICO

### Um alívio *forçado* na inflação.

A dinâmica inflacionária apresentou desaceleração no IPCA cheio em meados do ano. Contudo, avaliamos que esse alívio é primariamente conjuntural e temporário, decorrente de uma sazonalidade favorável e da intervenção nos combustíveis, o que gerou uma defasagem expressiva em relação à paridade internacional.

Nosso cenário de longo prazo segue sendo de aceleração da inflação. Não visualizamos um forte aumento da taxa de desemprego que possa reverter essa dinâmica altista da inflação de serviços, que segue em torno de 6%, mesmo levando em consideração que parte dela tem sido beneficiada pelo efeito secundário oriundo do controle dos preços de combustíveis. Isso afeta especialmente o item "passagem aérea", que depende bastante do custo do querosene de aviação. Como a inflação de serviços é muito atrelada ao mercado de trabalho, simulações da relação entre a taxa de desemprego e o PIB ex-agro mostram que, para níveis de crescimento da economia superiores ou próximos a 1%, o desemprego não sobe; ele chega a recuar, conforme mostramos na Carta Mensal de maio de 2026. Nesse sentido, diante de um cenário de PIB em 2027 de 1% ou mais, não parece razoável esperar que a taxa de desemprego suba sensivelmente a ponto de reverter essa trajetória altista da inflação de serviços.





**Gráfico 6.** IPCA acumulado em 12 meses (%). Fonte: BCB, IBGE, ADAM Capital.

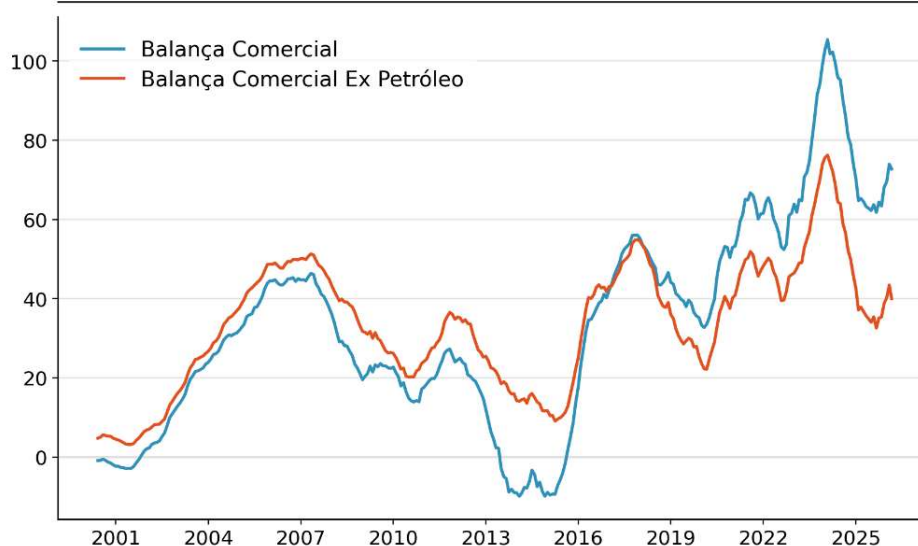
Ao mesmo tempo, o ano que vem terá o efeito do El Niño, que deve pressionar significativamente os preços de alimentação em relação aos níveis atuais. Por outro lado, a inflação de bens tende a seguir pressionada em nosso cenário, devido aos maciços investimentos em IA e ao encarecimento de itens ligados ao setor de tecnologia, principalmente memória. Isso vem afetando de forma altista os preços de softwares, computadores e aparelhos eletroeletrônicos que dependem de processamento. Portanto, não é razoável esperar que a inflação de bens ceda significativamente em relação ao patamar atual. Como a inflação de serviços e a de bens não parecem apontar para baixo, e a inflação de alimentos aponta para cima, parece-nos provável que a inflação de 2027 seja superior à de 2026. Esse cenário ganha força se considerarmos que a maior parte do represamento dos preços dos combustíveis deve ser corrigida a partir do final deste ano, deixando uma parcela relevante dessa correção para o início do ano que vem. Por isso, não descartamos uma aceleração de pelo menos um ponto percentual do IPCA de 2027 em relação a 2026.

Na visão do Banco Central do Brasil (BCB), porém, a inflação do IPCA convergiria para perto de 3% até meados de 2028. No curto prazo, não vemos essa perspectiva do BCB sendo alterada e, dessa forma, parece-nos provável

que o ciclo de queda da Selic tenha prosseguimento com mais alguns cortes, ainda que discordemos de sua adequação. O mercado também parece divergir do BCB, já que segue praticando níveis de inflação implícita em torno de 5% ou mais para horizontes mais longos, ao mesmo tempo em que se observam prêmios maiores na parte longa das curvas de juros, mesmo com o Tesouro tendo optado recentemente por reduzir as emissões prefixadas e de títulos atrelados à inflação.

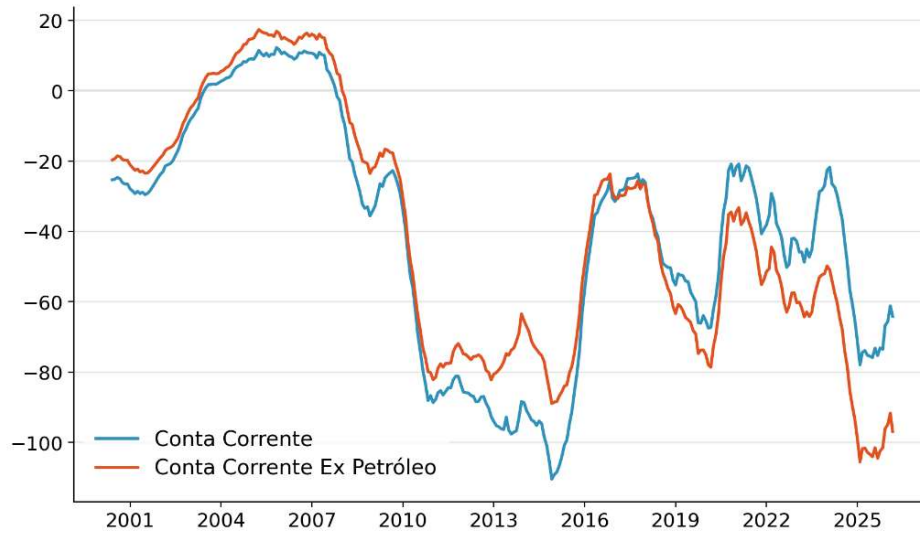
Na dinâmica do balanço de pagamentos, a melhora nas transações correntes reflete predominantemente o desempenho da balança comercial do setor petrolífero. Quando isolamos este efeito, revelam-se vulnerabilidades relevantes: a conta de serviços segue apresentando deterioração, impulsionada pela crescente dependência do país em relação à importação de tecnologias e serviços digitais (um fator estrutural ao nosso ver). Essa melhora do saldo comercial de petróleo pode explicar parte do desempenho favorável da nossa taxa de câmbio, além, é claro, do diferencial de juros domésticos versus o observado em países como o Japão, onde a taxa de juros real segue negativa.

### Balança Comercial Brasileira 12M (US\$ bi)



Fonte: Secex, Adam Capital.

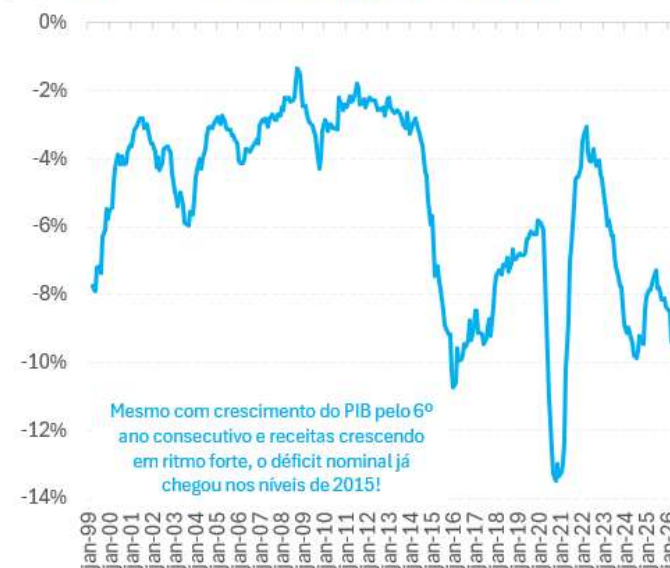
**Gráfico 7.** Balança comercial brasileira 12M (US\$ bi). Fonte: Secex, ADAM Capital.

**Conta Corrente Brasileira 12M (US\$ bi)**

Fonte: BCB, Adam Capital.

**Gráfico 8.** Conta corrente brasileira (US\$ bi). Fonte: BCB, ADAM Capital.

No âmbito fiscal, seguimos observando uma piora rápida. Atualmente, a necessidade de superávit primário para estabilizar a dívida subiu para cerca de 4% do PIB, enquanto a realidade aponta para déficits superiores a 1% do PIB. Esse hiato (gap) entre o déficit primário observado e o requerido para convergir a dívida nunca foi tão alto. O déficit nominal já chegou nos níveis de 2015 ao atingir 10% do PIB, mesmo com crescimento do PIB pelo 6º ano consecutivo e receitas crescendo em ritmo forte.

**Brasil - Resultado Fiscal Nominal (% do PIB)**

Fonte: BCB, Adam Capital

**Gráfico 9.** Brasil – resultado fiscal nominal (% do PIB). Fonte: BCB, ADAM Capital.

Temos insistido que, sem grandes “sustos”, a classe política não tem incentivos para fazer as reformas necessárias. Historicamente, no Brasil, não há freio de arrumação fiscal com a taxa de câmbio tranquila como ela está atualmente. As reformas fiscais passadas foram invariavelmente precedidas de desvalorizações cambiais abruptas, na casa de 50% a 60%. Assim, parece bastante natural que as sinalizações que têm chegado de Brasília apontem na direção oposta, centradas em temas de caráter populista, como a redução da carga horária e o fim da escala 6x1. Nenhuma dessas pautas vai ao encontro do requerido para a convergência da inflação no longo prazo.

Causa preocupação o fato de que os juros reais cobrados nas NTN-Bs já se encontrem acima de 8%, um patamar claramente insustentável. Nesse ritmo, a dívida pública pode dobrar em apenas seis anos. Boa parte da demanda por títulos longos da dívida brasileira vinha das captações dos fundos de PGDL,

que minguaram após as últimas mudanças tributárias promovidas pelo governo (as quais reduziram o incentivo para o poupador). As distorções ocasionadas pela concorrência desigual dos títulos incentivados também agravam esse quadro.

Assim, apenas a taxa de câmbio no Brasil está em uma trajetória favorável, mas isso ocorre à custa de um nível insustentável de juros do ponto de vista da dinâmica da dívida pública. O problema — insistimos nisso — é que a taxa de câmbio é a maior “vitrine” historicamente observada pela classe política. Estamos, dessa forma, diante de uma situação em que a fachada da casa é bonita, mas o interior é bastante deteriorado, e essa combinação impede que o observador externo enxergue a necessidade de reformas para que a estrutura da casa permaneça de pé.

## SÍNTESE DE POSICIONAMENTO

# Comprados em tecnologia, *cautelosos no Brasil.*

Mantemos posições compradas no setor de tecnologia dos Estados Unidos, com alguns hedges, como a posição vendida em ouro e em euro. Além disso, mantemos uma postura cautelosa em relação aos ativos domésticos, com um posicionamento pequeno em ativos atrelados ao Brasil.

Reconhecemos, contudo, que a trajetória da tese de tecnologia não será linear. O próprio ciclo de investimentos em inteligência artificial aumenta a disputa por funding e pode manter os juros longos pressionados, gerando novos episódios de volatilidade. Seguimos monitorando a evolução dos lucros, da geração de caixa e dos planos de investimento das companhias; uma desaceleração relevante do CAPEX, uma deterioração persistente das margens ou uma elevação do custo de capital não acompanhada pelo crescimento dos resultados levariam à reavaliação da exposição, uma vez que estes são os fundamentos que julgamos ser importantes e que até agora estão evoluindo bem.

## POSICIONAMENTO DOS FUNDOS

**COMPRADO****Equities · Tecnologia EUA · Dólar**

Alocação em ações americanas de tecnologia diante da aceleração inevitável do uso da IA como ferramenta de ganho de produtividade e sucessiva valorização do dólar.

**VENDIDO****Bolsa Brasileira (Ibovespa) · Euro**

Exposição líquida vendida no índice da bolsa brasileira e contra o Euro.

**TOMADO****Inflação Implícita**

Posições tomadas em juros nominais e em inflação implícita.

Atenciosamente,

**ADAM Capital**

Gestão de Recursos · Julho 2026

Para dúvidas e sugestões  
[contato@adamcapital.com.br](mailto:contato@adamcapital.com.br)



**ADAM CAPITAL**

Gestão de Recursos · [www.adamcapital.com.br](http://www.adamcapital.com.br)



Este relatório foi preparado pela ADAMCapital Gestão de Recursos LTDA. (ADAMCapital) e tem caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas dos fundos geridos e não considerando objetivos de investimento ou necessidades individuais e particulares. A ADAMCapital não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa de prospectos e regulamentos ao aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela ADAMCapital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da ADAMCapital.