

CARTA MENSAL · AGOSTO 2026

O preço do dinheiro

NESTA EDIÇÃO

01 · Cenário Global

| 02 · Cenário Doméstico

| 03 – Síntese de Posicionamento

01 · CENÁRIO GLOBAL

O preço do dinheiro

Nos últimos meses, temos insistido em uma aparente contradição que, a nosso ver, será cada vez mais importante para entender o comportamento dos mercados nos próximos anos. A Inteligência Artificial tem, a nosso ver, natureza desinflacionária. Ao elevar a produtividade, reduzir custos e permitir que uma mesma quantidade de trabalho produza mais, seu efeito de longo prazo sobre os preços tende a ser baixista.

Isso, porém, não significa necessariamente juros nominais mais baixos.

A revolução da IA exige uma quantidade extraordinária de capital. Data centers, geração e transmissão de energia, semicondutores, redes, infraestrutura e capacidade computacional precisam ser construídos antes que os ganhos de produtividade apareçam plenamente. Ao mesmo tempo, o Tesouro americano precisa financiar déficits fiscais historicamente elevados.

Em outras palavras, no longo prazo, a IA pode reduzir a inflação ao mesmo tempo em que aumenta o preço do dinheiro.

A questão relevante para os mercados passa então a ser outra: a queda da inflação implícita será suficiente para compensar a elevação do juro real? Nossa impressão é que existe um risco crescente de que a resposta seja negativa.

IA, investimento e a disputa global por capital

Um dos acontecimentos mais relevantes de agosto ocorreu no próprio ecossistema de Inteligência Artificial. No dia 10, a Nvidia sinalizou parcerias estratégicas com seis grandes nomes - Apollo, BlackRock, Blackstone, Brookfield, Goldman Sachs e KKR - para estruturar plataformas independentes de financiamento de compute, com o objetivo de mobilizar mais de US\$ 500 bilhões em capital de terceiros para custear, ao longo do tempo, a expansão da infraestrutura de IA.

As iniciativas não foram desenhadas para injetar capital na Nvidia. Seu objetivo é financiar toda a cadeia de demanda ao seu redor: *hyperscalers*, *frontier AI labs* e empresas que precisam construir infraestrutura computacional.

A novidade talvez mais importante seja conceitual: compute começa a ser tratado como uma nova classe de ativo, com estruturas de financiamento semelhantes às utilizadas em *commercial real estate*.

Isso reforça uma ideia que temos discutido há algum tempo. O ciclo atual de IA não é apenas uma história de valorização de empresas de tecnologia. Ele está se transformando em um gigantesco ciclo de investimento no setor real.

E é justamente aí que surge a conexão com os juros.

A enorme necessidade de financiamento da infraestrutura de IA concorre pela mesma poupança disponível que precisa absorver uma emissão crescente de títulos públicos. A falta de dinheiro provocada simultaneamente pelos investimentos em IA e pelas emissões do setor público tende a pressionar o preço do próprio dinheiro.

Essa causalidade é importante porque muda a maneira como devemos interpretar uma eventual abertura dos juros longos americanos. Em ciclos tradicionais, juros mais altos normalmente representariam um choque negativo sobre os ativos de risco. Neste ciclo, parte da elevação dos juros pode ser consequência justamente da extraordinária rentabilidade esperada do investimento privado.

Vejam este gráfico comparando o crescimento nominal do PIB americano com o retorno da *treasury* de 30 anos.

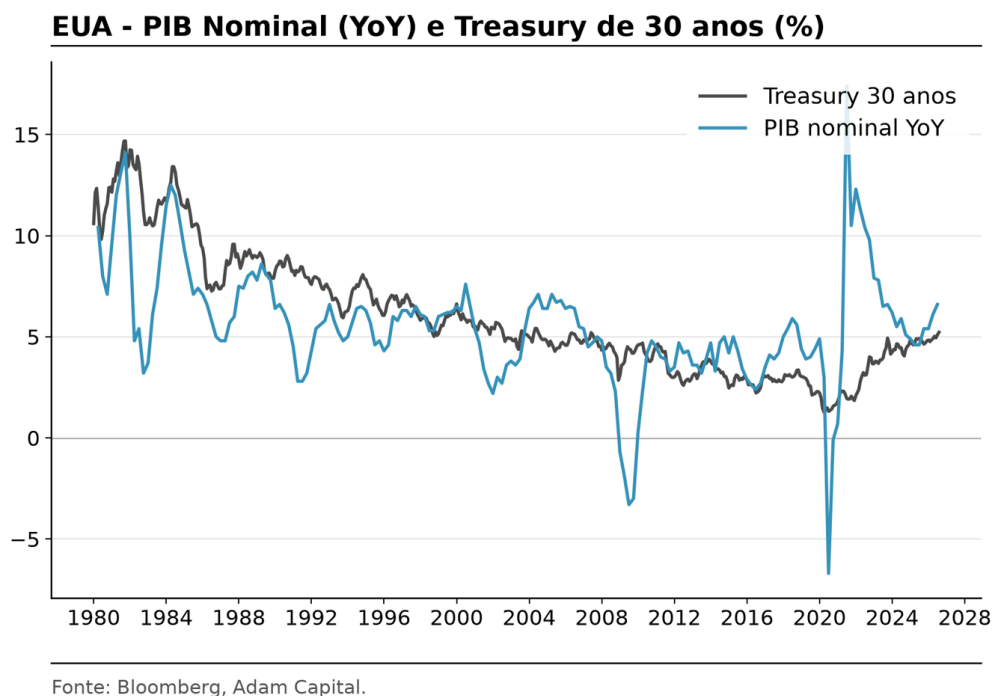


Gráfico 1. EUA - PIB Nominal (YoY) e Treasury de 30 anos (%). Fonte: Bloomberg, Adam Capital.

Até meados dos anos 1990, o *yield* da *Treasury* de 30 anos frequentemente superava o crescimento nominal do PIB. Esse padrão se inverteu de forma particularmente persistente a partir da década seguinte à crise financeira, período marcado pelos sucessivos programas de *quantitative easing* do Federal Reserve.

Esse é um dos pontos levantados recentemente por Stanley Druckenmiller e que nos parece especialmente interessante atualmente.

Isso vai ao encontro do resultado que encontramos quando discutimos anteriormente o efeito da IA sobre a parte longa da curva: o choque de produtividade pode ser desinflacionário e, simultaneamente, produzir *steepening* da curva por meio da elevação do juro real de equilíbrio.

Vemos a questão fiscal americana com otimismo para os próximos anos, visto que a aceleração do crescimento econômico trará ganhos expressivos de arrecadação e o PIB provavelmente está subestimado por razões de dificuldade de mensuração ([explicamos isso na Carta Mensal de julho](#)).

O problema, porém, é que antes de estes resultados fiscais positivos aparecerem de forma mais expressiva, há esta questão do enorme ciclo privado de investimento em curso.

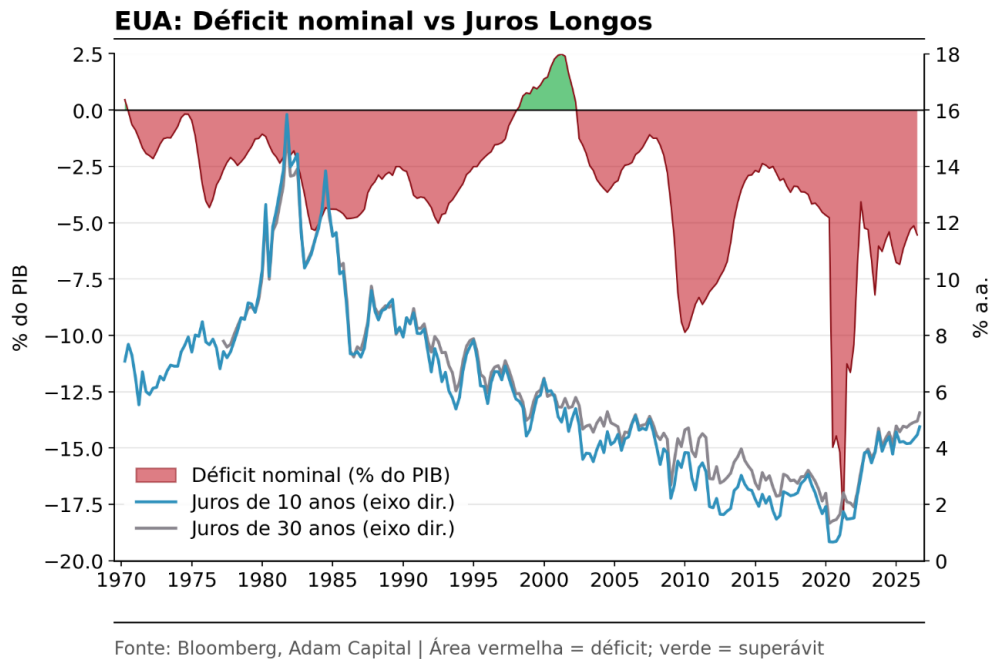


Gráfico 2. EUA: Déficit nominal vs Juros Longos. Fonte: Bloomberg, Adam Capital | Área vermelha = déficit; verde = superávit.

Sempre que retomamos este assunto e analisamos esses números, parece-nos cada vez mais provável que os juros longos continuem abrindo (especialmente fora dos EUA). O gráfico acima - que compara o déficit nominal americano, como percentual do PIB, às taxas das *Treasuries* de 10 e 30 anos desde a década de 1970 - ilustra bem a gravidade desse cenário.

Imagine o impacto sobre o Brasil e outros mercados emergentes caso os rendimentos das *Treasuries* de 10 anos retornem a patamares superiores a 6%, nível comum em boa parte dos anos 1990.

Se a repressão sobre os juros longos promovida pelo balanço dos bancos centrais estiver sendo parcialmente revertida justamente quando a economia americana entra em um novo ciclo de investimento intensivo em capital, talvez o regime de extrema liquidez global prevalecente entre 2010 e 2025 – com a facilidade dos *QEs* - seja uma referência ruim para pensar os próximos dez anos.

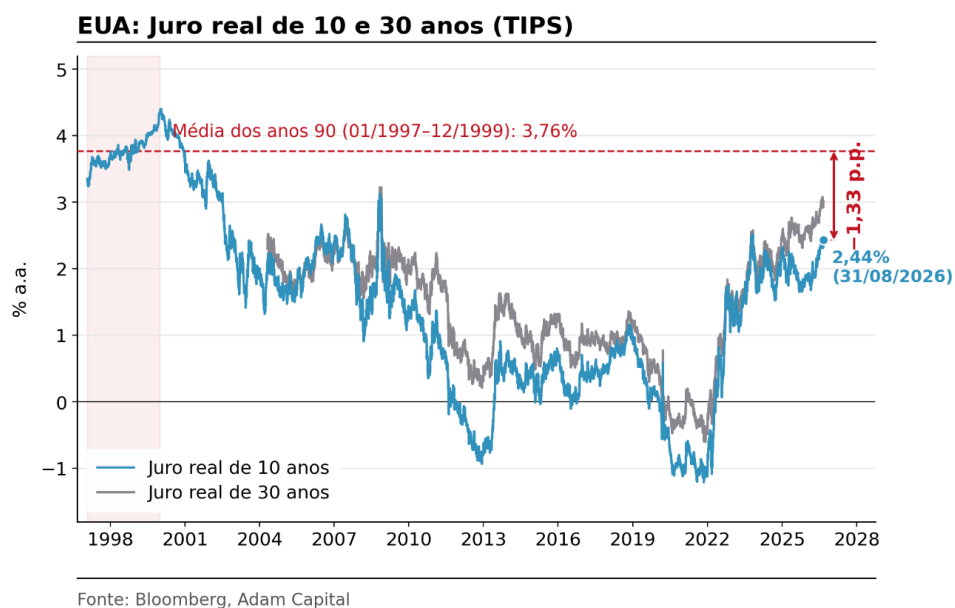


Gráfico 3. EUA: Juro real de 10 e 30 anos (TIPS). Fonte: Bloomberg, Adam Capital.

Nesse ambiente, os títulos públicos - inclusive os americanos - continuarão enfrentando uma concorrência brutal pelo capital, que acaba sugado pela alta lucratividade da IA. Essa mesma dinâmica de esvaziamento se aplica às moedas de países periféricos, às operações de *carry trade* e às ações de empresas de setores tradicionais, que dependem de alavancagem e cujos retornos dificilmente justificarão o risco em um cenário com custo de oportunidade tão elevado.

Esse talvez seja o ponto mais importante da nossa leitura atual: não precisamos de inflação persistentemente alta para termos juros persistentemente altos. Isso ocorre porque o juro real neutro pode subir.

Se a inflação implícita cair 100 pontos-base, mas o juro real subir 200, o resultado não será uma queda dos juros nominais. Será uma abertura de 100 pontos-base.

02 · CENÁRIO DOMÉSTICO

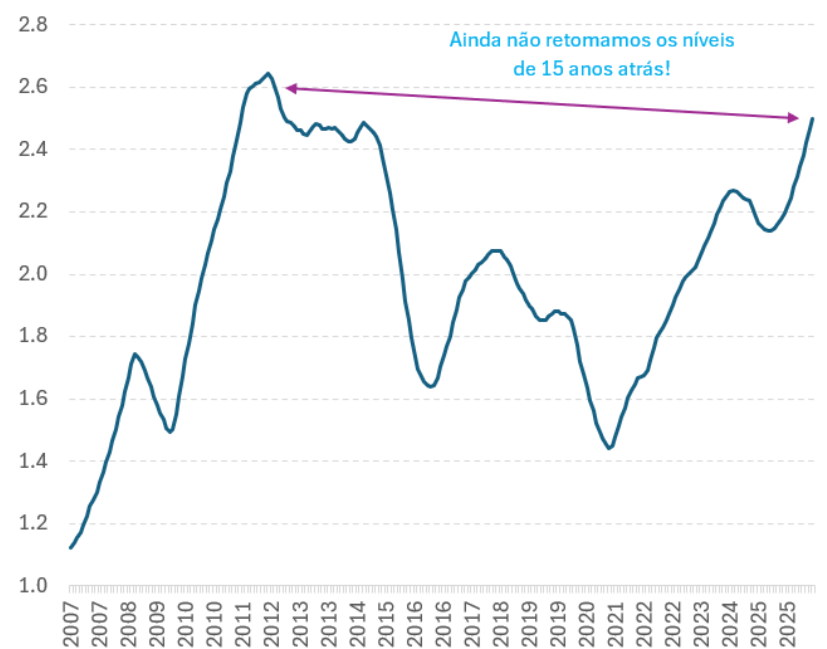
E o Brasil?

Para o Brasil, esse ambiente externo seria particularmente desafiador.

As taxas de juros dos Estados Unidos, da Europa e do Japão funcionam como uma espécie de "taxa básica" mundial, na medida em que os investidores se financiam através delas para comprarem ativos de maior risco, com retorno esperado maior. Elas são, assim, uma medida do custo de oportunidade para se investir em mercados emergentes, mas esse custo subiu bastante desde 2015.

Paralelamente a isso, temos outros complicadores domésticos.

Brasil - PIB em USD (trilhões)



Fonte: BCB. Elaboração: Adam Capital

Gráfico 4. Brasil - PIB em USD (trilhões). Fonte: BCB. Elaboração: Adam Capital.

Apesar da recuperação recente, o PIB brasileiro medido em dólares ainda não retomou de maneira convincente os níveis alcançados há aproximadamente quinze anos.

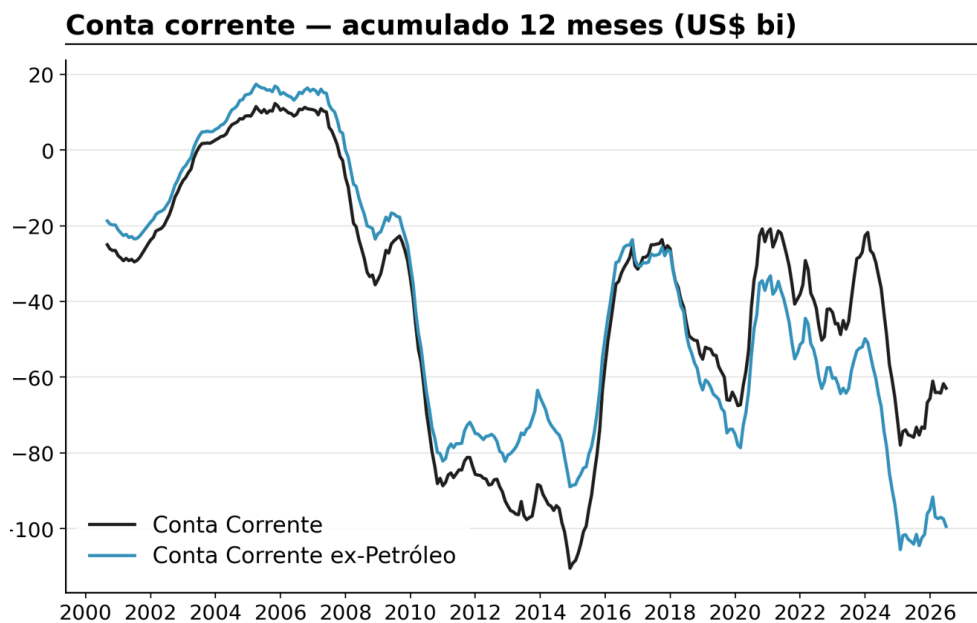
Isso importa porque uma das consequências de um mundo com juro real americano estruturalmente mais elevado é a maior exigência de retorno para todos os ativos periféricos.

O problema brasileiro é que entramos nesse possível novo regime internacional com uma situação fiscal doméstica que continua produzindo expansão da demanda.

O Projeto de Lei Orçamentária Anual (“PLOA”) de 2027 ilustra essa dificuldade. Segundo as indicações preliminares, as despesas obrigatórias sujeitas ao limite de gastos cresceriam pouco menos de 7%, abaixo da correção de 7,7% do teto. O espaço resultante permitiria elevar em aproximadamente 20% a base das despesas discricionárias, incluindo investimentos públicos.

Ou seja: enquanto o mundo pode estar migrando para um regime no qual o capital se torna mais escasso e mais caro, a política fiscal brasileira continua operando com pouca margem para absorver choques externos.

A conta-corrente reforça essa vulnerabilidade. Mesmo retirando o efeito do petróleo, a deterioração observada nos últimos anos mostra uma economia que continua demandando financiamento externo relevante.



Fonte: BCB, Secex/MDIC, Adam Capital.

Gráfico 5. Conta corrente — acumulado 12 meses (US\$ bi). Fonte: BCB, Secex/MDIC, Adam Capital.

Em um mundo abundante em liquidez, isso é administrável. Em um mundo no qual *Treasuries* oferecem retornos reais elevados e empresas americanas de tecnologia apresentam retornos extraordinários sobre capital, a competição enfrentada pelos ativos brasileiros muda completamente de escala.

Inflação: o número observado e o contrafactual

Há mais de uma década, em outra aeronave, fizemos um exercício simples, mas revelador: calcular o IPCA expurgando os controles artificiais de preços administrados, implementados às vésperas da eleição de 2014.

A distorção tarifária acumulada era tão expressiva que, já em agosto de 2014, projetávamos uma inflação de 7,5% para o ano seguinte, contraindo um consenso de mercado que orbitava os 6% (o dado final, vale lembrar, estourou em 10,67%). A premissa central daquela tese era implacável: a matemática fiscal não permitiria a manutenção daqueles subsídios. Hoje, vemos uma dinâmica assustadoramente similar se formando como cenário-base para 2027, onde a conta do represamento inevitavelmente chegará, não importando quem assuma a presidência.

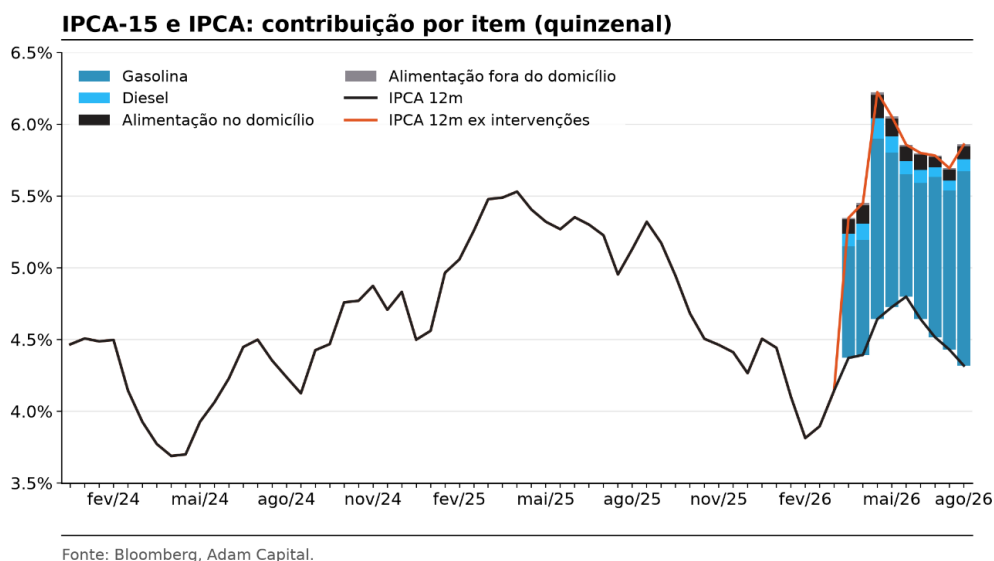


Gráfico 6. IPCA-15 e IPCA: contribuição por item (quinzenal). Fonte: Bloomberg, Adam Capital.

Neste gráfico, construímos uma medida de IPCA ex-intervenções, incorporando não apenas o impacto direto das medidas sobre combustíveis, mas também seus efeitos indiretos sobre alimentação no domicílio e alimentação fora do domicílio, que são componentes sensíveis ao custo de transporte.

As regressões permitem estimar o contrafactual e separar o processo desinflacionário subjacente das alterações de preços produzidas por medidas específicas.

Essa distinção será particularmente importante para avaliar a política monetária nos próximos trimestres. Se parte relevante da melhora observada resulta de choques administrados e temporários, a leitura prospectiva da inflação - e, portanto, do espaço para cortes - muda substancialmente.

Incrivelmente, passados 12 anos, nos encontramos diante de um filme que parece uma versão regravada daquela época, mas com uma diferença fundamental que dificulta ainda mais a convergência do IPCA: o cenário externo não é mais aquele de taxa de juros próxima de zero no mundo desenvolvido.

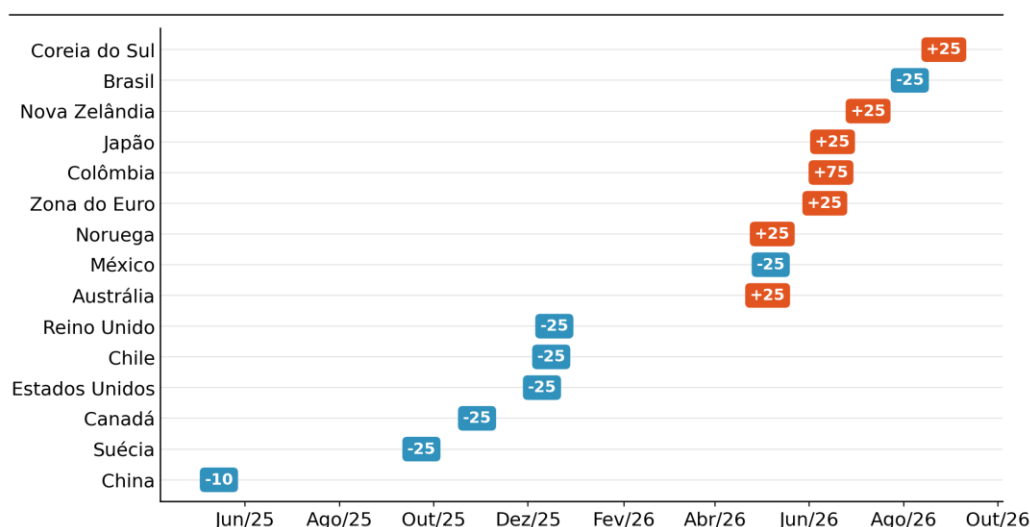
Na contramão dos Bancos Centrais

A fotografia global já mostra bancos centrais em fases bastante diferentes do ciclo monetário, mas talvez estejamos chegando a um momento em que a discussão tradicional sobre qual Banco Central sobe os juros primeiro ou mais rapidamente se torna secundária.

A variável decisiva pode migrar da ponta curta para a ponta longa.

Se estivermos corretos, independentemente do que os banqueiros centrais façam com a taxa básica, os juros de longo prazo continuarão subindo. Não haveria contradição: seriam forças diferentes atuando em segmentos diferentes da curva.

Último movimento de corte ou alta de juros de cada BC (bps)



Fonte: Bloomberg, Adam Capital.

Gráfico 7. Último movimento de corte ou alta de juros de cada BC (bps). Fonte: Bloomberg, Adam Capital.

Cenário fiscal preocupa

A piora do cenário de juros globais e das condições institucionais do Brasil inviabiliza qualquer solução fiscal duradoura, independentemente de quem ocupe a presidência. A margem discricionária real do orçamento foi comprimida a uma fração ínfima, inferior a 1% do PIB.

Historicamente, a classe política só aceita o remédio amargo quando os desequilíbrios atingem um estágio de crise aguda, manifestando-se via câmbio descontrolado, inflação e desemprego. E, ainda assim, adotam-se apenas medidas paliativas que não eliminam a raiz do problema. Como na parábola que usamos em nossa Carta anterior, ainda estamos na fase em que a 'fachada bonita' consegue esconder a deterioração interna da casa, de forma que quem passa na rua não consegue ver que as fundações estão comprometidas.

Podemos ver que, desde os anos 90, o gasto público se mantém em uma tendência crescente e, nas poucas vezes em que ele ficou estável, estávamos à beira de situações insolúveis. Agora, além da piora do cenário externo, a demografia também começa a pesar ao longo das próximas décadas, visto que haverá cada vez menos pessoas para patrocinar um número crescente de aposentados.

A velha “solução” para os desequilíbrios gerados pela rigidez orçamentária e por um país com baixa taxa de poupança sempre veio do aumento da inflação. Ela acaba contribuindo para “ajustar” as contas públicas da pior forma possível: corroendo a renda disponível e produzindo, assim, uma “poupança forçada”. Foi exatamente o que ocorreu nos anos seguintes à pandemia em vários países, que experimentaram rápidos aumentos nos deflatores do PIB, a ponto de fazer os patamares de dívida recuarem de suas máximas históricas.

Desta vez, parece que não será diferente...

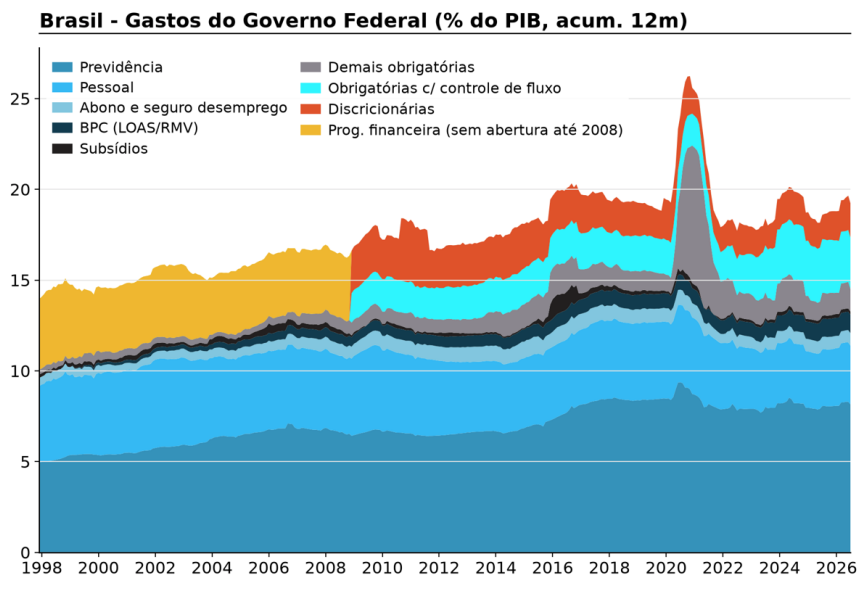


Gráfico 8. Brasil - Gastos do Governo Federal (% do PIB, acum. 12m). Fonte: Tesouro Nacional (RTN), BCB (SGS), Adam Capital.

03 · SÍNTESE DE POSICIONAMENTO

Carteira e a atribuição de performance neste mês

Diante deste contexto, mantemos como principais posições da carteira: comprados em ações americanas de tecnologia, dólar frente a uma cesta de moedas e NTN-B parcialmente travada em juros reais (inflação implícita). Por outro lado, seguimos vendidos em ouro.

No tocante à performance do mês, o resultado consolidado foi positivo, com praticamente todas as nossas estratégias entregando contribuição favorável à cota. Os principais motores de retorno foram as posições compradas em ações de tecnologia americana - impulsionadas pela contínua solidez de resultados e pela demanda exponencial no setor - e a valorização do dólar global contra uma cesta de moedas. No mercado local, a alocação em NTN-Bs e a captura da inflação implícita também adicionaram retorno à carteira.

A única exceção no período foi o livro de commodities, no qual a posição vendida em ouro figurou como o detrator pontual de performance, em meio a ajustes nas taxas de juro e no câmbio global.

Para dúvidas e sugestões contato@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. O regulamento e a lâmina dos fundos podem ser encontrados no website da ADAMCapital: www.adamcapital.com.br.