

CARTA MENSAL · SETEMBRO 2026

# *Acabou o vinho?*

---

NESTA EDIÇÃO

01 · Cenário Internacional

| 02 · Cenário Doméstico

| 03 – Estratégia e Carteira

## EDITORIAL

*O dono da capitania, apesar de seu temperamento perdulário e de suas dívidas, era proprietário de terras férteis para o plantio de culturas valorizadas no mundo todo, além de deter o monopólio sobre a extração dos recursos minerais daquela localidade. Em seu favor, ele contava também com leis que lhe conferiam poderes de centralização extraordinários para maximizar a arrecadação dos recursos ali existentes.*

*Em certa feita, decidiu conclamar toda a população local e seus credores, tanto internos quanto estrangeiros, para um longo e suntuoso banquete festivo. As condições climáticas para o transporte das mercadorias necessárias à festa e para a viagem dos convidados eram bastante favoráveis naquele momento, e a época conferia ao clima da região um momento ainda mais positivo para a realização do evento.*

*Nessa comemoração, na qual o vinho corria farto como em um sonho de abundância, a bebida tornava a realidade daquele local mais bela — ao mesmo tempo em que as falhas e excessos desse proprietário ficavam mais fáceis de tolerar. Uma peculiaridade é que aos credores internacionais eram conferidos privilégios, como facilidades de transporte e isenções de taxas de consumo. Amigos proprietários, vizinhos e empresários também desfrutavam de descontos, pagando uma fração do preço do convite de entrada.*

*Dessa forma, a festa seguia com todos muito contentes, embora os convidados — principalmente os estrangeiros — não tivessem nenhum apego afetivo àquele local, a ponto de quererem se instalar definitivamente naquela capitania ou mesmo lá permanecerem por muito tempo.*

*Como as despesas cada vez mais superavam as receitas, mesmo com o ganho expressivo e crescente proveniente da venda de produtos agrícolas e de recursos minerais, aquele dono passou a imprimir convites para festas futuras, usando-os como moeda alternativa para sustentar o consumo de todos ali e financiar a sua enorme dívida.*

*Porém, houve um dia em que o tempo deixou de ser tão favorável e começou a chover de uma forma inconveniente aos convidados. Esse clima adverso também dificultou o transporte de novos estoques de vinho.*

*Quando o vinho escasseou e o mau tempo dificultou a estadia dos convidados, os credores acordaram com uma forte ressaca, encarando a dura realidade da capitania e percebendo que os convites para as festas futuras estavam agora perdendo valor.*

*E foi assim que aquela capitania passou a encontrar sérias dificuldades para honrar o pagamento de suas despesas básicas. Começou a faltar dinheiro também para pagar os fornecedores externos da festa, inclusive aquele que lhe vendia o bom vinho, e assim os convites das festas — que eram a sua moeda local — passaram a sofrer forte desvalorização...*

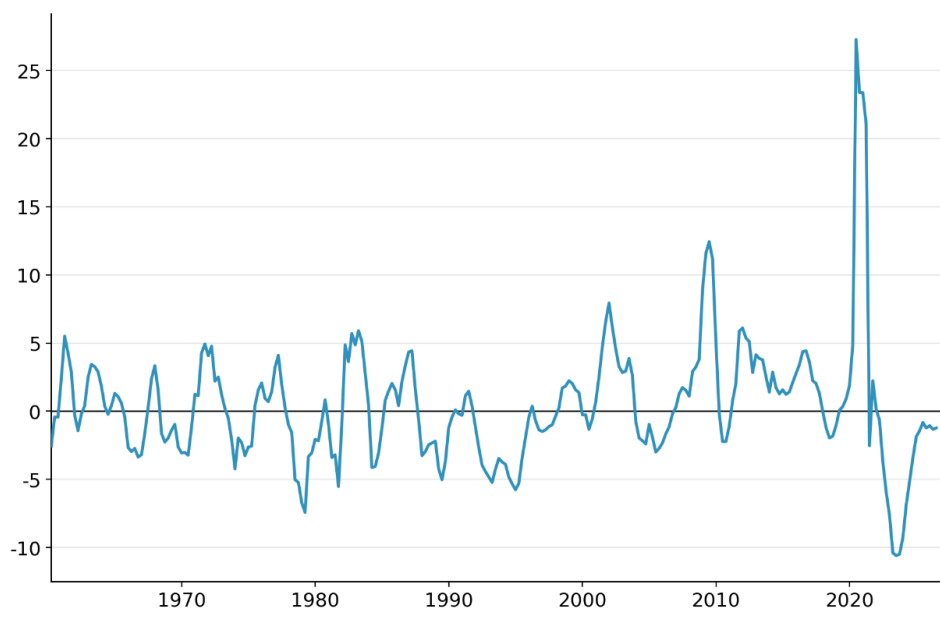
## 01 · CENÁRIO INTERNACIONAL

## Estados Unidos entre a Resiliência e o Alívio Estrutural da Inflação

Temos insistido no ponto de que, independentemente do resultado eleitoral, o contexto global se tornará cada vez mais adverso a países emergentes, em vista da disputa por capital no contexto de retornos crescentes das empresas líderes do segmento de inteligência artificial (IA) nos Estados Unidos.

Entendemos que a política monetária já esteja em patamar desinflacionário por lá, uma vez que a expansão monetária tem se dado em ritmo inferior ao crescimento do PIB nominal, mas há uma intenção clara do Fed em trazer mais rapidamente a inflação do PCE do atual patamar de 3,4% (a/a) para algo mais próximo de 2% - estamos indo para o 6º ano ininterrupto de inflação acima da meta. Uma vez que este mecanismo opera com defasagens longas (cerca de 2 anos), parece-nos provável que a taxa de juros básica ainda siga subindo.

#### EUA: M2 (a/a) menos PIB nominal (a/a), em p.p.

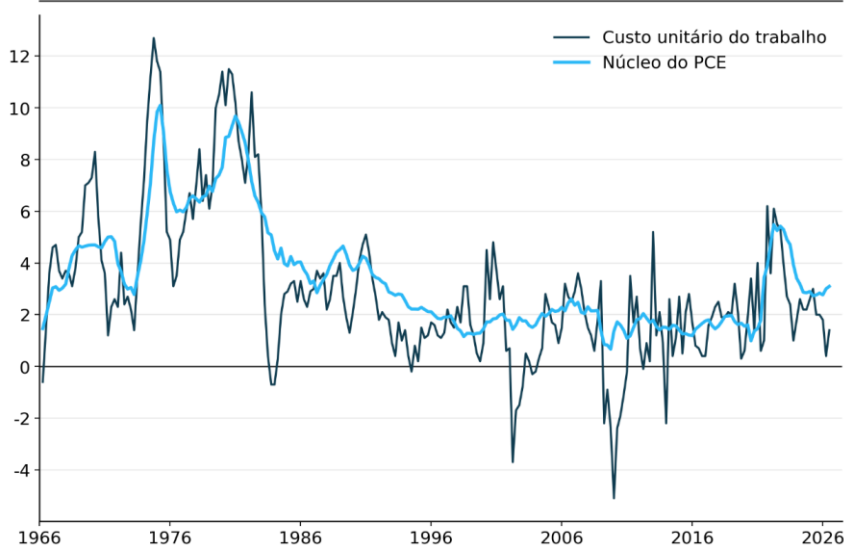


Fonte: Bloomberg (M2% YOY Index, GDP CURY Index), BEA, Fed, Adam Capital. Trimestral; M2 = média dos meses do trimestre.

Gráfico 1. EUA: M2 (a/a) menos PIB nominal (a/a), em p.p. Fonte: Bloomberg, BEA, Fed, Adam Capital.

Além deste fator conjuntural representado pelo aperto das condições monetárias, delineia-se um cenário benigno para a inflação americana guiado pelo arrefecimento do Custo Unitário do Trabalho (ULC), pela descompressão de tarifas e pela normalização cambial.

#### EUA: núcleo do PCE x custo unitário do trabalho, a/a (%)



Fonte: BLS (setor não agrícola), BEA, Adam Capital. Trimestral.

Gráfico 2. EUA: núcleo do PCE x custo unitário do trabalho, a/a (%). Fonte: BLS, BEA, Adam Capital.

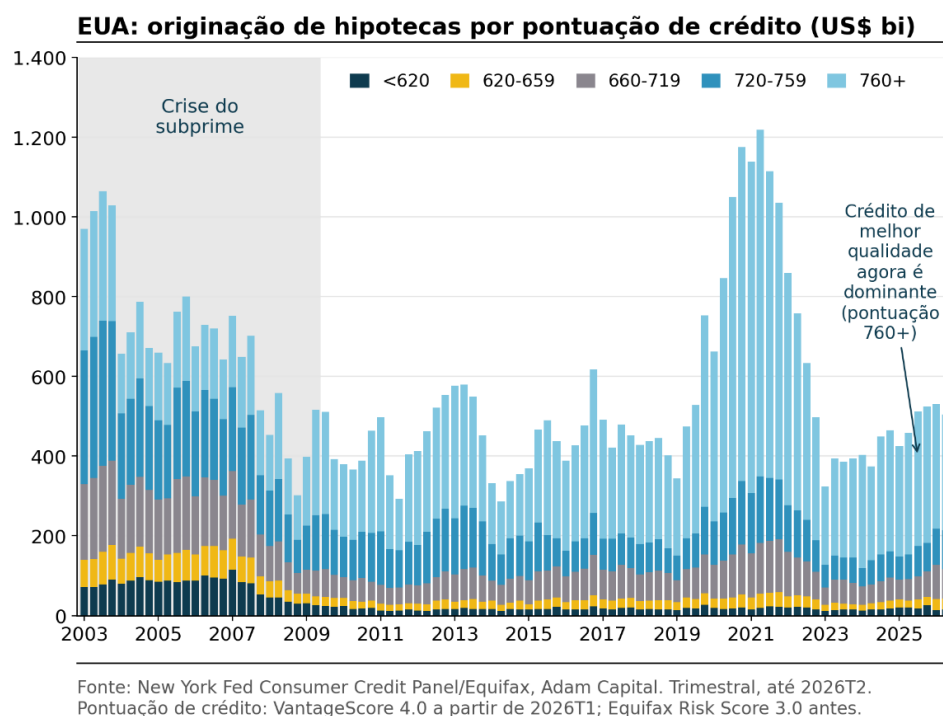
Segundo o nowcast do Fed de Atlanta, o PIB nominal americano está crescendo perto de 8% em termos anualizados neste 3º trimestre, depois de ter aumentado 8,5% no segundo, em boa parte impulsionado pelo efeito expansionista advindo do efeito riqueza gerado pelas ações e da expansão das empresas de IA, o que tende a aumentar ainda mais a distância entre o crescimento nominal da economia e a expansão da oferta monetária.

Ao mesmo tempo, o Balanço Patrimonial das Famílias americanas segue saudável, de acordo com os dados da planilha de *HH Credit* do Fed de Nova York que, em nossa leitura, indicam que, mesmo diante de um ciclo de até 4 altas do Fed, isso não comprometeria a solvência ou o balanço do setor doméstico.

A rubrica de crédito mais relevante em termos do canal de transmissão da política monetária é o imobiliário, que tem mostrado queda dos financiamentos hipotecários diante do encarecimento do crédito e da maior seletividade dos bancos, que estão concentrando este tipo de crédito nos segmentos com menor risco e maior pontuação de crédito, exatamente ao contrário do que aconteceu na crise dos *subprime* que eclodiu em 2008. Com isso, observou-se a primeira queda do agregado desde o início da expansão pós-2020, puxada por essa desaceleração nas concessões de hipotecas.

Este segmento imobiliário apresenta, a nosso ver, uma tendência demográfica mais favorável à redução dos preços de aluguel residencial, em vista da queda na taxa de natalidade e da redução dos fluxos imigratórios para os EUA.

Além destes fatores estruturais desinflacionários citados acima, também entendemos que a IA atuará de forma a reduzir os preços, principalmente em setores como transporte, saúde, intermediação financeira e outros serviços em geral.



**Gráfico 3.** EUA: originação de hipotecas por pontuação de crédito (US\$ bi). Fonte: New York Fed, Equifax, Adam Capital.

O cenário mais provável, em nossa visão, é que a produtividade da economia americana subirá de forma bastante expressiva, de modo que veremos inflação baixa e PIB acelerando de forma contínua por lá. Os dados mais recentes apontam neste sentido: a média móvel de 3 meses (anualizada) até agosto do núcleo do PCE já recuou para perto de 2%, ao mesmo tempo em que o PIB real segue acelerando para um patamar entre 3,5% e 4% neste 3º trimestre, conforme vemos no *nowcast* no Fed de Atlanta (que está rodando em 3,7% em termos anualizados neste período mais recente). A diferença entre o crescimento nominal e o real reflete um deflator do PIB pressionado, e não a inflação ao consumidor – que, em nossa visão, tende a recuar pelos motivos estruturais expostos anteriormente.

Vamos lembrar que o mercado chegou a projetar uma breve recessão com inflação alta para os Estados Unidos depois do episódio das tarifas em abril do ano passado.

Em um lado diametralmente oposto, o nosso cenário positivo para a economia americana está sendo referendado pelos dados desde então, que ao contrário do consenso vêm mostrando uma aceleração do PIB americano e uma desaceleração da inflação, mesmo diante de tantos choques (o que gera uma assimetria para baixo também pelo lado da oferta).

Por outro lado, este cenário benigno para os EUA a longo prazo não está imune ao efeito inflacionário de curto prazo causado pelo choque global de custos, que segue sendo muito forte e envolve principalmente os derivados de petróleo e o frete, além do efeito previsto do El Niño sobre os preços de alimentação.

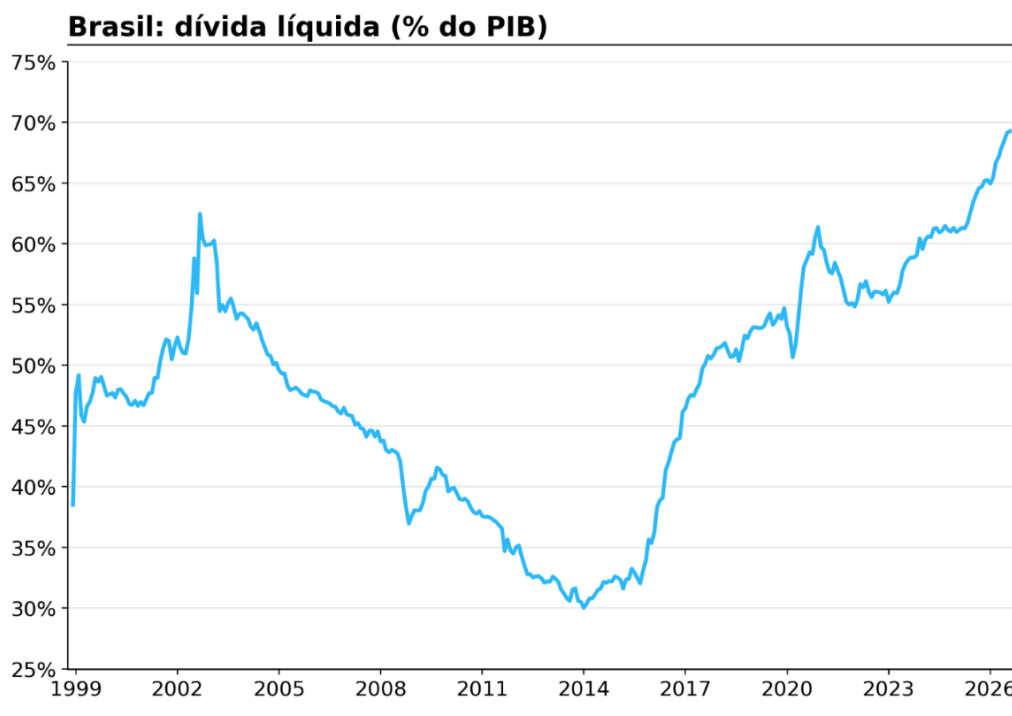
Na Carta Mensal de março deste ano, já alertávamos que *“o fim da guerra não implica normalização rápida dos preços do petróleo e muito menos em normalização dos preços dos derivados de petróleo, já que boa parte da infraestrutura das refinarias da região foi destruída pelos ataques de ambos os lados no Oriente Médio e, mesmo antes deste novo conflito, a Ucrânia já estava dizimando parte relevante das refinarias russas.”*

Há também o repasse de custos de frete marítimo (*shipping costs*). Em períodos normais, quando os choques são idiossincráticos como ocorreu no choque tarifário de 2018 (1º governo Trump), este repasse é negligenciável devido à diversificação de rotas e pelo efeito-substituição de insumos. Por outro lado, em momentos de choque em escala global como vemos ocorrer atualmente, o repasse é maior porque não há como arrumar fornecedores alternativos, conforme a literatura recente do Fed de Atlanta.

## 02 · CENÁRIO DOMÉSTICO

### O Impasse Institucional e o Risco Fiscal para 2027

A Constituição Federal de 1988 amarrou o orçamento e gerou uma bomba-relógio fiscal – agravada pelo rápido declínio da taxa de natalidade no país – e, os níveis de endividamento público atingiram patamares que tornam a “saída inflacionária” cada vez mais inevitável, de forma que os desafios serão enormes para qualquer que seja o candidato que saia vitorioso das próximas eleições. Desde a crise de 2014-2015, a dívida líquida no Brasil saltou de 30% para 70% do PIB e a nossa estimativa de crescimento da produtividade despencou, mesmo considerando a expressiva ajuda do setor agrícola.



Fonte: BCB, Adam Capital. Setor público consolidado, mensal, até ago/26.  
Até nov/01, metodologia anterior (com Petrobras e Eletrobras) sobre o PIB de 12 meses.

**Gráfico 4.** Brasil: dívida líquida (% do PIB). Fonte: BCB, Adam Capital.

Os limites operacionais do corte de gastos, diante da incapacidade de cortar mais de 1% das despesas sob o desenho institucional vigente, se transfiguram em um desafio inevitável da próxima gestão, diante da explosão de restos a pagar, precatórios e de um cenário de desaceleração econômica que deprima a arrecadação. Outro ponto importante é que o ambiente internacional de maior disputa por capital no mundo é particularmente mais danoso a países com alto endividamento público e baixa taxa de poupança, como é o nosso caso, já que o capital acaba fugindo de economia emergentes de maior risco.

Para que melhorássemos de forma sensível a produtividade, deveríamos aumentar a taxa de investimento da economia ou melhorar o capital humano. Vamos assumir que esta segunda opção está fora de cogitação – até porque os recentes resultados dos testes do PISA não permitem nenhum otimismo a este respeito. Neste caso, o cenário da produtividade brasileira dificilmente vai ser alterado, porque a taxa de investimento (FBCF) ficou em apenas 16,8% em 2025 e 16,1% do PIB no 2º trimestre deste ano – um dos piores patamares entre os países emergentes, bem abaixo da média mundial de 26,2%, de 21% na América Latina ex-Brasil e de mais de 30% nos países emergentes da Ásia (2024).

## 03 · ESTRATÉGIA E CARTEIRA

## Nossa estratégia e carteira

No cenário global, mantivemos o posicionamento inalterado: seguimos alocados na compra de ações de tecnologia norte-americanas, na compra de dólar contra o euro e na venda de ouro, por avaliarmos que os fundamentos e a assimetria das teses permanecem atrativos.

No Brasil, sustentamos uma postura mais defensiva e risco reduzido, preservando a exposição comprada em NTN-B combinada a posições vendidas em dólar contra o real e em Ibovespa.

O resultado do mês foi positivo, com consistente geração de alfa na maioria das classes de ativos - destacando-se a contribuição de global equities. Mantemos o dimensionamento de risco, focados em capturar as melhores assimetrias do cenário à frente.

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