

# Carta mensal

Dezembro 2024

## RETROSPECTIVA 2024

Começamos o ano de 2024 bastante convictos com a pujança das economias brasileira e americana, e pessimistas com a China e a Europa. No que tange às duas primeiras geografias, nossa visão estava bastante fora do consenso e partíamos de algumas premissas, tais como:

**1) Os modelos estatísticos não seriam capazes de capturar a realidade atual corretamente**, seja por atribuírem maior peso às últimas duas décadas – período no qual uma confluência de fatores levou à cadência dos juros globais<sup>1</sup>, – ou pela instabilidade dos parâmetros com o pós-pandemia. Essa premissa nos fazia enxergar que as políticas monetárias não estariam suficientemente restritivas, como apontavam os modelos.

**2) As políticas fiscais desses países seriam pró-cíclicas, dando mais impulso às economias, que já estavam aquecidas.** Nos Estados Unidos, o fato de ser um ano eleitoral sempre nos deu confiança de que tanto o Tesouro como o FED inflariam a economia. No Brasil, o ritmo de crescimento dos gastos do governo, já no início de 2024, não era condizente com o ajuste fiscal defendido na “lábria” pelo Ministro. Preferimos nos ater aos dados – que mostravam, como exemplo, uma aceleração exorbitante nas concessões de benefícios previdenciários, dentre outros –, bem como às sinalizações que o próprio governo e o Congresso davam, e que não eram na direção de um controle de gastos, e sim, na melhor das hipóteses, de um aumento do tamanho do Estado.

**3) Haveria uma espécie de Economia Política nos Bancos Centrais.** Estes, apesar de independentes, revelariam, aos poucos, uma mudança em suas funções de reação, ao priorizarem o crescimento e o emprego em detrimento do compromisso histórico com a inflação, motivados por fatores político-eleitorais. No Brasil, isso justificava o início prematuro do ciclo de cortes de juros em 2023. Nos Estados Unidos, tal fenômeno justificava a mudança de tom do FED na virada de 2023 para 2024, a despeito da resiliência econômica.

**4) O trabalho de convergir a inflação à meta seria mais difícil neste ano**, porque boa parte da ajuda da oferta estava se exaurindo. Os ganhos com a normalização das cadeias de produção, bem como as quedas nos preços de energia e de alimentos ao longo de 2023 não pareciam dar margem para melhoras substanciais em 2024. O vetor de desinflação teria que vir de uma desaceleração da demanda e os sinais apontavam para uma aceleração deste vetor (direção contrária ao necessário para a inflação cair).

Essas teses nortearam boa parte das nossas decisões de investimento, mas mantivemos sempre a flexibilidade de alterar o diagnóstico de acordo com a evolução dos dados e dos nossos estudos. Além disso, ao longo de 2024, estivemos sempre tentando coordenar a nossa visão sobre a realidade subjacente das variáveis macroeconômicas com (i) as decisões que seriam tomadas pelas autoridades e (ii) o que supúnhamos que seriam as narrativas geradas pelo mercado. Acreditamos que esta seja a melhor forma de se capturar oportunidades nos mercados e será dessa forma que seguiremos guiando nossas decisões de investimento no próximo ano.

Nesta carta, traremos as nossas previsões para o ano de 2025.

---

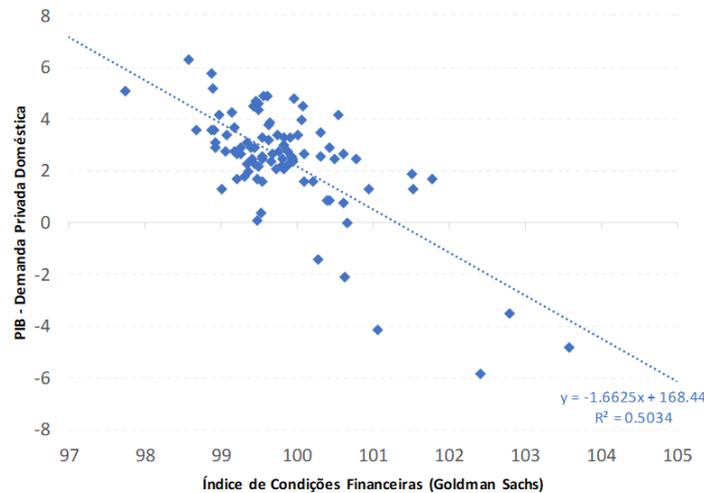
<sup>1</sup> Fatores como as mudanças demográficas – que reduzem a propensão a consumir da população –, a globalização e o baixo crescimento da produtividade levaram à redução da taxa de juros neutra mundo afora. Podemos dizer que, hoje, nenhum desses fatores contribui para uma redução do juro neutro; pelo contrário: o envelhecimento populacional atingiu um patamar tamanho que requer cada vez mais gastos públicos com previdência e saúde; a “desglobalização” é o novo tema global pós-pandemia com o aumento de tensões geopolíticas, inclusive dos gastos militares; e, ao menos nos Estados Unidos, a produtividade parece ter voltado a crescer. ([ver carta de out/24](#))

## CENÁRIO 2025

**1. Os Estados Unidos seguirão crescendo bem acima da média dos outros desenvolvidos.** Olhando para além da situação corrente – que, ao que tudo indica, levará a um crescimento de em torno de 3% do PIB no quarto trimestre de 2024 e de 2.8% no ano fechado –, a nossa visão prospectiva é de uma aceleração da economia americana em 2025, quando deverá crescer 3%. Por trás disso, há dois fatores: um conjuntural e o outro estrutural.

Primeiramente, acreditamos que o ciclo de flexibilização monetária atual dará ainda mais gás à economia. Este efeito ocorrerá pelas vias tradicionais de transmissão de política monetária que, como sabemos, operam com defasagem sobre a atividade econômica – afetando os custos de oportunidade e as decisões por tomada de crédito –, e também por vias mais imediatas, flexibilizando o índice de condições financeiras, principalmente por meio da valorização dos índices de ações.

### Correlação histórica: PIB x Índice de Condições Financeiras



Fonte: Bloomberg, Adam Capital

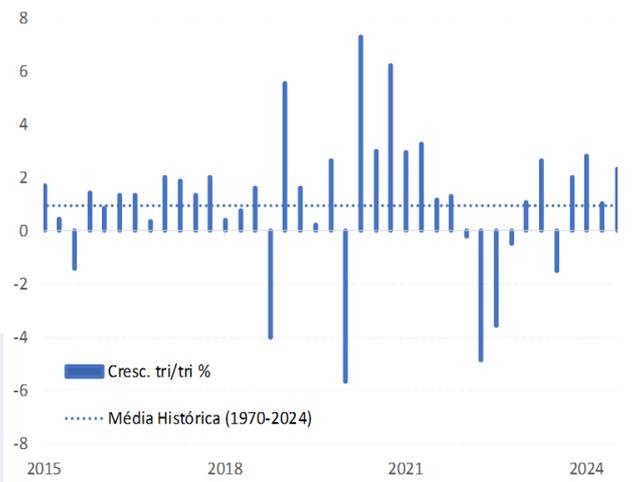
Notem que, ao final do terceiro trimestre de 2024, a riqueza das famílias americanas cresceu 2.4% em termos reais, muito acima da média histórica de 0.9%.

### Patrimônio das famílias (% da Renda Disponível)



Fonte: FED, Adam Capital

### Patrimônio das famílias\* - Crescimento tri/tri



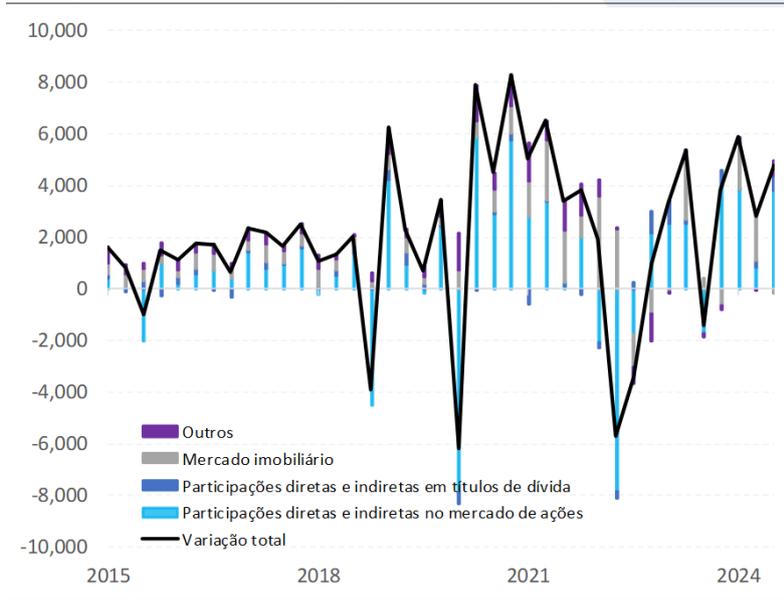
Fonte: FED, Adam Capital

\* Deflacionado pela inflação do PCE

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 e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. 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).

Este dado, divulgado pelo FED trimestralmente, permite observar que boa parte das variações no patrimônio das famílias se deve no mercado de ações, e isso decorre do fato de as famílias apresentarem uma elevada participação no mercado acionário americano e aos bons resultados apresentados por esse mercado.

### Variações no Patrimônio Líquido das Famílias (\$ Trilhões)



Fonte: FED, Adam Capital

Como fator estrutural, acreditamos que, ao contrário do observado em boa parte do mundo desenvolvido – como na Zona do Euro, Austrália e Canadá –, a economia americana apresenta sinais claros e consistentes de ganhos de produtividade, conforme exploramos nas cartas de [setembro](#) e [outubro](#). Na nossa visão, estamos diante de uma revolução tecnológica, e esta encontra-se ainda em estágio inicial, uma vez que ainda há uma limitação de capacidade computacional nos dias de hoje. Essa lacuna não apenas reflete o imenso potencial disruptivo de soluções futuras, mas também aponta, necessariamente, para a continuidade desse ciclo de transformação pelos próximos trimestres ou mesmo anos.

**2. As tarifas do Trump provavelmente serão acionadas, mas seu impacto nos Estados Unidos será menor do que no resto do mundo.** Ainda que saibamos de todos os malefícios que políticas protecionistas causam, seja pela perda de alocação eficiente de recursos, pela redução do produto, ou pelo deslocamento do nível de preços, se existe uma economia que pode se dar ao luxo de tais políticas, esta seria a dos Estados Unidos. Isso porque, apesar de apresentar o segundo maior volume de comércio do mundo – perdendo apenas para a China –, o tamanho do mercado interno americano torna as transações comerciais uma parcela menos significativa da economia. Além disso, a autossuficiência em diversos setores estratégicos, que vão desde commodities – como alimentos e energia – até os segmentos manufaturados – incluindo produtos de alta tecnologia e bens industriais –, reduz os impactos potenciais do protecionismo nos EUA. No resto do mundo, os efeitos serão maiores, mas a magnitude dependerá das negociações bilaterais.

### Volume\* de Comércio (% PIB) - Média dos países

Desenvolvidos	42.3%
Estados Unidos	16.5%
Emergentes - LATAM	36.0%
Emergentes - Asiáticos	76.1%
Emergentes - CEEMEA	71.0%

Fonte: Bloomberg, Adam capital

\*Exportações + Importações

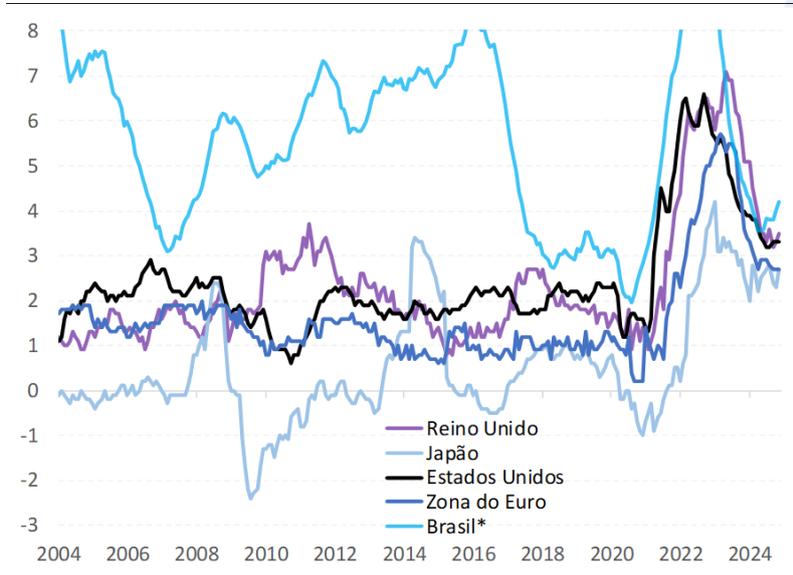
**3. A China continuará desacelerando pelos mesmos fatores estruturais.** O avanço do protecionismo global reduzirá a capacidade da China de sustentar seu crescimento baseado nas exportações, forçando o país a depender cada vez mais do consumo doméstico. Este, no entanto, seguirá sem ímpeto, uma vez que a falta de capitalismo e a demografia em declínio não serão endereçados. Em resposta, os juros seguirão caindo, na tentativa de estimular a demanda; o excesso de investimentos ineficientes patrocinados pelo governo seguirá produzindo deflação de bens de consumo; e, sem mudanças no modelo de crescimento, a economia chinesa seguirá alternando entre períodos de estagnação e 'voos de galinha', onde estímulos pontuais geram apenas recuperações temporárias.

**4. A Europa seguirá fraca e com focos de instabilidade política.** Institucionalmente, a Europa está cada dia mais fragilizada. Sua população divide os votos entre partidos de extremos que, apesar de opostos, convergem para a mesma tática do populismo exacerbado, que continuará levando o bloco europeu à perda de dinamismo e de produtividade ao longo do tempo. Esta última já é um tema antigo do bloco: o artigo "The productivity challenge for Europe", escrito em 2016 pelo Mario Draghi e publicado pelo ECB<sup>2</sup>, já elencava a má alocação entre capital e trabalho e a falta de progresso tecnológico nas empresas como principais explicações para o atraso da Zona no Euro na corrida da produtividade. Desde então, no lugar de endereçar esses entraves, o bloco caminhou na direção de reduzir a jornada de trabalho, sem flexibilizar suas rígidas leis trabalhistas, e de ampliar a regulamentação sobre setores estratégicos, especialmente aqueles ligados à inteligência artificial – justamente os vetores de inovação e ganhos de produtividade na economia global atual.

**5. Sem recessão, inflação global vai parar de melhorar, sem antes convergir para a meta.** Na ausência de choques exógenos, não existe saída para a inflação que não passe por um arrefecimento da atividade. E, conforme abordamos anteriormente, este cenário parece longe de se tornar realidade, tanto no Brasil como nos Estados Unidos. Neste último, contudo, o ganho de produtividade deverá ser um contrapeso, mas provavelmente insuficiente para garantir a estabilidade da inflação na meta. Na Europa, o cenário é o inverso: a baixa produtividade poderá levar a um cenário onde a atividade é fraca, mas a inflação não converge para a meta.

Fato é que, onde quer que você olhe, a inflação do núcleo parece ter se estabilizado (ou mesmo reacelerado, como no caso do Brasil) já no segundo semestre de 2024, interrompendo o processo de convergência à meta.

**Núcleo da inflação - Variação % em 12m**



Fonte: Bloomberg, BCB, Adam Capital

\*Média das inflações do núcleo

<sup>2</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161130\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161130_1.en.html)

E, apesar disso, todos os Bancos Centrais começaram o ciclo de afrouxamento monetário neste período, muitas vezes se apeando às projeções, que contam com a sorte de um efeito base baixista no início do ano que vem. Lembremo-nos do que ocorrerá no primeiro trimestre de 2024: apesar do efeito base, a inflação surpreendeu a todos, e o processo desinflacionário foi mais lento que o esperado. Tomando por base as projeções dos Bancos Centrais do Brasil, dos Estados Unidos e da Zona do Euro para a inflação de 2024, todos eles subestimaram seus respectivos índices.

### Inflação projetada\*

para o final de 2024 dez/23 dez/24

FED	2.4%	2.8%
ECB	2.7%	2.9%
BCB	3.8%	4.9%

Fonte: Bancos Centrais, Adam Capital

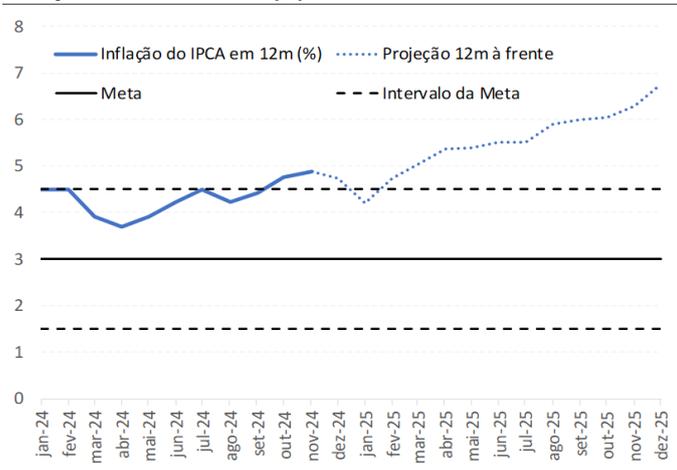
\* Inflações do núcleo para o FED e o ECB

**6. Moedas de países emergentes seguirão enfraquecendo.** Tarifas, juros globais ainda altos e a desaceleração adicional da China se somarão ao caos político e institucional que observamos atualmente pelo mundo afora – seja na Europa, Coreia do Sul, Brasil, México –, de modo que o dólar seguirá sendo mais demandado como reserva de valor.

**7. O Banco Central do Brasil não vai sancionar todas as altas previstas na curva de juros.**

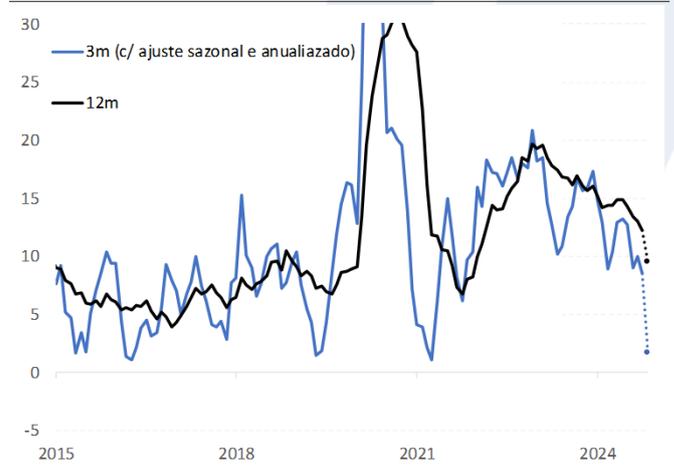
**8. A inflação será um tema central no Brasil em 2025, ao ficar bem acima do teto da meta para o IPCA, índice usado para calibrar as metas de inflação.** Não vemos outra solução para a encruzilhada na qual o governo e o Banco Central se colocaram: nas vésperas de um ano eleitoral, não haverá disposição para desacelerar a economia. Desse modo, se e quando<sup>3</sup> os agentes se depararem com uma desaceleração forte da atividade econômica – hoje mais provável do que antes, tendo em vista que os programas de vendas de dólares do Banco Central provocarão uma redução acentuada na oferta de moedas local –, é esperado que o governo adote medidas criativas para estimular o crescimento. Nesse contexto, a única alternativa para a sustentação da atividade, sem comprometer ainda mais as contas públicas, será lidar com uma inflação crescente.

Inflação do IPCA em 12m (%)



Fonte: IBGE, Adam Capital

Crescimento do M2 (%)



Fonte: BCB, Adam Capital

\*Dez/24 com nossa projeção

<sup>3</sup> Colocamos com uma possibilidade, e não uma certeza, porque parte desses recursos utilizados para comprar os dólares dos leilões pode ter vindo do M3 ou M4, reduzindo o impacto sobre o M2.

**9. O Brasil continuará mostrando fragilidade fiscal com o gasto crescendo bem acima de 2,5%.** Se mesmo com a atividade forte e na metade do mandato presidencial o expansionismo fiscal foi significativo, não é razoável esperar que, com a atividade desacelerando – segundo nossas projeções, o PIB sairá de um crescimento de 3% em 2024 para 2% em 2025, com uma recessão leve do 2º semestre –, e em véspera de ano eleitoral, ocorrerá disciplina fiscal. Assumir isso é assumir que governo abdicará de seus interesses políticos/eleitorais para o bem do futuro governo – um altruísmo que, em nossa visão, é improvável em qualquer contexto político ao redor do mundo.

**10. O Tesouro Nacional vai ampliar parcela da dívida pública atrelada à Selic.** Uma “saída” que tem sido usada pelo Tesouro para que a alta dos juros básicos não comprometa ainda mais – e de forma permanente – a dinâmica da relação dívida/PIB tem sido a de encurtar o prazo médio da dívida através de leilões proporcionalmente mais concentrados em vencimentos curtos, ou mesmo em recompras de dívida longa pré-fixada. Tal fato tenderá a reduzir ainda mais a eficácia da política monetária, porque o detentor de dívida pós-fixada ganha com a alta da Selic, ao contrário do investidor que está aplicado em pré-fixado (especialmente em vencimentos longos).

**11. O câmbio deve seguir mais depreciado, tanto por fatores externos quanto pelas motivações domésticas que termos citado.** A estratégia de venda de dólares adotada agora em dezembro serve apenas para tapar temporariamente o problema da falta de dólares, mas não resolve o rombo das contas externas. Em um cenário em que o governo, muito provavelmente, seguirá estimulando o consumo, o déficit em conta corrente deverá seguir piorando, uma vez que a taxa de poupança doméstica é baixa, e o país sempre precisa da poupança externa em situações de forte expansão da demanda doméstica.



CONHEÇA OS  
FUNDOS DA ADAM|CAPITAL

**ADAM  
ADVANCED**

[saiba mais](#)

**ADAM  
MACRO**

[saiba mais](#)

**ADAM  
PREV**

[saiba mais](#)

**ADAM  
RENDA FIXA  
ATIVA**

[saiba mais](#)

**ADAM  
RENDA FIXA  
ATIVA PREV**

[saiba mais](#)

## Contato

[comercial@adamcapital.com.br](mailto: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](http://www.adamcapital.com.br)