

Carta mensal

Janeiro 2025



La Vérité sortant du puits armée de son martinet pour châtier l'humanité,
Jean-Léon Gérôme, 1896

A Mentira disse à Verdade: "Vamos tomar um banho juntos, a água do poço é muito boa. A Verdade, ainda desconfiada, testou a água e descobriu que era realmente boa. Então elas ficaram nuas e se banharam. Mas de repente, a Mentira pulou para fora da água e fugiu, vestindo as roupas da Verdade. A Verdade, furiosa, saiu do poço para pegar suas roupas de volta. Mas o Mundo, ao ver a Verdade nua, desviou o olhar, com raiva e desprezo. A pobre Verdade voltou ao poço e desapareceu para sempre, escondendo sua vergonha. Desde então, a Mentira tem corrido pelo mundo vestida de Verdade, e a sociedade está muito feliz. Porque o mundo não tem desejo de conhecer a Verdade nua."¹

Pintura: *A Verdade saindo do poço armada do seu chicote para castigar a humanidade.* Jean-Léon Gérome, 1896.

¹ *The Greek Parable of Truth and Falsehood.*

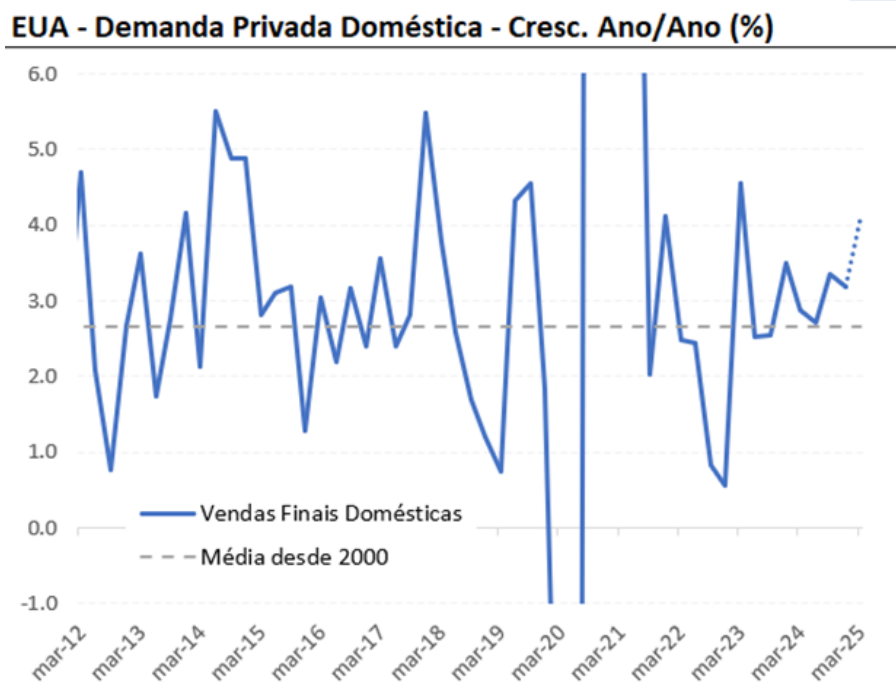
O ano começou muito bom para a economia americana e pior para o resto do mundo, mas o comportamento dos ativos financeiros caminhou em direção contrária ao que entendemos serem os fundamentos econômicos.

Desta forma, os nossos multimercados, especificamente, não performaram bem em janeiro, mesmo diante da redução de risco que fizemos desde dezembro. Seguimos comprados em bolsa americana e em dólar porque entendemos que os dados reforçaram o nosso cenário e os preços atuais não são condizentes com a realidade, conforme explicamos abaixo.

Este “descasamento” entre os dados e os preços pode ser notado pelo desempenho da bolsa americana, que foi uma das que menos subiram neste mês de janeiro, tendo ficado bem atrás, por exemplo, das bolsas europeias e de países emergentes, como é o caso da Bovespa. Esta dinâmica contrariou os indicadores de atividade econômica mais robustos nos Estados Unidos e mais fracos na Europa, na China e em outros emergentes (Brasil inclusive). Os mercados de câmbio também refletiram uma fraqueza do dólar.

Tal comportamento dos mercados ocorreu a despeito dos eventos estarem caminhando conforme o esperado em nosso cenário, inclusive em termos das medidas adotadas pela administração Trump, que em nada diferem em relação aos pontos que ele levantou na campanha e nos meses anteriores à posse. Dentre estes pontos, contemplam-se a elevação das tarifas comerciais, corte de despesas em programas assistenciais e recursos para a OTAN e deportação de imigrantes ilegais. Tudo isto não deveria ser surpresa para ninguém, pois foi repetido exaustivamente.

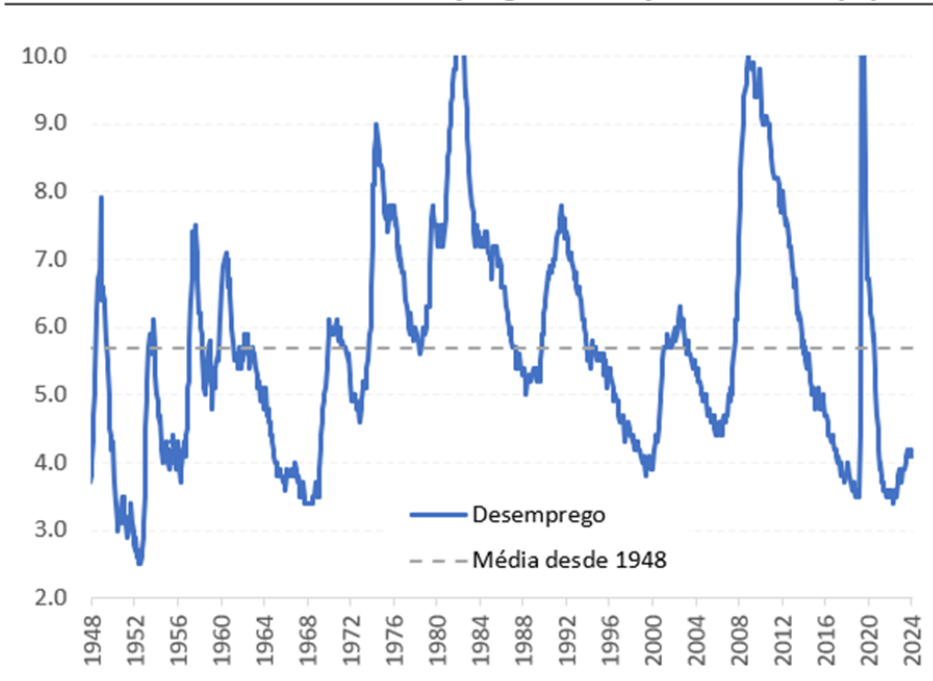
Os dados seguem mostrando uma clara vantagem da economia americana em relação às demais. O PIB por lá continua crescendo acima de 2%, liderado por uma demanda doméstica que se expande a uma taxa próxima a 4% e que é sustentada pela firmeza do mercado de trabalho e por condições financeiras ainda bem mais estimulativas do que aquelas vigentes no período pré-pandemia.



Fonte: BEA, Atlanta FED (nowcast na ponta), Adam Capital.

A taxa de desemprego voltou a cair na última divulgação relativa a dezembro, indo de 4,2% para 4,1%, apenas 0,7 p.p. acima da mínima histórica e 1,4 p.p. abaixo da média iniciada em 1948. No mesmo mês, também houve uma aceleração das contratações líquidas para 256 mil vagas. Por outro lado, a inflação está se comportando de forma mais ou menos estável, o que sugere, por ora, que seguem ocorrendo ganhos de produtividade advindos de novos processos envolvendo inteligência artificial, conforme temos apontado em cartas anteriores.

Estados Unidos: Taxa de Desemprego - com ajuste sazonal (%)



Fonte: BLS, Adam Capital.

Sobre Brasil, a última comunicação oficial do Bacen parece dar razão à 7ª previsão que colocamos há um mês em nossa Carta Mensal de dezembro, de que “o Banco Central do Brasil não vai sancionar todas as altas previstas na curva de juros” ([ver link aqui](#)). Ainda assim, o Copom mostrou esse viés de maior preocupação com atividade econômica muito antes do esperado, logo na reunião seguinte à adoção da “alta de 300 pontos” – que foi a surpreendente alta de 100 pontos em novembro juntamente com a comunicação de 100 pontos em cada uma das duas reuniões seguintes.

Esta tendência de se adotar uma espécie de “economia política” tem sido levantada por nós desde o início do ano passado e se reflete em uma função de reação que atribui mais peso ao risco de recessão do que ao de inflação alta. Sobre este ponto, vale repetirmos o comentário que escrevemos em dezembro, dentro da nossa 8ª previsão:

“(…) . Não vemos outra solução para a encruzilhada na qual o governo e o Banco Central se colocaram: às vésperas de um ano eleitoral, não haverá disposição para desacelerar a economia. Deste modo, se e quando 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.”

Não por outra razão, já apareceram propostas para colocar o FGTS como garantia do crédito consignado, o que parece ser uma criatividade e um contrassenso, visto que o argumento primário em favor da criação deste fundo era o de ser uma espécie de reserva monetária das pessoas, para casos em que estas fossem demitidas sem justa causa. Ao invés de usar o dinheiro retido como lastro, faria muito mais sentido liberar os recursos para que os trabalhadores economizassem com pagamento de juros e pudessem aplicar o seu dinheiro da forma que entendessem ser a mais útil, rentável ou produtiva (isso tudo sem entrar no mérito da discussão normativa entre *tutela estatal vs. liberdade individual*).

Por outro lado, ainda é muito cedo para dizermos se acertamos esta previsão 7 sobre juros porque o câmbio está controlado neste início de ano, mas por quanto tempo o dólar ficará abaixo de 6?

Conforme colocamos no início deste texto, houve um grande descolamento entre os preços dos ativos e a realidade neste início de ano e isto ocorre com alguma frequência, perdurando às vezes por períodos mais ou menos longos, mas que se mostram limitados pelas barreiras naturais impostas por fatos como a sobra ou falta de dólares, a sobra ou excesso de poupança etc.

Nunca há uma melhoria ou uma piora duradoura sem algum fundamento econômico importante por trás, ainda mais no Brasil que é hoje um país muito dependente de financiamento externo e doméstico. Continuamos tendo um déficit nominal de mais de 8% do PIB e uma taxa de poupança doméstica baixa (o consumo é crescente em proporção do PIB, o que explica um déficit em conta corrente cada vez maior).

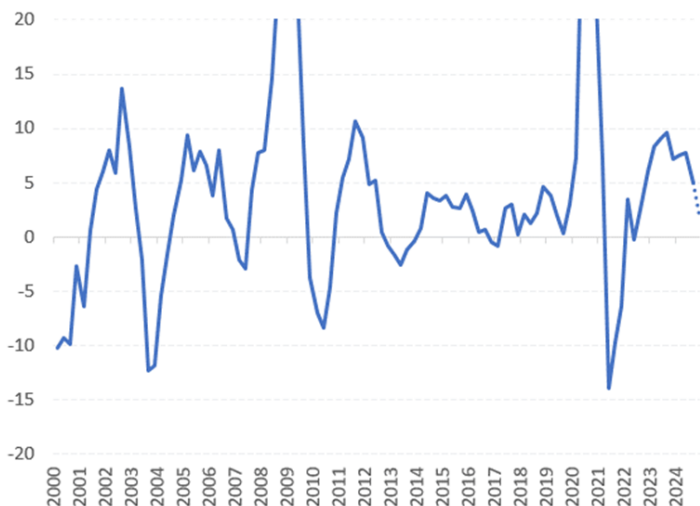
Além disso, o forte efeito contracionista promovido pelas recentes intervenções no câmbio possui caráter temporário, pois se trata de um estoque (por definição limitado²), ao passo que a alta do consumo das famílias no PIB é um fluxo. No curto prazo, no entanto, estas intervenções produziram o efeito esperado de queda do impulso monetário a partir do mês de dezembro, devido ao impacto exercido sobre o agregado monetário do M2.

Quando o M2 cresce muito acima do PIB nominal, é como se a oferta de moeda se expandisse muito acima do crescimento orgânico da demanda por moeda, e como qualquer coisa que “sobra” desvaloriza, a lei da oferta e da demanda sempre se encarrega de equilibrar as quantidades ofertadas e demandadas em algum nível de preço.

Tal queda da oferta de reais no mercado (e aumento da oferta de dólares), ainda que temporária, explica parte da valorização recente da nossa moeda e boa parte da recente desaceleração dos dados de atividade econômica, como o *Caged* de dezembro que registrou criação líquida de empregos bem abaixo do patamar médio do ano passado. Esta desaceleração não tem relação com os juros porque ainda não deu tempo da alta da Selic aparecer nos dados, em vista das longas defasagens envolvidas.

Por outro lado, no cenário internacional, também houve uma desvalorização global do dólar causada possivelmente pela redução do aperto monetário nos Estados Unidos, o que teria permitido um fluxo maior de divisas para ativos de risco como o ouro, outras commodities, bolsas e moedas de países emergentes (incluindo o Brasil). Isso também permitiu que os termos de troca do Brasil recuperassem mais da metade da queda observada em dezembro.

Impulso Monetário no Brasil* - Cresc. Ano/Ano (%)

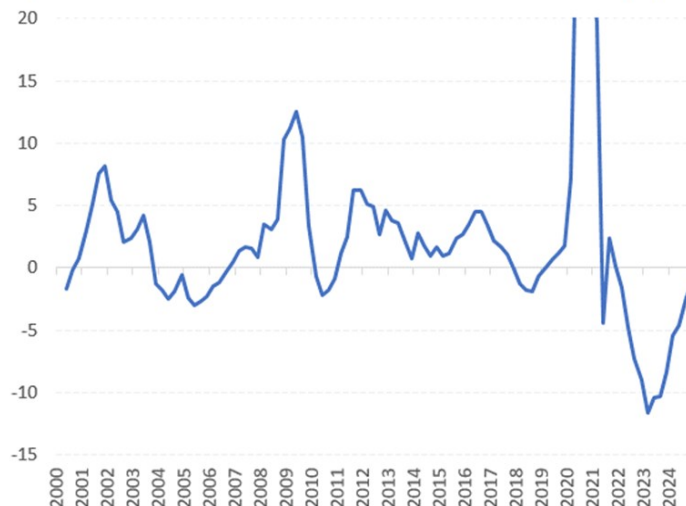


* Diferença entre o crescimento do M2 e do PIB

Fonte: BCB, Adam

*Com a nossa estimativa para o 4T 2024

Impulso Monetário* nos Estados Unidos - Cresc. Ano/Ano (%)



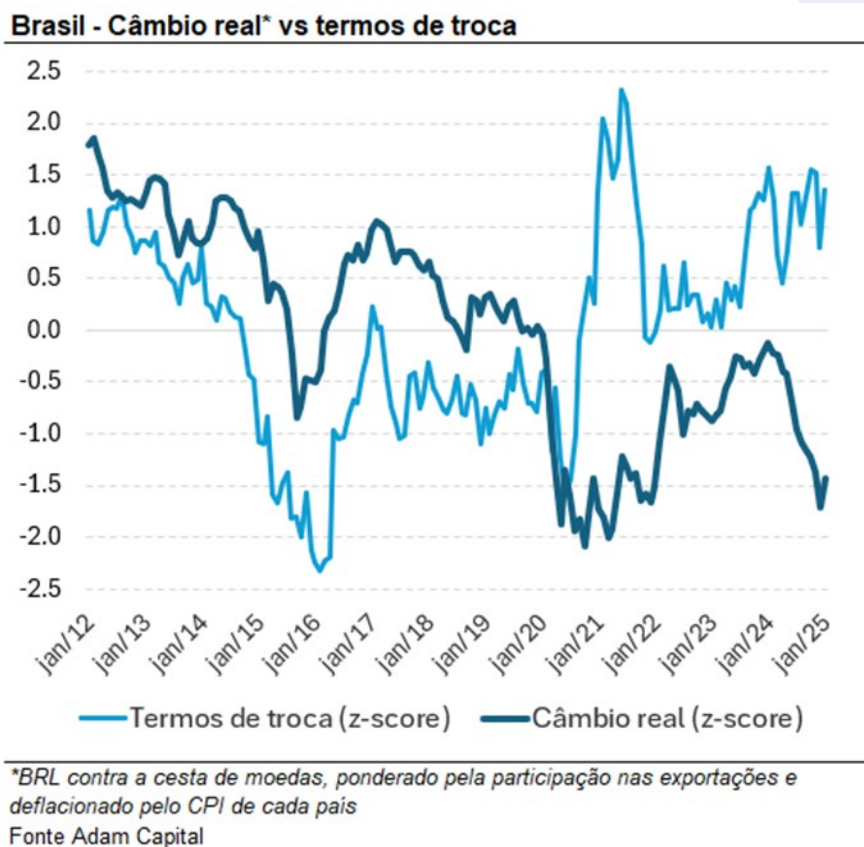
* Diferença entre o crescimento do M2 e do PIB

Fonte: FED, BEA, Adam

² Estimamos que o ativo externo líquido do Banco Central esteja atualmente em cerca de apenas USD 130 bilhões, quando descontadas das reservas internacionais os passivos cambiais da Autoridade Monetária e as obrigações em moeda estrangeira do Tesouro Nacional.

O gráfico a seguir não tem a finalidade de expor qualquer suposta relação de causalidade, mas de apenas mostrar alguns fatos: observando a medida do câmbio real brasileiro ajustado pela cesta de moedas dos nossos principais parceiros comerciais, nota-se que a série está em um nível menos desvalorizado em relação ao que chegou a ser atingido no início da pandemia. Havia naquela situação uma urgência em se liberar gastos extraordinários com vistas a compensar o forte aumento do desemprego causado pela paralização dos serviços.

Para que voltássemos àquele patamar, deveríamos estar mais próximos de R\$ 6,50 do que de R\$ 6,00. Adicionalmente, não há o que se falar a respeito de câmbio nominal de equilíbrio em situações nas quais a política fiscal se encontra claramente em desequilíbrio, uma vez que qualquer “ganho” de competitividade poderia no limite ser totalmente erodido pela inflação. Naquela época, evidentemente, chegamos a ter uma taxa de juros básica de 2% (enquanto lá fora era de praticamente 0%), mas por outro lado estávamos com uma trajetória de dívida cadente nas projeções e, mais importante, o gasto público em proporção do PIB era menor e o ritmo de crescimento do gasto recorrente e o tamanho do déficit nominal estrutural são muito maiores hoje.



Continuamos avaliando que, diante de um cenário externo difícil, com os juros americanos em 4%, a China crescendo cada vez menos e tarifas comerciais crescentes, uma recessão acompanhada de um corte significativo do gasto seria a única possibilidade de permitir que o real permanecesse de forma sustentável abaixo de R\$ 6, tendo-se em vista os problemas advindos do aumento da inflação e do déficit em conta corrente no cenário atual.

No entanto, às vésperas de uma eleição presidencial e diante da baixa na popularidade do governo, o cenário recessivo parece ser improvável em face dos instrumentos de política econômica que estão às mãos do governo para estimular a economia. Além disso, uma simples desaceleração do PIB para o nosso cenário base de 2% de crescimento neste ano não bastaria, uma vez que os dados do mercado de trabalho parecem sugerir que esbarramos na nossa histórica restrição de oferta dos fatores de produção (com produtividade baixa para piorar...).

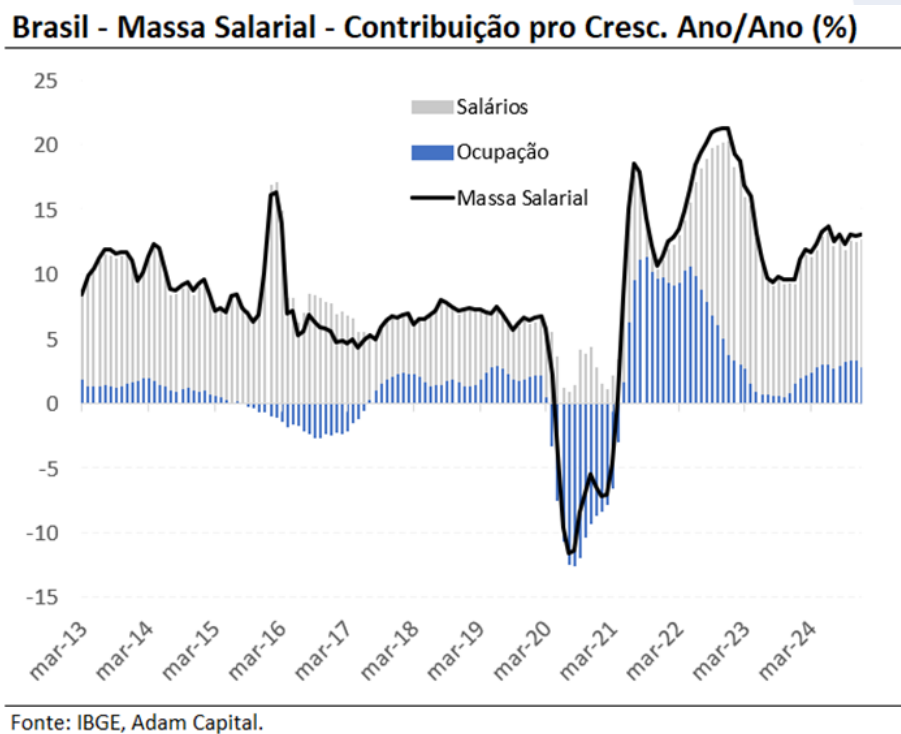
Sabe-se que o mercado de trabalho é atrasado no ciclo econômico. Dados como a taxa de desemprego e a renda respondem com defasagens longas, ao passo que as contratações são, por outro lado, um indicador coincidente de atividade.

Feita esta observação, de que geralmente é ruim olhar o desemprego como predictor do que virá pela frente, faz diferença observar o nível de massa salarial a partir do qual o contracionismo monetário atuará (e sabemos que se tudo fosse explicado pelo lado da política monetária, o juro nominal não estaria nem mesmo onde se encontra hoje).

Aonde queremos chegar: uma coisa é subir juros com a massa salarial crescendo 7% e outra bem diferente é se isso acontecer com ela subindo uns 14%, tal como observamos hoje. O que parece mais provável é que há uma desaceleração em curso, mas não o suficiente para produzir uma contração de PIB no curto prazo.

Dependendo da reação da política fiscal/parafiscal, nem mesmo no médio prazo veremos uma recessão (até 2026). Adicionalmente, no ano que vem veremos o efeito expansionista da liberação de dezenas de bilhões incrementais para a classe média com a provável correção da tabela do imposto de renda.

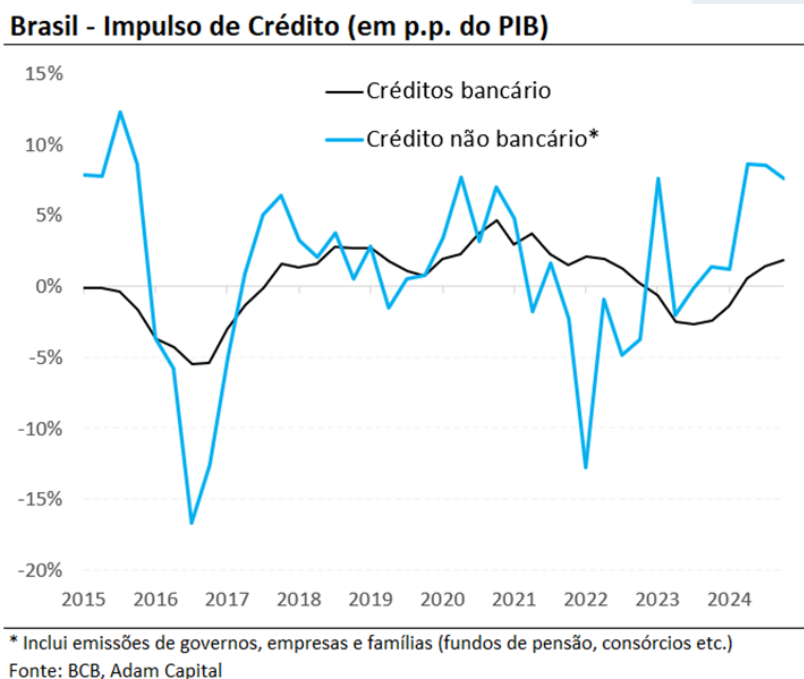
A política monetária cumpre papel importante na expansão dos agregados monetários, mas ela não é o único componente que afeta o M2 e este ponto inicial muito elevado da massa salarial também faz bastante diferença, além dos vetores fiscais e parafiscais.



Mesmo a política monetária pode estar sendo prejudicada pelo encurtamento da duração da dívida mobiliária federal e pela redução do caixa do Tesouro, porque o canal pelo qual os juros básicos afetam a atividade é o da perda de riqueza das famílias (referimo-nos a famílias no conceito das contas nacionais, de pessoas físicas mais as empresas), que percebem uma perda do valor presente de sua riqueza líquida quando a Selic sobe. O *equivalente-ano* nas mãos do mercado cai diante do encurtamento do prazo médio e da redução do valor emitido quando o Tesouro opta por reduzir o seu caixa, ainda que temporariamente.

Além deste ponto, há também o estímulo produzido pelo forte aumento do crédito não-bancário no país. Desde a criação do mecanismo incentivados de captação no mercado de capitais há alguns anos, houve um aumento contínuo deste segmento. Vejamos, por exemplo, o caso da alta de 24,1% das emissões no mercado doméstico de títulos privados por parte das empresas no ano passado (debêntures e notas comerciais), enquanto o mercado de emissão de dívida securitizada se expandiu 32,9% (inclui FDICs, CRIs e CRAs).

Muito se discute a respeito da expansão da carteira de crédito dos bancos, da disposição dos maiores bancos de varejo em empresas etc., mas trabalhando com os dados divulgados na Nota de Imprensa de crédito do Banco Central, chegamos em um resultado que aponta para uma importância do crédito não-bancário 4 vezes maior que o bancário nos últimos 12 meses terminados em dezembro de 2024, em termos de impulso de crédito no PIB (ver gráfico abaixo):



Dado que o governo não ficará inerte “vendo o bonde” da sua popularidade passar e tendo em vista essa ótima fotografia do mercado de capitais e do mercado de trabalho, é razoável assumirmos que o vetor das intervenções cambiais e da alta de juros ainda parece ser insuficiente para produzir uma recessão. Estas condições iniciais favoráveis se agregam a uma política econômica expansionista em seu conjunto (quando somados os componentes monetário, fiscal e parafiscal).

Tudo isso nos leva à conclusão de que, ainda que estejamos passando por uma desaceleração da atividade (e há bons indícios disso), há fatores estruturais importantes que apontam para uma reaceleração da demanda no médio prazo. Porém, mesmo se a atividade desacelerar, sem uma recessão forte, o nosso cenário de piora da inflação e da conta corrente seguiria válido porque qualquer crescimento da demanda doméstica acima de 1% não divergiria muito da nossa capacidade de crescimento de longo prazo³.

A abertura da nossa projeção de PIB de 2% para 2025 deve mostrar, no entanto, uma robustez relativamente maior do consumo em relação ao que vemos para o cenário de investimento (FBKF), pois este último componente costuma reagir mais prontamente à política monetária mais apertada e ao quadro de maior incerteza externa (tarifas, China etc.).

³ Vale lembrar que as estimativas de expansão da produtividade ex-agrícola estão próximas de zero ou negativas nos últimos anos, inclusive neste estudo divulgado há pouco mais de um ano pelo Banco Central (<https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202312/ri202312b1p.pdf>). Além disso, o crescimento populacional se encontra em apenas 0,5% (2023) e a participação do investimento no PIB (17,6%) está próxima do verificado na década de 2011-2020, que foi de 17,7%, patamar este bem abaixo das décadas anteriores. Se o país quiser ampliar a taxa de investimento sem aumentar ainda mais o déficit em conta corrente, terá que necessariamente ocorrer um aumento da poupança pública (aumento do superávit primário) ou privada (redução do consumo das famílias). Ou então precisaremos de outro “milagre” vindo de uma eventual valorização expressiva dos termos de troca, tal como o ocorrido nos anos 2005-2011.

Uma composição de investimento desacelerando e de consumo resiliente deveria gerar, infelizmente, um quadro de maior aceleração da inflação, ainda que ajude a reduzir um pouco o ritmo de deterioração da conta corrente.

Mas, afinal de contas, mesmo essa desaceleração do investimento poderia ser rapidamente revertida com medidas de compensação vindas do governo. Esta reação do governo é a variável chave até 2026, mas para nós é praticamente dado que eles não aceitarão ir para o ano eleitoral com a popularidade nos níveis atuais. Sendo assim, o movimento atual de melhora relativa dos ativos financeiros domésticos parece ter vida curta.

Por fim, para explicar essa melhora recente dos ativos domésticos, vale lembrarmos que existe também um desejo instintivo do ser humano em sempre sentir alguma esperança, ver alguma luz no fim do túnel, esperar por dias melhores e assim tentar se agarrar a algo que lhes mantenha otimistas com o amanhã.

As recentes pesquisas mostrando a queda de popularidade do atual presidente trouxeram algum alívio para aqueles que estão se forçando a olhar direto para o final de 2026, como se fosse possível saltar o caminho até lá e – por último, mas não menos importante – existisse a possibilidade de que o atual governo perdesse as eleições com tudo melhorando e correndo bem no meio do percurso.

O mesmo podemos dizer com relação à implementação da agenda do Trump, da qual o mercado pareceu duvidar e ainda trata parte das suas promessas de campanha como meras brincadeiras ou falsas agendas.

Contudo, conforme retratado na pintura de Jean-Léon Gérôme que serviu de capa para este texto, *é mais fácil aceitar a mentira vestida de verdade, do que a verdade nua e crua.*

Infelizmente, a piora das condições econômicas no mundo *ex-Estados Unidos* se tornou uma verdade da qual não será possível escapar, embora seja difícil admiti-la¹...

¹ Existe um outro final dessa parábola que diz:

“A verdade, por sua vez, recusou-se a vestir-se com as vestes da mentira. E por não ter do que se envergonhar, saiu nua a caminhar pelas ruas e vilas. E desde então, é por isso que, aos olhos de muita gente, é mais fácil aceitar a mentira vestida de verdade, do que a verdade nua e crua.”



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



ADAM Capital

Rua Dias Ferreira, 190 – sala 502 – Leblon
Rio de Janeiro, Brazil – CEP 22431-050
+55 21 3993-7000

www.adamcapital.com.br