

Carta mensal

Março 2024

Se buscarmos a explicação original para o relativo sucesso que a nossa estratégia tem tido até aqui, a encontraremos em uma revisão do diagnóstico que tínhamos até meados de novembro do ano passado.

No final daquele mês, escrevemos em nossa carta mensal que *“A economia mundial mostrou um desempenho melhor do que esperávamos. Tínhamos uma expectativa de que, para este nível observado de crescimento da atividade econômica, a desinflação fosse mais lenta. Erramos neste diagnóstico e a nossa principal suspeita é que as condições de oferta podem estar trazendo uma combinação melhor de atividade/inflação, principalmente devido ao efeito da imigração para os Estados Unidos e à melhoria da cadeia de oferta global que tem reduzido os custos de transporte, energia, alimentos etc.”*

A partir daquele ponto, construímos um cenário-base em que a economia mundial continuaria crescendo em ritmo forte. Àquela altura, já tínhamos percebido que não havia elementos suficientemente fortes que suportassem a tese consensual de que a principal economia do mundo – os Estados Unidos – entrariam em recessão daqui alguns meses.

Até então, o mercado acreditava que um *hard landing* seria necessário para fazer a inflação cair e desde o final do ano passado houve uma mudança para uma nova narrativa: a inflação seguiria baixa mas haveria um *soft landing* em algum momento de 2024, ainda que o próprio *Fed pivot* passasse a servir de estímulo adicional a uma atividade que já crescia acima de 3% ao ano àquela altura, na medida em que a perspectiva sinalizada de queda dos juros em 2024 gerou um alívio significativo das condições financeiras a partir daquele momento.

Ao mesmo tempo, percebemos que havia uma agenda política por trás das ações e palavras do Fed e de muitos outros bancos centrais. Em outras palavras, a tradicional política econômica estava sendo substituída por uma espécie de “economia política”.

Não obstante a economia seguir surpreendendo positivamente e as revisões de PIB mundo afora seguirem ocorrendo para o lado de mais crescimento, os bancos centrais construíram uma narrativa de que a taxa de juros estava em território restritivo, baseados sobretudo em estimativas econométricas de juro neutro que naturalmente acabam superestimando a história da década passada e dando pouco peso aos regimes de mega estímulos fiscais que passaram a dominar a cena econômica no período pós-pandemia.

No dia 14 de dezembro de 2023, com o título *The Fed Pivot And Fear In The Swamp*, Louis-Vincent Gave abriu o relatório diário da renomada consultoria Gavekal com os seguintes parágrafos:

“Following the US Federal Reserve’s surprisingly dovish pivot Thursday, a number of clients have asked “what does Jay Powell know that we do not?”

My best answer has to be that “he’s looking at the poll numbers for the US presidential election.” Over the past few weeks, President Joe Biden’s poll numbers have started to look ugly, especially in key swing states such as Michigan, Pennsylvania and Ohio.”

“Após a surpreendente mudança dovish do Federal Reserve dos EUA na quinta-feira, vários clientes têm perguntado “o que Jay Powell sabe que nós não sabemos?”

“Minha melhor resposta tem sido que “ele está observando os números das pesquisas para a eleição presidencial dos EUA.” Nas últimas semanas, os números das pesquisas do presidente Joe Biden começaram a parecer feios, especialmente nos estados-chave de Michigan, Pensilvânia e Ohio.” – Tradução livre: Adam Capital

Em reuniões com bancos americanos em abril do ano passado em suas respectivas sedes em Nova Iorque, agendadas para investidores por ocasião do encontro anual do FMI, esta hipótese já estava sendo ventilada por algumas pessoas do setor financeiro de lá, ainda que àquela altura isso não estivesse sendo inteiramente respaldado pelos fatos correntes.

Uma hipótese explicativa para este fenômeno é que a excessiva polarização partidária no mundo elevou o “temor” da volta do outro lado do espectro político, seja em governos de esquerda ou direita, e todos os lados deixaram de se preocupar com o lado negativo do expansionismo fiscal e monetário da política econômica. Insistimos que isso ocorre em escala global.

Desde então, o grande “pulo do gato” que possibilitou traduzir este cenário político-econômico que seguimos vendo como sendo o mais provável desde o final do ano passado foi que o mundo se encaminharia para uma inflação de ativos reais propositalmente criada, com a finalidade de superaquecer economias já em pleno emprego (no mundo todo, sob liderança dos Estados Unidos).

Ao mesmo tempo, essa perspectiva de *no landing* impediu que o Powell impusesse o seu voluntarismo sob o restante do Fed, indo de encontro à nossa percepção de que o mercado estava muito otimista com a probabilidade dos *Fed Funds* caírem em março.

Assim, passamos a compor uma carteira de investimentos focada em posições compradas em bolsa americana, ouro e dólar contra algumas moedas, mas também tomada em juros americanos.

Atualmente, nosso cenário econômico contempla no máximo 3 quedas dos Fed Funds neste ano, mas se estivermos errados e o Fed cair em junho com a economia forte, acreditamos que os ativos performarão muito bem. O principal risco para a nossa posição é alguma recessão no curto prazo, o que parece pouco provável na ausência de fatores exógenos, como por exemplo um aumento do risco geopolítico. Por esta razão, mantemos uma posição em ouro, pois este ativo deve performar bem tanto no cenário base de “bolhada” como no caso de aumento da tensão geopolítica.

O ex-secretário do Tesouro e ex-assessor econômico de Obama, Larry Summers, postou recentemente (23/03/24) em sua conta no “X” as seguintes declarações:

“I don't know why @federalreserve is in such a hurry to be talking about moving towards the accelerator. We've got unemployment, if anything, below what they think is full capacity. We've got inflation, even in their forecast, for the next two years above target. We've got GDP growth rising if anything faster than potential. We have financial conditions, the holistic measure of monetary policy, at a very loose level.”

“My sense is still that the @federalreserve has itchy fingers to start cutting rates and I don't fully get it.”

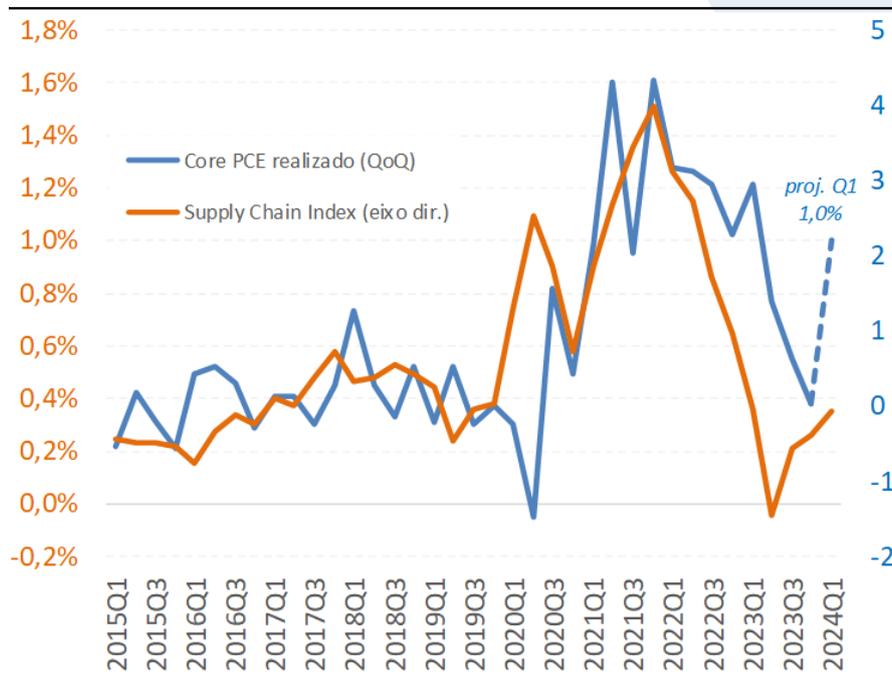
“Não sei por que o @federalreserve está com tanta pressa de falar sobre pisar no acelerador. Temos o desemprego, abaixo do que eles consideram como pleno emprego. Temos a inflação, mesmo em suas previsões, para os próximos dois anos acima da meta. Temos o crescimento do PIB aumentando, mais rápido do que o potencial. Temos condições financeiras, a principal medida da política monetária, em um nível muito frouxo. Ainda sinto que o @federalreserve está ansioso para começar a cortar as taxas e não entendo completamente isso.” – Tradução livre: Adam Capital

Ainda que a revisão de inflação e atividade promovida pelo Fed no último *Summary of Economic Projections* (SEP) tenha sido significativa, com o core PCE subindo de 2,4% em dezembro para 2,6% agora e o PIB saltando de 1,4% para 2,1%, eles mantiveram os 3 dots de quedas de juros neste ano, o que reforça a tese da economia política exposta acima.

Mesmo assim, de acordo com alguns modelos estatísticos que acompanhamos, ainda há espaço para o Fed seguir sendo surpreendido tanto do lado da atividade como da inflação. Nossas simulações apontam para uma projeção central de PIB americano de 2,5% neste ano e um core PCE em torno de 3%. Estes números obviamente estão cercados de uma incerteza grande, tendo em vista a instabilidade dos parâmetros de qualquer modelo econométrico após 2020. Todavia, da mesma forma que mostramos na última carta para o caso da inflação brasileira, a massa salarial ampliada disponível também deve continuar exercendo pressão sobre a inflação nos Estados Unidos, só que a partir de agora sem a ajuda da normalização da oferta.

Conforme mencionado anteriormente, creditamos parte relevante da queda da inflação no ano passado à melhoria das condições de oferta, na medida em que o efeito negativo que a pandemia exerceu sobre a mobilidade foi se exaurindo e os problemas decorrentes de logística foram ficando para trás. Com a abertura econômica e as pessoas voltando ao trabalho, problemas como filas nos portos, alta do custo de energia e falta de insumos foram ficando para trás, normalizando assim a oferta de bens e de serviços e com isso arrefecendo as pressões inflacionárias dos dois anos anteriores.

Núcleo da inflação trimestral do PCE vs Índice de pressão da cadeia de oferta



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis e New York Fed

É difícil explicar estatisticamente por que a inflação dos núcleos do PCE veio tão mais alta neste 1º bimestre¹. Aparecerem muitos comentários sobre distorções sazonais etc. De fato, mesmo colocando essa dinâmica da oferta com a massa salarial ampliada disponível para dentro de modelos que já incluem outros fatores de oferta (petróleo, imigração e *supply chain*), conseguimos explicar razoavelmente a desinflação de 2023 mas não a forte reaceleração do 1º bimestre. Tal observação diz muito mais sobre a limitação dos modelos estatísticos do que sobre a realidade pós-pandemia (que tem nos imposto constantes surpresas).

Dito isso, é razoável supor, até do ponto de vista econômico, que os efeitos oriundos dos choques de oferta são temporários e que no médio e longo prazo o que determina realmente a inflação é o lado da demanda.

Sendo assim, vamos à pergunta final: para onde vai a demanda?

Ao contrário do que o consenso continua acreditando, nós vemos mais motivos para que a demanda siga acelerando. Até o presente momento, tanto a política monetária como a fiscal atuam no sentido de dar mais estímulos. Os indicadores de condições financeiras seguem em campo estimulativo, o balanço das famílias continua saudável e os indicadores do setor imobiliário voltaram a subir, sendo que estes historicamente são antecedentes em relação aos ciclos econômicos.

¹ Economistas do Fed de São Francisco como Adam Shapiro, que desenvolveu uma decomposição de oferta e demanda baseada em análise de preços e quantidades, argumentam que a alta do 1º bimestre teria sido basicamente motivada por oferta. Segundo ele escreveu, "The elevated inflation readings over the last two months are mainly supply driven. Demand driven inflation has mostly moderated (along with diminishing excess savings)". Discordamos bastante dessa leitura por vários motivos, dentre os quais o fato do indicador de supply chain do Fed de Nova Iorque apenas ter deixado de estar no campo negativo, indo agora para um território neutro (teoricamente não ajudam mais a inflação a cair, mas também não estão pressionando).

A política fiscal, por sua vez, continua expansionista. Segundo nossas estimativas, o déficit americano será ainda maior neste ano. As políticas pró-imigração também possuem um lado bastante expansionista na medida em que ampliam o mercado consumidor nos segmentos de maior elasticidade-renda e também ampliam o crescimento da massa salarial ampliada disponível.

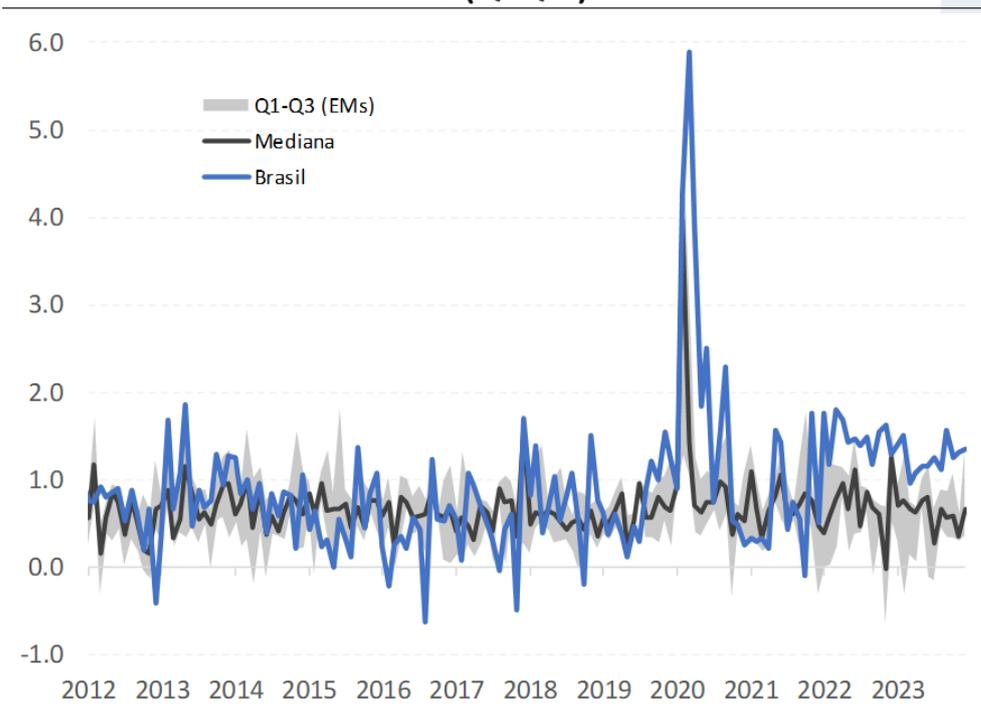
Diante de tantos estímulos, não nos causa estranheza que o ritmo de crescimento do consumo das famílias americanas que acabou de ser divulgado na semana passada tenha sido revisado para 3,3% no 4º trimestre de 2023 (alta real!).

Ainda assim, seguimos com uma visão de que os governos se comportarão de forma assimétrica diante de dados eventualmente mais fracos, demonstrando um medo muito maior de recessão do que de inflação e seguirão sobre reagindo com fortes estímulos. Não bastasse estarmos vendo as economias com níveis de crescimento continuamente acima das expectativas, com raras exceções, e patamares de taxas de desemprego historicamente muito baixos, os tesouros nacionais prosseguirão gastando cada vez mais e os bancos centrais seguirão mantendo viva a chama da esperança de quedas de juros, apesar de sabermos que este caminho elevará o custo de reordenamento mais tarde.

No Brasil, a história não será diferente. Em raros momentos vimos ciclos de política econômica tão coordenados no mundo, apesar de aqui termos gastado muito mais e gerado uma expansão monetária muito maior quando observamos os dados de agregados monetários em relação à média dos emergentes.

A política expansionista generalizada produzirá efeitos distintos em países com baixa taxa de poupança como é o nosso caso. Aqui, na ausência de ganhos adicionais de termos de troca, o aumento da proporção do consumo e do governo no PIB ocasiona necessariamente uma redução do investimento privado e/ou uma elevação do déficit em conta corrente, levando por consequência a um aumento da taxa de inflação.

Crescimento trimestral do M2 (QoQ %)



Fonte: Bbg, Adam Capital

Da mesma forma que no resto do mundo, ainda que a inflação doméstica do IPCA esteja surpreendendo as expectativas de mercado para cima desde dezembro, o consenso das expectativas continua projetando um ano de 2024 e 2025 com números historicamente bastante baixos. Parte relevante da surpresa foi causada por serviços e alimentação, que são justamente os dois grupos mais sujeitos à pressão vinda de fatores domésticos ligados à demanda. A renda nominal efetiva do trabalho, por exemplo, subiu a uma taxa anualizada de 14% nos últimos 3 meses terminados em fevereiro, de acordo com nosso ajuste sazonal.

A narrativa predominante é que essa surpresa ficou para trás, uma vez que o mercado creditou parte relevante dessa pressão à fatores temporários como El Niño, serviços bancários etc. Como mostramos na carta mensal de fevereiro, mesmo considerando que o clima terá efeito neutro daqui para a frente, as nossas projeções sugerem que a inflação dos alimentos neste ano será próxima da média histórica deste grupo, em torno de 8% (incluímos a massa ampliada em nossos modelos para alimentação no domicílio).

O mercado, por sua vez, tem números bem mais baixos, com a mediana do último QPC² apontando para uma inflação de alimentos de apenas 3,75% neste ano (exatamente o que já está acumulado). Com exceção de anos de forte apreciação cambial e queda dos preços das commodities em reais, essa desproporção simplesmente nunca aconteceu.

Inflação de alimentos no 1º trimestre e no ano desde 2000, vis à vis o comportamento do câmbio e das commodities em reais



* Assumindo as projeções da mediana das instituições consultadas pelo Banco Central para o grupo Alimentação no Domicílio no último QPC.

Fonte: IBGE, BCB (Questionário Pré-Copom)

² Questionário pré-copom

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.

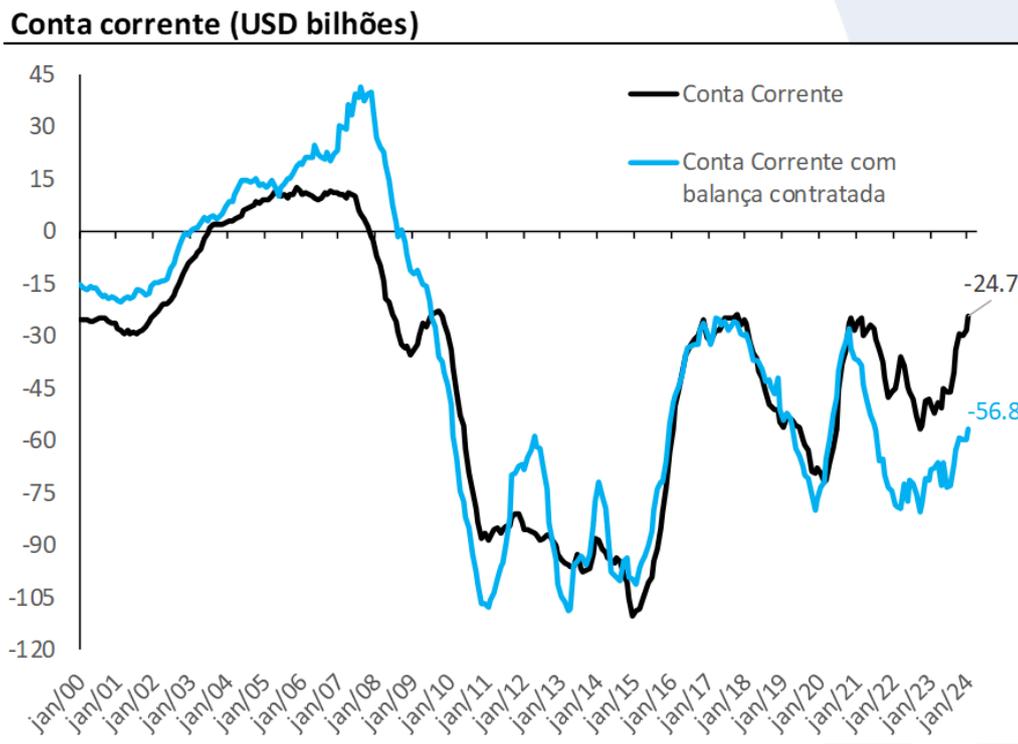


Gestão de Recursos

O câmbio e as commodities também podem deixar de exercer efeito baixista sobre a inflação. Olhando para o fluxo cambial, estamos cada vez mais na dependência da balança comercial porque a conta financeira está negativa em USD 6,4 bilhões neste ano, contra um saldo positivo de USD 3,5 bilhões obtidos em igual período do ano passado.

Apesar de estarmos com uma projeção de saldo comercial próxima de USD 100 bilhões para este ano, **o saldo comercial no câmbio contratado tem sido bem menor, acumulando USD 51 bilhões nos últimos 12 meses até fevereiro, menos da metade do saldo de USD 106 bilhões acumulando na balança embarcada neste mesmo período.**

A diferença entre o saldo contratado e embarcado sempre foi pequena até meados de 2020. A partir daquele momento, o fechamento de câmbio dos exportadores caiu muito. Por isso, torna-se importante olhar para a conta corrente ajustada a esta entrada menor do dinheiro dos exportadores, conforme mostramos abaixo. Fazendo este ajuste, descobrimos que não estamos em posição tão favorável em termos comparativos com o passado da série.



Fonte: Banco Central do Brasil e Adam Capital

Em resumo, estamos diante de um ano de estímulos indevidos lá fora e aqui no Brasil. Talvez a conta fique para 2025, mas sempre há o risco de chegar antes. Nossas projeções de crescimento e inflação seguem acima do consenso já para este ano, mas como temos dito, somente com a passagem do tempo deveremos observar uma mudança mais pronunciada na narrativa geral.

De forma consolidada, mantivemos a estrutura do portfólio com suas principais posições. Foram feitos ajustes de exposição ao longo do mês, após movimento relevante de determinados ativos.

No mercado brasileiro, levando em conta o cenário descrito acima, mantemos as posições aplicada em juros reais, tomada em inclinação nominal e comprada em dólar/real.

No mercado internacional, após contribuição positiva relevante para o alfa do período, zeramos taticamente nossa posição comprada em bolsa americana. Em contrapartida, aumentamos a posição comprada em ouro e em peso mexicano, ambas também geradoras de alfa ao longo do mês. Complementando o book de moedas, seguimos com as posições vendidas em libra e yen.



CONHEÇA OS
FUNDOS DA ADAM|CAPITAL

**ADAM
ADVANCED**

[saiba mais](#)

**ADAM
MACRO**

[saiba mais](#)

**ADAM
STRATEGY**

[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