

G5 Partners

CARTA SEMANAL

—  
O Canário  
da Mina 134

05 DE DEZEMBRO DE 2025

---

De volta à Super Quarta

18  
anos

Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) que, em grandes quantidades, pode provocar explosões ou morte por intoxicação. Como o monóxido de carbono é um resultado natural da extração do carvão, problemas de ventilação nas minas poderiam gerar acidentes mortais.

Em uma era pré-detectores de gases, o jeito de os mineiros se protegerem era levar um canário dentro de uma gaiola para a mina. Por ser muito mais sensível ao monóxido de carbono do que os humanos, a agitação do pássaro servia de alerta para que os trabalhadores deixassem a mina antes que um acidente ocorresse.

Esse é o objetivo de “O Canário da Mina”, artigo semanal que a G5 Partners divulga todas as sextas-feiras. O objetivo é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.

G5 Partners. Além dos resultados.



## De volta à Super Quarta

Depois de uma reunião de “abstinência”, eis que na semana que vem haverá novamente uma superquarta, com os encontros dos bancos centrais americano (Federal Reserve – Fed) e brasileiro (Banco Central do Brasil – BCB) no mesmo dia. E, assim como nas reuniões anteriores, coincidentes ou não, a grande expectativa não está no resultado em si, mas na comunicação dos próximos passos, por isso vamos usar esta edição de “O Canário da Mina” (OCM) para tentar antecipar o que esperar das políticas monetárias no Brasil e nos Estados Unidos.

Começando pelo Fed, podemos dizer, sem medo de errar, que sua situação é bem pior do que a de seu par brasileiro. A decisão precisará ser tomada sob pressão do presidente Donald Trump, com os dados econômicos prejudicados pelos 43 dias de fechamento das agências governamentais federais (*shutdown*) – inclusive do Bureau of Labor Statistics (BLS), similar ao Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) –, sob a perspectiva de uma mudança em seu comando a partir de maio de 2026 e com a inflação ainda à espreita. Talvez por isso o caminho da comunicação do BC dos EUA desde a reunião de outubro tenha sido muito errático.

Voltando ao OCM 129<sup>1</sup>, aquele imediatamente posterior à reunião de 29 de outubro do Federal Open Market Committee (FOMC) – o Comitê de Política Monetária (Copom) americano –, notamos que a expectativa de que os juros fossem cortados na reunião da semana que vem era superior a 90% antes do encontro, número que caiu para menos de 65% logo depois. E o estopim dessa notável mudança foi a fala do presidente do Fed, Jerome Powell, na tradicional entrevista pós-reunião. Em bom português, ele avisou ao mercado que o corte de dezembro “subiu no telhado”, com frases como “*cortamos 0,25 p.p. nas últimas duas reuniões, e há forte sentimento de que é hora de pausar*”. Mais direto, impossível. Entretanto, atualmente o mercado está atribuindo uma chance ao redor de 90%. Então, o que aconteceu entre uma reunião e outra, para a chance de um corte de 0,25 p.p. na reunião de dezembro ter uma recuperação em “V”?

Basicamente os dirigentes do Fed mudaram de ideia. Essa mudança foi externalizada de forma cristalina por dois importantes dirigentes do BC americano: os presidentes do Fed de Nova York, John Williams, e de São Francisco, Mary Daly. O primeiro disse: “*ainda vejo espaço para um corte de juros adicional no curto prazo*”, e a última foi mais explícita ainda, afirmando o seguinte: “*sou favorável a uma redução dos juros na reunião de dezembro*”. Enquanto Williams é votante e considerado o teórico por trás da política monetária do Fed, Daly, apesar de não votar neste ano, é vista como muito alinhada a Powell, de modo que não se manifestaria tão eloquentemente se essa não fosse a visão do próprio presidente do Fed. Contudo, o que provocou essa mudança de postura em pouco mais de 30 dias?

Duas questões aparecem como as mais prováveis. A primeira é que, após o fim do *shutdown* do governo americano, os dados que começaram a ser divulgados mostraram perda de fôlego da economia americana, principalmente no mercado de trabalho. Voltando aos dois dirigentes supracitados, Williams disse que “*os riscos baixistas para o*

<sup>1</sup><https://g5partners.com/wp-content/uploads/2025/10/OCM-129-Canario-da-mina-31out25.pdf>

*emprego aumentaram com esfriamento do mercado de trabalho*”, enquanto Daly afirmou que *“ele [mercado de trabalho] está vulnerável o suficiente para que haja o risco de uma mudança não linear”*. Portanto, há poucas dúvidas de que os dados recentes mostrando uma fraqueza adicional do mercado de trabalho contribuíram para a mudança no discurso do Fed. Entretanto, existe um segundo fator que pode ter influenciado essa mudança: a falta de liquidez no Money Market americano.

No mesmo OCM 129, chamamos a atenção para o fato de que o Fed anunciou o fim do Quantitative Tightening (QT) para 1º de dezembro, mesmo com seu balanço patrimonial bem acima dos níveis pré-pandemia; também ressaltamos que isso seria um reflexo de uma distorção do mercado de Money Market, onde a taxa SOFR<sup>2</sup> estava acima da IORB<sup>3</sup>, quando o normal é o contrário – um sinal da falta de liquidez nesse mercado. Bem, desde a reunião de outubro essa distorção se manteve, mesmo com o anúncio do fim do QT. Portanto, apesar de a fraqueza do mercado de trabalho ter preponderância na decisão, achamos que o problema de liquidez no Money Market americano também influenciou a mudança de discurso.

Olhando para a frente, o mercado tem muitas dúvidas com relação aos próximos passos do Fed, com a probabilidade de novos cortes de 0,25 p.p. não chegando muito acima de 30% em nenhuma reunião, com exceção da de junho do ano que vem. Não por coincidência, a primeira do novo presidente do BC americano. Mas vamos falar mais sobre isso no OCM da semana que vem, quando começaremos a traçar os cenários para 2026.

Como mencionamos acima, a situação do BC brasileiro é melhor do que a do americano, e não por não ter problemas, mas sim porque estes são mais claros.

Na semana passada, foram divulgados dados do mercado de trabalho calculados pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD contínua) e, a despeito da queda no nível da população ocupada, pelo quarto mês seguido – no resultado dessazonalizado –, a taxa de desemprego caiu para 5,4%, recorde para a série iniciada em março de 2011, e a renda continuou a crescer. Esse cenário indica um mercado de trabalho ainda “apertado”. Um reflexo disso é que a inflação de ‘Serviços’ – segundo o IPCA-15 de novembro, último dado divulgado – apresenta alta de 5,96%. Considerando-se que esse grupo representa 36% do índice, a inflação no Brasil “começa” em 2,15% só por conta de ‘Serviços’, o que corresponde a 72% da meta de inflação, que é de 3,00%. Ou seja, basicamente o Copom da próxima semana vai manter os juros em 15,00% a.a. porque a inflação de ‘Serviços’ ainda está bem alta devido ao mercado de trabalho muito apertado.

Mas há outro ponto que incomoda o BCB: as expectativas desancoradas. E nem se trata de uma especulação, pois o próprio Copom deixa isso explícito na Ata da última reunião: *“A desancoragem das expectativas de inflação é um fator de desconforto comum a todos os membros do Comitê e deve ser combatida”*. Indo além, o BCB deixou claro,

<sup>2</sup>Taxa de custo efetivo de empréstimos de um dia garantidos por treasuries – antiga LIBOR

<sup>3</sup>Taxa que o Fed paga aos bancos pelas reservas mantidas na instituição.

no Comunicado do encontro de novembro, que um dos motivos para os juros estarem tão altos, durante tanto tempo, é a tal desancoragem das expectativas: *“Para assegurar a convergência da inflação à meta em ambiente de expectativas desancoradas, exige-se uma política monetária em patamar significativamente contracionista por período bastante prolongado”*. Inclusive, embora não haja dúvidas de que os juros serão mantidos em 15,00% a.a. na reunião da semana que vem, resta saber se a autoridade vai flexibilizar essa frase tirando a palavra “significativamente” e/ou a palavra “bastante”, vistas pelo mercado como cruciais para a manutenção dos juros no patamar atual.

Aparentemente, se depender de seu presidente, Gabriel Galípolo, o Copom vai manter tudo como está. Em um evento na última segunda-feira (1/12), ao comentar a questão do *“um período bastante prolongado”*, ele disse o seguinte: *“Não sei se a gente tem alguma obrigação de criar algum tipo de código dentro da comunicação do Banco Central que vá telegrafar quando o Banco Central vai fazer algo”*. Essa frase traz uma boa notícia para o BCB e uma má para nós, que temos que antecipar a trajetória dos juros. Começando pela primeira, agora o Copom poderá reduzir os juros na reunião de janeiro, ou depois, mesmo que não altere a comunicação, e nem por isso alguém poderá dizer que ele cometeu o erro. Já com relação à segunda, como o BCB fica “livre” de dar “setas” – segundo o próprio Galípolo –, vai ficar mais difícil antecipar os próximos passos sem elas. E a queda dos juros nos EUA vai ajudar?

Sim, principalmente porque reforça a tendência de apreciação do real, um efeito colateral desejável da política monetária contracionista e que tem ajudado bastante na melhora do cenário para a inflação em 2025. Isso fica nítido ao observarmos como as expectativas de inflação para o final de 2025 evoluíram ao longo do ano. Em 7 de março, a mediana do IPCA para o final de 2025 no boletim Focus estava em 5,68%; já na última sexta-feira (28/11), ela tinha caído para 4,43%, uma redução de 1,25 p.p. em menos de 9 meses. O motivo para essa mudança? A apreciação cambial. A média do dólar em fevereiro deste ano era de R\$ 5,76, enquanto em novembro foi de R\$ 5,34, uma valorização de 7,62%. Por conta dessa valorização, o acumulado em 12 meses de ‘Bens industriais’ passou de 3,39% para 2,84% no mesmo período, enquanto o de ‘Alimentação no domicílio’ foi de 7,42% para 3,61%. Com isso o IPCA-15 caiu de 5,26% para 4,50%. Entretanto, como gosta de dizer o BCB, “não existe relação mecânica entre a política monetária americana e a brasileira”, de modo que não veremos qualquer alusão ao fato nos documentos do Copom.

Segundo o ex-vice-presidente do Fed, Alan Blinder, no livro “Bancos centrais: teoria e prática”, a política monetária é um pedaço técnica e um pedaço arte, e não há momento de mais “arte” do que aquele em que o BC tem que decidir quando reduzir os juros: se reduz muito cedo, recrudescer a inflação; se espera muito, causa uma desaceleração desnecessária na economia. Por isso, é difícil determinar se o primeiro corte vai ser em janeiro ou março de 2026 e, sem as “setas” do BCB, isso vai ficar ainda mais complicado. De todo modo, mesmo sem essas “setas”, é possível afirmar que dificilmente os juros serão mantidos para além do 1º trimestre do ano que vem.

## Frase da Semana

*“Nem tão devagar que pareça afronta, nem tão depressa que pareça medo.”*

Senador Pinheiro Machado

G5 Partners	2023	2024	2025	2026
IPCA (%)	4,62	4,83	4,50	4,30
SELIC F.P (%)	11,75	12,25	15,00	12,50
USDBRL	4,86	6,18	5,50	5,50
PIB (%)	2,90	3,40	2,20	2,10