

G5 Partners

CARTA SEMANAL

—
O Canário
da Mina 135

12 DE DEZEMBRO DE 2025

18
anos

Bola de cristal 1

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.



Bola de cristal 1

Está chegando o final do ano, e com ele vêm algumas tradições seculares, como o Papai Noel, a uva-passa no arroz, os engarrafamentos nos estacionamentos de shopping centers... e as previsões para os próximos 365 dias. Como não estamos aqui para quebrar tradições, vamos tirar a poeira da bola de cristal e usar a edição de hoje de “O Canário da Mina” (OCM) para traçar nossas previsões para o cenário externo. Na semana que vem, será a vez das projeções locais.

Obviamente, não podemos iniciar nossa análise do cenário externo sem falar dos Estados Unidos, onde haverá três grandes eventos a serem observados ao longo de 2026: a decisão da Suprema Corte a respeito da legalidade ou não das tarifas de importação implementadas por Donald Trump, com base na decretação de emergência econômica (International Emergency Economic Powers Act – IEEPA); a escolha do novo presidente do Federal Reserve (Fed); e as eleições de meio de mandato.

A IEEPA é uma lei de 1977 segundo a qual os presidentes podem tomar ações econômicas *“para lidar com qualquer ameaça incomum e extraordinária, cuja origem esteja, no todo ou em grande parte, fora dos Estados Unidos, à segurança nacional, política externa ou economia”* do país. No entanto, especialistas jurídicos questionam se os presidentes podem usar essa lei para impor tarifas. Inclusive, o Congresso aprovou originalmente a IEEPA para restringir os poderes econômicos de emergência concedidos ao presidente sob a Trading with the Enemy Act (Lei de Comércio com o Inimigo), uma lei de 1917 que dava ao presidente autoridade ampla para regular transações internacionais durante períodos de guerra. Exatamente por isso, a Suprema Corte dos EUA está julgando se Trump poderia usar a IEEPA para aumentar as tarifas sem a anuência do Congresso. E o início do julgamento não foi bom para o presidente americano. John Roberts, presidente da Corte e considerado um membro conservador – inclusive tendo sido escolhido por um presidente republicano, George W. Bush – afirmou que as tarifas representam *“a imposição de impostos sobre os americanos, e isso sempre foi uma prerrogativa fundamental do Congresso”*, em uma indicação de que as chances de elas serem derrubadas na forma atual são enormes. Mas qual é o problema de isso acontecer?

A princípio, pode-se até considerar a derrubada das tarifas uma boa notícia. Reduziria os custos transacionais das mercadorias no mundo, restaurando a ordem anterior ao início do governo de Donald Trump. Entretanto, a questão das tarifas já deixou de ser um problema de comércio internacional e passou a ter contornos fiscais. Em julho, o Congresso americano aprovou um projeto de lei conhecido como BBB (Big Beautiful Bill), que, grosso modo, aumentava o déficit americano em algo ao redor de USD 4,0 trilhões nos próximos dez anos. Pois bem: a expectativa de arrecadação com as tarifas de Trump é de mais ou menos o mesmo valor – em setembro, a receita com as tarifas chegou a USD 30,5 bilhões, contra USD 6,8 bilhões na média entre 2015 e 2024. Portanto, caso a Suprema Corte derrube as tarifas, boa parte dessa arrecadação esperada ficará pelo caminho, e no fim sobrá apenas o “rombo” causado pela BBB. Dessa forma, teremos duas questões a observar. A primeira é a modulação da decisão judicial; ou seja, se vale imediatamente ou se o governo americano terá que indenizar as empresas que se sentirem

prejudicadas pelas tarifas. A segunda, obviamente, é a reação de Trump a esse revés. De qualquer maneira, será um baque para a situação fiscal americana, que já “não anda bem das pernas”.

O segundo grande evento de 2026 será a escolha do novo presidente do Fed, dado que o mandato do atual, exercido por Jerome Powell, encerra-se em maio do ano que vem. No passado, tal escolha trazia mais curiosidade do que preocupação, mas essa situação mudou desde o início do segundo mandato de Trump. Apesar de o próprio presidente americano ter indicado Powell em seu primeiro mandato, a relação entre ambos nunca foi das mais amistosas, com Trump sempre reclamando da condução da política monetária americana e cobrando redução nas taxas. Entretanto, nos últimos meses as críticas subiram de tom, com várias ameaças de demissão que só não foram levadas adiante por conta das reações negativas dos ativos. Dessa forma, a questão que se coloca é se a principal qualidade que Trump está buscando no novo presidente do Fed é a competência técnica ou a fidelidade. Se sua última escolha (Stephen Miran) servir de parâmetro, a fidelidade estará em primeiro lugar, e poderemos ter problemas, mesmo com a perspectiva de queda de juros que virá a reboque.

Pelo que se sabe, a disputa está entre dois “Kevins”: Kevin Warsh e Kevin Hasset. O primeiro, ex-membro do Conselho de Governadores do Fed, seria visto como uma escolha técnica e mais independente. Já o último, diretor do Conselho Econômico Nacional e que acompanha Trump desde seu primeiro mandato, teria que provar que não foi escolhido por fidelidade. Alguns podem lembrar que isso aconteceu com Gabriel Galípolo, “o menino de ouro” de Lula – que, no final, se saiu bem. Entretanto, podemos dizer, sem medo de errar, que a pressão que Lula fez sobre Roberto Campos nem de perto se compara à que Trump vem fazendo sobre Powell, de modo que vai ser bem mais difícil para Hasset manter uma política monetária independente. Ou seja, a escolha de Kevin Hasset tende a gerar um período de volatilidade para os ativos.

A princípio, as eleições de meio de mandato e a escolha do novo presidente do Fed são descorrelacionadas. Entretanto, no atual governo Trump, essa descorrelação fica só na aparência. Uma das grandes mágoas do presidente americano com Powell é que o Fed reduziu os juros nas vésperas da eleição presidencial de 2024 – o que, em sua visão, teve motivações políticas para beneficiar a candidata democrata Kamala Harris. Portanto, a escolha do presidente do BC americano terá, sim, a eleição de meio de mandato como pano de fundo. Mas do que se trata essa eleição, que não temos aqui no Brasil?

A eleição de meio de mandato ocorre, como o nome sugere, no final do segundo ano de mandato do presidente americano, quando são renovadas todas as cadeiras da Câmara e um terço das do Senado. Normalmente, essa eleição serve como um plebiscito sobre o governo do presidente; por isso, como depois de dois anos a relação está um pouco desgastada, existe uma tendência de reequilíbrio das casas. Ou seja, se o partido do presidente saiu da eleição presidencial com a Câmara e o Senado ficou com a oposição, ocorre uma inversão – como Trump ganhou as

²Taxa de custo efetivo de empréstimos de um dia garantidos por treasuries – antiga LIBOR

³Taxa que o Fed paga aos bancos pelas reservas mantidas na instituição.

duas casas, a tendência é que ele perca uma. Contudo, o perigo real para o presidente é quando ele perde as duas casas, tornando-se o que os americanos chamam de *Lame Duck* (pato manco), por não ter mais ferramentas para governar. No caso atual, o perigo de Trump virar um *Lame Duck*, em caso de derrota, é ainda maior, uma vez que ele não poderá se reeleger. Ou seja, a falta de poder no Congresso se soma à falta de perspectiva de poder. Exatamente por isso, não será surpresa se Trump usar todas as ferramentas à disposição para aumentar sua chance de vitória no pleito. E isso inclui escolher um banqueiro central que reduza os juros e impulsione a economia.

Considerando-se os três eventos supracitados, podemos esperar juros mais baixos nos EUA, favorecendo as taxas de curto prazo em detrimento das de longo prazo; bolsas americanas para cima, em virtude do dinheiro barato e do aumento de liquidez – inflando a bolha da inteligência artificial (IA) –; e desvalorização do dólar no mercado internacional, um reflexo do aumento da inflação e da desconfiança do mercado com relação ao compromisso do Fed de Trump com o controle da inflação. Olhando assim, até que não parece um cenário ruim, principalmente para os emergentes, uma vez que com mais liquidez há mais apetite ao risco. Entretanto, as bases econômicas para chegarmos a eles são frágeis: déficit fiscal maior e mais inflação. Ou seja, a princípio o cenário parece bom, mas traz em si as condições para que desande ao longo do ano.

Esse é o cenário para os EUA. E para o resto do mundo?

Acreditamos que o principal problema das economias ao redor do mundo continuará sendo a questão fiscal. Com a Europa e o Japão aumentando os gastos militares para fazer frente às ameaças de Rússia e China, respectivamente, a expectativa é de que a situação piore, ao invés de melhorar, em 2026. Isso pode elevar a complacência dos investidores internacionais com os problemas fiscais brasileiros, do mesmo modo que aconteceu em 2025. Entretanto, considerando-se o recrudescimento da inflação em países como Canadá, Japão, Zona do Euro e Reino Unido, poderemos ver uma reversão do movimento sincronizado de queda dos juros observado nos últimos dois anos. Se isso por um lado reforça nossa expectativa de desvalorização do dólar no mercado internacional, por outro pode reduzir a tal complacência dos investidores com o aumento da dívida pública.

No que se refere à China, não vemos muita mudança com relação à situação atual. O consumo deve continuar anêmico, reflexo do estouro da bolha imobiliária em 2022, com o excesso de poupança sendo direcionado para investimentos em capacidade produtiva – uma combinação que gera um excedente de produção que tem que ser exportada para não gerar problemas socioeconômicos. Por isso, não devemos ver um arrefecimento da invasão de produtos chineses, o que deve causar reações de vários países, incluindo o Brasil. O modo como o governo chinês reagirá a esse cenário vai determinar se continuaremos a ter problemas no comércio internacional ou não.

Bem, resumidamente esses são os riscos e as previsões para 2026 no cenário externo. Na semana que vem, discutiremos o que esperar no Brasil em um ano repleto de emoção, com eleição no radar e perspectiva de queda de juros. Até lá.

Frase da Semana

“Quando se navega sem destino, nenhum vento é favorável.”

Sêneca

G5 Partners	2023	2024	2025	2026
IPCA (%)	4,62	4,83	4,40	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