

CARTA SEMANAL

Warsh e a corrida do ouro

06 DE FEVEREIRO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 141

The logo for G5 Partners, featuring a stylized 'G' and '5' followed by the word 'Partners'.

g5partners.com

O título desta edição de “O Canário da Mina” (OCM) faz uma relação entre o indicado por Donald Trump para a presidência do Federal Reserve (Fed) – o Banco Central americano –, Kevin Warsh, e o comportamento do ouro no mercado internacional.

Portanto, para que fique mais claro o que uma coisa tem a ver com a outra, vamos falar um pouco sobre os dois assuntos separadamente.

Ao longo de 2025, o preço do ouro passou de USD 2.624,50 para USD 4.319,37 – alta de 64,6%. Se puxamos os anos anteriores, vemos que o valor dessa commodity metálica havia subido 27,2% em 2024 e 13,10%, acumulando 136,8% de alta nesse período de três anos. No mesmo intervalo, por exemplo, o índice S&P da bolsa de valores americana apresentou valorização 78,3%. Essa subida do ouro foi antecedida por dois anos (2022 e 2021) de queda nos preços – 0,28% e 3,64%, respectivamente –, um reflexo da alta de 25,12% de 2020 devido às incertezas ligadas à pandemia. Dessa forma, para confirmar que o que aconteceu com os preços do ouro nos últimos anos foi totalmente fora do padrão, basta observar seu desempenho no período entre 2011 e 2019: uma alta acumulada de 6,7%. Portanto, não há dúvidas de que houve algo – ou “algos” – a partir de 2023 que mudou o comportamento do preço do ouro de uma maneira indelével.

Brincamos com o plural de “algo” porque podemos identificar dois componentes principais para essa mudança de trajetória: o aumento das compras por parte de Bancos Centrais (BCs) para composição de reservas e o aumento do uso do ouro para investimento.

No primeiro caso, o que fez o padrão das compras de ouro pelos BCs se modificar a partir de 2023 foi a Guerra da Ucrânia. Podemos ver isso facilmente nos números disponibilizados pelo World Gold Council. Em 2021, antes do início da guerra, a demanda anual dos BCs havia sido de 450 toneladas, número que subiu para 1.080 toneladas em 2022 e ficou em patamar semelhante até 2024. Portanto, um pedaço importante da alta verificada entre 2023 e 2024 foi decorrente do aumento das compras realizadas pelos BCs. Por que não colocamos 2025? Porque, em 2025, a demanda caiu para 863 toneladas. E mesmo assim o preço do ouro subiu 64,6%? Sim, porque, no ano passado, o que puxou o preço foi o investimento – particularmente, os Exchange Trade Funds (ETFs).

Em números, a demanda de ouro por investimentos vinha oscilando ao redor de uma média de 1.100 toneladas, sem muita “emoção” – com o crescimento entre 2022 e 2024 ficando em apenas 17,8%, contra 142,7% do aumento de demanda por parte dos BCs no mesmo período. Inclusive, os tais ETFs apresentaram demanda negativa em todo esse período. Entretanto, em 2025 a situação mudou de figura: a demanda do ouro para investimento saltou para 2.175 toneladas – um incremento de 83,5% com

relação a 2024 –, principalmente por conta dos ETFs, que passaram de uma demanda negativa em 109 toneladas para uma positiva de 801 toneladas, quase se igualando à dos BCs. Portanto, há poucas dúvidas de que o que fez o preço do ouro subir 64,6% em 2025 foi a pressão dos ETFs. Mas o que levou a esse aumento impressionante pelos ETFs de ouro?

A resposta mais rápida seria Donald Trump. A partir do momento em que ele mexe com estruturas geopolíticas e econômicas que estavam bem alicerçadas há quase 40 anos, o risco cresce, e os investidores tendem a procurar ativos mais seguros. Só que essa resposta é incompleta, uma vez que a maior aversão ao risco poderia se refletir em uma busca de proteção nos ativos americanos – como sempre aconteceu, mesmo quando o problema eram os Estados Unidos. No entanto, como Trump também está mexendo com vários dogmas da economia americana, como a independência do Fed, os ativos em dólar não vêm sendo mais considerados o “porto seguro” de muitos investidores – o que eleva a demanda por ouro. Portanto, talvez a resposta mais completa seja que, como o risco dos ativos americanos aumentou, houve uma busca não só de proteção per se, mas também de proteção dos investimentos em dólar. Ou seja, os investidores podem não ter saído dos ativos americanos e ido para o ouro, dado que isso deveria causar uma depreciação dos ativos em dólar, mas feito um hedge dessas posições com ouro. Essa última suposição, ao contrário das demais, é apenas isso: uma suposição. Porém, como diz um ditado italiano, “Se non è vero, è ben trovato” (“Se não é verdade, é bem achado”, em tradução literal).

Uma possível prova de que essa ideia do hedge das posições em dólar pode ser verdadeira foi a queda de

8,95% do preço do ouro na sexta-feira (30/1), a maior para um dia desde 1983. Mas, por quê? Porque foi nesse dia que um dos riscos que os investidores viam para os ativos americanos, a volta da inflação, diminuiu – aparentemente, com a escolha de Kevin Warsh para substituir Jerome Powell no comando do Fed, a partir de 16 de maio deste ano. Talvez menos pelo nome em si e mais porque a outra opção com mais chances era Kevin Hasset, visto como apenas um títere de Trump no comando da política monetária dos Estados Unidos. Como todos sabem o que o presidente americano pensa sobre o nível de juros ideal para a economia – 1%, contra o atual intervalo entre 3,50% e 3,75% –, o simples fato de Hasset não ter sido o escolhido já trouxe um grande alívio aos investidores. Mas quem é Kevin Warsh e o que ele pensa?

A primeira coisa que podemos falar é que eventuais críticas não serão por causa de seu currículo. Ele estudou em faculdades de naipes de Stanford, MIT e Harvard, trabalhou no Morgan Stanley e foi membro do Board do Fed entre 2006 e 2011, tendo se destacado no combate à crise financeira de 2008. Acabou saindo antes do fim de seu mandato por divergências a respeito do crescimento do balanço patrimonial do BC americano – tema que continuou sendo uma de suas bandeiras mesmo fora do Fed. E aqui está a primeira grande incoerência na escolha de Warsh: reduzir o balanço patrimonial do Fed, em última instância, significa um aperto da política monetária americana, coisa que o presidente dos EUA quer evitar. Além disso, Warsh é totalmente contra o financiamento do Tesouro americano pelo Fed, o que é coerente com sua ideia de diminuir o balanço patrimonial, uma vez que esse é o instrumento para que isso aconteça. Por exemplo, em julho de 2025, ele disse: “*Nós precisamos de um novo*

acordo Tesouro-FED, como em 1951". Com esse acordo, o Fed deixou de ter o compromisso de financiar o Tesouro americano, o que é considerado o ato da independência moderna da instituição – que Trump vem tentando solapar durante todo o seu segundo mandato. Ainda, em um artigo recente para o *Wall Street Journal*, Warsh afirmou que “a inflação é causada quando o governo gasta muito e imprime (dinheiro) muito” – nada mais distante do pensamento de Trump, que aprovou, em julho do ano passado, a *Big Beautiful Bill* (BBB), que deve elevar o déficit americano em USD 4,5 trilhões na próxima década.

Essas várias divergências poderiam suscitar a seguinte pergunta: por que Trump escolheu Warsh, e não um nome mais próximo de suas ideias, como Kevin Hasset? A resposta talvez esteja em uma mudança recente de pensamento de Warsh com relação aos juros nos EUA. Antes visto como alguém conservador, em entrevistas recentes ele tem defendido a redução das taxas – inclusive Trump disse, na quarta-feira (4/2), que Warsh não seria indicado se fosse contrário a flexibilizar a política monetária. O motivo dessa mudança foi a crença de que os ganhos de produtividade com a Inteligência Artificial (AI, na sigla em inglês) vão manter a inflação sob controle, assim como aconteceu com o boom da internet, na segunda metade da década de 1990. O que também pode ter ajudado Warsh é o fato de ter bons contatos no círculo de Trump – como seu sogro, o bilionário Ronald Lauder, um doador de longa data das campanhas do presidente americano.

Da mesma forma que suas ideias – às vezes conflituosas –, os comentários a respeito de sua indicação para a presidência do Fed também tiveram por característica a disparidade de opiniões. Por exemplo, a editora de economia da BBC, Dharshini

David, disse que “*Warsh é um caso raro que parece agradar tanto ao presidente quanto ao mercado*”; em contraste, o prêmio Nobel de economia em 2008, Paul Krugman, alegou que Warsh “*não tem credibilidade intelectual, nem moral necessária para ser eficaz [para ocupar a presidência do Fed]*”. Já a economista Cláudia Sahm – famosa pela Regra de pequeno typo (Sahm) para antecipar recessões – afirmou que “*Warsh é prolixo em crítica e precário em soluções*”; e ainda completou: “*Eu não o teria recomendado, mas ele é qualificado para o cargo*”. Basicamente, a maioria dos analistas acreditam que talvez ele não fosse o melhor nome possível, mas certamente é qualificado – nesse caso, a crítica de Krugman não parece ser a norma. E, mais importante, a outra opção (Kevin Hasset) era bem pior – e com isso até Krugman concorda.

Em resumo, a indicação de Kevin Warsh trouxe certo alívio para os mercados, ainda que pela lógica de que “*dos males, o menor*”. Inclusive a maioria das ideias dele seriam contrárias às políticas atuais do presidente Trump. Entretanto, o que deve ter “*cativado*” o presidente americano é o fato de haver espaço para a queda dos juros. A analogia entre o atual crescimento da IA e o boom da internet faz sentido. Contudo, se a história nos diz alguma coisa, é o seguinte: embora os juros baixos na segunda metade da década de 1990 não tenham trazido inflação, devido aos ganhos de produtividade da internet, certamente os superávits fiscais durante boa parte do período ajudaram muito. Considerando-se os déficits orçamentários atuais nos EUA, corremos o risco de a história não se repetir nem como “*farsa*”. Sem contar que os juros baixos lá atrás foram os responsáveis pela “*bolha das pontocom*” e pelo crash do Nasdaq que se seguiu. Alguém pode garantir que essa parte da história não vai acontecer novamente?

Agora é esperar a sabatina no Congresso, quando poderemos saber, de forma mais concreta, o que o indicado para a presidência do BC americano pensa e, talvez mais importante, como vai equilibrar políticas aparentemente conflitantes – como as reduções do balanço patrimonial do Fed e dos juros. A conferir.

Frase da Semana

“Falando sobre meias ou ações (socks or stocks), gosto de comprar mercadoria de qualidade quando está na promoção.”

Warren Buffett

G5 Partners	2023	2024	2025	2026
IPCA (%)	4,62	4,83	4,30	4,30
SELIC F.P (%)	11,75	12,25	15,00	12,50
USDBRL	4,86	6,18	5,48	5,50
PIB (%)	2,90	3,40	2,20	2,10

Sobre O Canário da Mina

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.