

CARTA SEMANAL

Anna Karenina e a política monetária

20 DE MARÇO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 147

G5 Partners

g5partners.com

A Guerra do Irã continua, assim como o preço do petróleo acima de USD 100. Um choque de oferta que pode levar as grandes economias do mundo a um processo de estagflação, quando, ao mesmo tempo, há aceleração da inflação e estagnação da economia.

O que a política monetária pode fazer em um cenário como esse? Para responder a essa pergunta, reuniram-se nesta semana os Bancos Centrais (BCs) das principais economias mundiais. Se considerarmos as dez maiores economias – com os países europeus sob a “tutela” do Banco Central Europeu (BCE) –, só o BC da Índia não se reuniu nesta semana. Portanto, a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) vai tentar responder à pergunta anterior, lembrando a frase inicial do clássico Anna Karenina, de Liev Tolstói: *“Todas as famílias felizes se parecem; cada família infeliz é infeliz à sua maneira”*.

A economia australiana não está no rol descrito na introdução, das dez maiores economias do mundo, mas seu BC (Reserve Bank of Australia – RBA) também se reuniu nesta semana e tomou uma decisão que talvez seja um resumo do “drama” que os BCs no mundo vão ter de enfrentar caso a Guerra no Irã – e, principalmente, o fechamento do Estreito de Ormuz – dure por muito tempo. Não especificamente pela elevação de 0,25 p.p. (de 3,85% para 4,10%), mas pela divisão – 5 membros votando pela elevação e 4 pela manutenção dos juros – e principalmente pelo Comunicado pós-reunião, que diz: *“Globalmente, o conflito do Oriente Médio representa riscos significativos em ambas as direções. Um conflito mais prolongado ou mais intenso pode pressionar ainda mais os*

preços globais de energia; isso elevará a inflação no curto prazo e também poderá aumentá-la mais à frente, caso prejudique a capacidade de oferta ou caso a alta dos preços se incorpore às expectativas de inflação de longo prazo. Preços mais altos e incerteza prolongada podem levar a um crescimento menor nos principais parceiros comerciais da Austrália, bem como na própria Austrália”. Os outros BCs poderiam fazer um “corte e cola” dessa parte do Comunicado australiano. Entretanto, como não é a decisão do BC australiano que “faz preço” no mercado, vamos falar do BC americano (Federal Reserve – Fed), que também se reuniu nesta semana.

Não havia dúvida de que o Federal Open Market Committee (FOMC) – o Comitê de Política Monetária (Copom) americano – manteria os juros no intervalo entre 3,50% e 3,75%. Mesmo antes da guerra, a expectativa já era essa, então tal resultado foi apenas consolidado. Até a dissidência de Stephen Miran – votou por um corte de 0,25 p.p. – já era esperada. Dessa forma, a atenção dos mercados estava concentrada na comunicação do Fed sobre seus próximos passos. Mas, aparentemente, o BC americano escolheu “ficar em cima do muro”. O Comunicado dessa reunião foi quase uma cópia do referente à reunião de janeiro, com a mudança mais notável sendo o reconhecimento de que não sabem qual vai

ser o impacto da Guerra no Irã sobre a economia: “As implicações dos acontecimentos no Oriente Médio sobre a economia americana são incertos”. Isso explica porque, mesmo com o perigo de uma desaceleração econômica por causa da elevação dos preços do petróleo, os membros do Fed elevaram a projeção de crescimento do PIB de 2,3% para 2,4%. Até a alta do Personal Consumption Expenditures (PCE) – o índice de preços acompanhado pelo Fed – de 2,4% para 2,7% nos parece um pouco tímida. Também nos parece estranho que, mesmo com a tendência de mais crescimento e mais inflação, a expectativa de um corte de juros em 2026 tenha sido mantida da mesma forma que na reunião de dezembro do ano passado – último dado disponível. Inclusive, na entrevista coletiva pós-reunião, o presidente do Fed, Jerome Powell, teve certa dificuldade de justificar essa combinação de projeções. Entretanto, apesar de as palavras mais usadas – com razão – terem sido “incerteza” e “esperar e ver”, essa entrevista teve algumas partes interessantes, como o fato de Powell ter indicado que foi discutida a possibilidade de elevar os juros na reunião de abril. Ao mesmo tempo, como forma de minimizar o impacto dessa declaração, ele admitiu que tal questão também fora levantada na reunião de janeiro e que esse não é o cenário-base de nenhum membro do FOMC. Não adiantou. Os mercados se assustaram e chegaram a projetar o próximo corte de juros para 2027.

Em outra parte muito interessante da entrevista coletiva – talvez não para a política monetária do Fed, mas para o Fed em si –, Powell disse que ficará na presidência enquanto o novo presidente indicado por Donald Trump, Kevin Warsh, não for aprovado pelo Senado – até agora, nem a sabatina foi marcada –, segundo a lei exige. Além disso, em uma “doce vingança” contra o

presidente americano, confirmou que não pretende deixar o *board* da instituição¹ antes do fim da investigação que o Departamento de Justiça dos Estados Unidos (DoJ) – o Ministério da Justiça dos EUA – abriu contra ele por supostas irregularidades na reforma do prédio do Fed. Um fato não usual, sem dúvidas. Porém, um presidente do Fed ser investigado pelo DoJ também não é usual.

A conclusão é que não devemos levar as projeções feitas nessa reunião “a ferro e fogo”. A sensação é de que elas já nascem velhas, dada a incerteza do cenário – inclusive Powell brincou que essa seria uma boa reunião para não ter projeções. Como bem pontuado por seu presidente, até a próxima reunião do FOMC, o Fed terá seis semanas para analisar o cenário e ponderar quão duradouro será esse choque de oferta pelo qual estamos passando. Inclusive, devemos lembrar que, desde 2019, só não houve choques de oferta em 2023 e 2024.

No Brasil, a decisão de cortar os juros em 0,25 p.p. (de 15,00% a.a. para 14,75% a.a.), apesar de ser esperada, não era uma certeza como nos EUA – 81,6%, segundo a curva de juros. Para piorar, as expectativas foram mudando ao longo do tempo, à medida que a Guerra no Irã ia piorando. No dia 27 de fevereiro, véspera do primeiro ataque conjunto dos EUA e de Israel contra o país do Golfo Pérsico, a mesma curva de juros supracitada indicava apenas 4,5% de chance de que um corte de 0,25 p.p. fosse o resultado da reunião desta semana. Com um detalhe: os 95,5% restantes projetavam um corte de 0,50 p.p., e não a manutenção dos juros – a alternativa do dia da reunião do Copom. Portanto a guerra, como não poderia deixar de ser, pautou a reunião desta semana. Uma

¹ O mandato de Powell como presidente do Fed vai até 15 de maio, mas o de membro do *board* da instituição vai até janeiro de 2028.

prova da importância disso é que a expressão “Oriente Médio” e a palavra “incerteza” foram usadas em quatro dos oito parágrafos do Comunicado pós-reunião. Inclusive em um deles encontramos a melhor explicação sobre como o conflito interferiu na decisão do Copom desta semana: *“O Comitê considera os impactos dos conflitos no Oriente Médio de forma prospectiva, em particular seus efeitos sobre a cadeia de suprimentos global e os preços de commodities que afetam direta e indiretamente a inflação no Brasil. Nesse momento, as projeções de inflação apresentam distanciamento adicional em relação à meta no horizonte relevante para a política monetária. Ao mesmo tempo, a incerteza acerca dessas projeções foi elevada consideravelmente, em função da falta de clareza sobre a duração dos conflitos e de seus efeitos sobre os condicionantes dos modelos de projeção analisados.”*. Outra coisa interessante dessa parte do documento é que o Banco Central do Brasil (BCB) deixou claro que foi mais flexível com a interpretação da inflação de seu modelo, que passou de 3,2% na reunião de janeiro para 3,3% no mesmo horizonte relevante de política monetária – 3º trimestre de 2027. Portanto, podemos afirmar que, provavelmente, o resultado da reunião do Copom desta semana seria uma queda de 0,50 p.p. na Selic se não houvesse uma guerra no meio do caminho. Mas, como “se” não faz parte do cenário, o que podemos dizer sobre os próximos passos da política monetária?

Obviamente, a resposta passa pela guerra – duração e impacto –, mas o BCB deixou claro que a queda desta semana foi o início de um ciclo, e não um movimento isolado. Isso pode ser deduzido tanto pelo que foi dito quanto pelo que não foi dito no Comunicado. Considerando o que foi dito, vemos que *“O Comitê julgou apropriado dar início ao ciclo de calibração da política*

monetária [...]”, mas isso é colocado sem nenhuma condicionalidade (o que não foi dito); na reunião de janeiro, percebemos a inclusão do trecho com grifo nosso: *“O Comitê antevê, em se confirmando o cenário esperado, iniciar a flexibilização da política monetária em sua próxima reunião”*. Posto que o plano de voo do BCB é cortar os juros também na reunião de abril (29/4), a questão agora é pensar no tamanho desse corte. Cravar é difícil, devido à tal da incerteza com relação à guerra no Oriente Médio, mas no Comunicado o Copom indica que a ideia é acelerar o corte: *“[...] na medida em que o período prolongado de manutenção da taxa de juros em patamar contractionista propiciou evidências da transmissão da política monetária sobre a desaceleração da atividade econômica, criando condições para que ajustes no ritmo desta calibração, à luz de novas informações, sejam possíveis de forma a assegurar o nível compatível com a convergência da inflação à meta”* (grifo nosso). Ou seja, se o cenário permitir – aqui existe condicionalidade –, o BCB vai acelerar o ritmo de “calibração”, um eufemismo para “redução de juros”. Nessa passagem do Comunicado, também vemos a explicação para a queda dos juros, mesmo com a piora do cenário de inflação: *“a desaceleração da atividade econômica”*.

O mercado achou o Comunicado dovish. Primeiro porque cortou os juros mesmo com o cenário de inflação piorando, aparentemente “comprando a ideia” de que a desaceleração da economia abriria esse espaço. Segundo porque se comprometeu com novos cortes, podendo até acelerar o ritmo, mesmo com o nível de incerteza que temos. Sim, os dois argumentos são válidos, mas acreditamos que o nível de juros no Brasil absorve tranquilamente um ou mais cortes de 0,25 p.p., sem que isso signifique um grande estímulo

à economia. Como já escrevemos em OCMs anteriores, desde que o BCB colocou os juros em 15,00% a.a., em junho de 2025, a política monetária ficou mais apertada com a queda das expectativas de inflação e, conseqüentemente, com a elevação dos juros reais, o que abriria espaço para certa acomodação – ou “calibração”, nas palavras do BCB. Posto isso, e considerando que o fim da guerra estará mais bem encaminhado na reunião de abril, esperamos que o Copom reduza dos juros em 0,50 p.p. nesse encontro e que a Selic feche 2026 em 12,50% a.a.

Voltando à questão do RBA, o impacto da Guerra no Irã sobre a economia mundial ainda é incerto. A princípio, parece um simples choque de oferta temporário nos preços; no entanto, dependendo da duração e dos danos causados à infraestrutura de produção e refino de petróleo e gás natural dos países da região, pode virar um problema para o crescimento mundial. Foi assim nos choques do petróleo da década de 1970. Tudo bem, o mundo era diferente, e a história pode não se repetir, mas às vezes ela rima.

Frase da Semana

“Chato é aquele que nos rouba a solidão sem nos fazer companhia.”

Gilberto Amado

G5 Partners	2023	2024	2025	2026
IPCA (%)	4,62	4,83	4,30	4,20
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	2,30	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.