

CARTA SEMANAL

# A guerra, a inflação e os juros

---

17 DE ABRIL DE 2026

CANÁRIO DA MINA  
ED. 151

**G5** Partners

---

[g5partners.com](https://g5partners.com)

Na edição da semana passada de “O Canário da Mina” (OCM), externamos nosso desejo de falar de outro tema que não a guerra no Oriente Médio. Pois bem, infelizmente o conflito ainda não foi resolvido, apesar de que com a reabertura do Estreito de Ormuz, enquanto durar o cessar-fogo, estarmos mais perto disso, o que abre espaço para mudarmos de assunto e discorrermos a respeito da inflação no Brasil.

A escolha desse tema se deve à dramática mudança do cenário dessa variável desde o início da guerra – e cá estamos falando dela de novo – e aos importantes efeitos que isso vai ter na política monetária por aqui.

Mas, antes de tratarmos especificamente da inflação no Brasil, primeiro vamos ver que esse problema não é apenas brasileiro.

Nesta semana, o Fundo Monetário Internacional (FMI) divulgou o World Economic Outlook (WEO), um compêndio que sintetiza as análises do órgão sobre o cenário da economia mundial. Além disso, o Fundo faz projeções para diversas variáveis, inclusive para a inflação, tanto para o mundo como um todo quanto para os países individualmente. No caso da inflação global, o FMI projetou uma alta de 4,4%, um crescimento de 0,6 p.p. com relação aos 3,8% projetados em outubro de 2025, quando foi divulgado o WEO anterior com as projeções completas<sup>1</sup>. Nos Estados Unidos, a inflação passou de 2,4% para 3,2%; na Zona do Euro, de 1,9% para 2,6%; e no Reino Unido, de 2,5% para 3,2%. Ou seja, uma elevação média de 0,73 p.p. em apenas 6 meses. E quanto ao Brasil? Por aqui o FMI manteve a mesma projeção de 4,0%, feita em outubro de 2025. Entretanto, considerando-se as

mudanças feitas pelos analistas locais, as projeções do Fundo parecem otimistas.

Segundo o boletim Focus da semana terminada no dia 27 de fevereiro – ou seja, antes do início da Guerra no Irã –, a projeção dos 153 analistas que participaram da pesquisa era de 3,91%. Não muito diferente da expectativa do FMI. Porém, quando observamos o Focus desta semana, vemos que essa projeção passou para 4,71%. Uma alta de 0,8 p.p. em pouco mais de 30 dias. Em um país “normal”, isso não deveria incomodar o Banco Central (BC), uma vez que a política monetária é pensada para prazos longos – por aqui, o Banco Central do Brasil (BCB) já está olhando para o fim de 2027 –, de modo que o choque de preços de curto prazo tende a perder força ao longo do tempo. É a velha máxima de que o BC só deve combater os efeitos de “segunda ordem” dos choques de oferta – um eufemismo para dizer “efeitos permanentes” – na inflação. Só que o Brasil não é um país normal no que tange a processos inflacionários, uma herança do período de inflação alta nas décadas de 1980 e 1990. O sistema de preços no Brasil ainda é muito indexado. O salário mínimo é indexado, os contratos de aluguel são indexados, as tarifas são indexadas, e por aí vai. Como consequência, qualquer choque temporário de

<sup>1</sup> Há dois WEO completos por ano (abril e outubro) e duas atualizações do crescimento (janeiro e julho).

preços no Brasil vira permanente, e essa realidade tem que entrar na função de reação do BCB quando se depara com uma situação como a que estamos vivendo agora. Inclusive, em seu último Relatório de Política Monetária (RPM), o BCB calculou que, do desvio de 1,26 p.p. do IPCA com relação à meta de 3,00%, 1,13 p.p. deveu-se à inércia inflacionária, um reflexo da indexação da economia. Por isso, a inflação esperada para 2027 no Focus acompanhou o mesmo movimento das projeções para 2026, passando de 3,79% para 3,91% no intervalo supracitado. Nessa “brincadeira”, até a inflação de 2028 foi afetada, indo de 3,50% para 3,60%, o que levou o diretor de política monetária do BCB, Nilton David, a dizer o seguinte: *“Não temos o que fazer com relação às expectativas de inflação de curto prazo, já é algo que tomamos como informação. Mas o aumento da expectativa para 2028 nos incomoda”*. E com razão.

Apesar de sermos contra mudanças constantes de cenário, no fim não ficamos imunes a esse movimento de revisão da expectativa de inflação para 2026 e 2027, mas fomos um pouco mais comedidos, com nossas projeções passando de 4,2% para 4,7% e de 3,8% para 4,0%, respectivamente. Entretanto, para sermos sinceros, a guerra acabou sendo mais o estopim para a revisão do que a principal causa. Afinal, o que nos preocupa mesmo é a possibilidade de um El Niño forte no 2º semestre.

Segundo a National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA), dos EUA, a chance de o El Niño começar entre junho e agosto de 2026 é de aproximadamente 65%, sendo que, para o Centro Europeu de Previsão Meteorológica, o fenômeno deste ano tem tudo para superar o de 2015, o mais forte da história. E aqui começa nosso foco. No século XXI, tivemos El

Niños em 2002, 2010, 2015, 2018 e 2024. Na média, o grupo ‘Alimentação no domicílio’ subiu 11,6% nesses anos, contra 6,1% de anos sem o fenômeno climático. Por isso, nossa mudança de projeção desse grupo, de 3,20% para 5,00%, parece conter até certo otimismo, que se baseia no desempenho surpreendentemente positivo do real neste início de ano. Tanto que nossa projeção para os ‘Bens industrializados’ ficou estável em 3,00%, mesmo com o aumento do custo devido à guerra. O mesmo não aconteceu com os ‘Serviços’, que passaram de 5,60% para 6,00%. Esse grupo é impactado não só pela indexação citada acima, mas também pelas ‘Passagens aéreas’, item que o compõe e cuja projeção foi de 11,50% para 30,00%. O governo vem tentando criar linhas de financiamento para o setor aéreo a fim de evitar que o aumento acumulado de quase 75% do querosene de aviação (QAV), desde o início da guerra, seja repassado para os preços das passagens, mas isso parece difícil se consideramos que o QAV representa cerca de 40% do custo operacional das companhias aéreas brasileiras.

Com base nesse contexto, nossa projeção para os preços livres em 2026 passou de 4,0% para 4,9%. Mas, para fechar nosso número precisamos falar dos preços administrados – ‘Monitorados’, na nomenclatura do BCB. É nesse grupo que entram os combustíveis, com exceção do ‘Etanol’, alocado nos ‘Bens industrializados’ supracitados.

Nossa projeção de ‘Gasolina’ passou de 1,5% para 4,2%, enquanto a do ‘Óleo diesel’ foi de 1,0% para 5,1%. Interessante notar que, apesar da variação maior do último, é o primeiro que faz mais “estrago” direto no índice devido ao seu peso 22 vezes maior no IPCA (5,07% contra 0,23%). Também vale ressaltar

que nessas projeções não está embutido qualquer aumento de preço nas refinarias por parte da Petrobras – além dos 11,6% que já foram aplicados no Diesel –, a despeito da defasagem de 45% dos preços internos tanto da ‘Gasolina’ quanto do ‘Diesel’, com relação aos praticados externamente. A lógica é que a guerra não deve durar para além do primeiro semestre e que, por ser ano eleitoral, a conta da defasagem vai ficar para o caixa da estatal.

Com essa composição, chegamos à nossa projeção de 4,7% para o IPCA. O que ficou subentendido na análise acima é que há um claro viés de alta nessa projeção, que facilmente pode ultrapassar os 5,00%. Sem dúvidas, em um cenário em que tanto a inflação corrente quanto as expectativas estão subindo, o espaço para o Comitê de Política Monetária (Copom) reduzir os juros ficou reduzido.

Fazendo uma análise baseada na comparação da taxa de juros real ex-ante – isto é, taxa de juros nominal descontada da inflação esperada para os próximos 12 meses – e considerando o momento em que o BCB colocou os juros em 15,00% a.a., em junho de 2025, e a situação atual, com a taxa em 14,75% a.a., vemos que, mesmo em com esse cenário menos auspicioso, o Copom ainda teria “gordura” – como mencionado por seu presidente, Gabriel Galípolo – para promover uma redução dos juros de 0,50 p.p. Portanto, somente no que se refere à contração da economia, a Selic poderia cair para 14,25% a.a. sem que isso significasse um afrouxamento monetário. Antes da guerra, esse valor era de 13,75% a.a. Entretanto, temos que levar em consideração que, desde junho do ano passado, a atividade já desacelerou. Considerando também o

fechamento do hiato do produto – a diferença entre o PIB corrente e o PIB potencial, aquele que não gera inflação –, teríamos cerca de 0,5 p.p. de espaço para redução dos juros, sendo que isso não mudou, porque não alteramos a expectativa de que o PIB brasileiro cresça 2,1% em 2026. Assim, a Selic poderia ir para 13,75% a.a., e o aperto monetário verificado em junho do ano passado se manteria. Contudo, como esperamos que o BCB adote uma política monetária menos contracionista do que naquele período, projetamos a Selic em 13,00% a.a. – uma alta de 0,50 p.p. com relação ao que esperamos antes da guerra –, com reduções de 0,25 p.p. a cada reunião (inclusive na do dia 29 de abril) até a de dezembro, quando aceleraria para 0,50 p.p.

Como dissemos no OCM 149, o Brasil tem vantagens macroeconômicas e problemas microeconômicos com a guerra, e foram estes que nos fizeram mudar o cenário, tanto de inflação quanto de juros. Uma combinação que pode ser bastante prejudicial para a tentativa de reeleição do presidente Lula. De todo modo, isso é outra história...

## Frase da Semana

*“Não aceito palestras sobre economia brasileira no exterior. Só sei falar mal do meu país em português.”*

Mário Henrique Simonsen

G5 Partners	2023	2024	2025	2026
IPCA (%)	4,62	4,83	4,26	4,70
SELIC F.P (%)	11,75	12,25	15,00	13,00%
USDBRL	4,86	6,18	5,50	5,30
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.