

CARTA SEMANAL

Quem não se comunica, se trumbica

19 DE JUNHO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 160

G5 Partners

Esta foi mais uma semana em que aconteceram, no mesmo dia, as reuniões dos bancos centrais (BCs) americano e brasileiro; e, como de praxe, vamos usar o “O Canário da Mina” (OCM) para discutir as políticas monetárias nos Estados Unidos e no Brasil.

Entretanto, desta vez certas questões tornaram tais encontros mais interessantes. Primeiramente, eles ocorreram ao mesmo tempo que a assinatura do Memorando de Entendimento entre EUA e Irã, que suspendeu por 60 dias a guerra que elevou os preços do petróleo e a inflação ao redor do mundo. Em segundo lugar, foi a primeira reunião de Kevin Warsh como presidente do BC americano (Federal Reserve – Fed).

Antes de entrar nas discussões de política monetária propriamente, vamos começar pelo tal Memorando de Entendimento.

O primeiro objetivo desse armistício de 60 dias entre os EUA e o Irã já foi alcançado. O preço do petróleo tipo Brent, que ficou acima de USD 100 durante praticamente todo o período de conflito – iniciado em 28 de fevereiro –, caiu para níveis próximos de USD 80, o que deve aliviar as pressões inflacionárias nos EUA nos próximos meses, ajudando a popularidade do presidente Donald Trump quando nos aproximamos das eleições de meio de mandato, que ocorrem no dia 3 de novembro. Entretanto, uma dúvida que surge neste momento é: será esse armistício crível? Para responder a essa pergunta, temos que pensar em um ator do conflito que ficou de fora do acordo: Israel.

Um dos fundamentos mais importantes do estudo de economia é que os agentes econômicos reagem aos incentivos dados. Isso também vale para os agentes

políticos, e os incentivos de Israel em geral e de seu primeiro-ministro, Benjamin Netanyahu, em particular, vão de encontro ao que foi acordado entre EUA e Irã. Vamos explorar esse assunto em outro OCM, mas, de forma sintética, vale lembrar que, no dia 27 de outubro deste ano, Israel também terá eleições, que a destruição ou não da capacidade nuclear do Irã será um ponto importante para os eleitores e que se a coalizão de Netanyahu perder as eleições, ele pode ser preso por corrupção. Portanto, apesar do alívio inicial, o caminho até um acordo amplo entre EUA e Irã será tortuoso, e as atenções devem estar em Tel Aviv, e não em Ormuz.

Bem, mas voltando à questão dos BCs, a estreia de Kevin Warsh como presidente do Fed trouxe o que dela se esperava: não uma queda de juros, que ficou estável no intervalo entre 3,50% e 3,75%, mas uma mudança na comunicação do BC americano. E ela começou com um dos mais curtos comunicados pós-reunião – *statement* para eles – da história do Fed. De todo modo, apesar de curto, apresentou uma mensagem forte: “*A inflação continua acima da meta de 2% estabelecida pelo Comitê, em parte devido a choques de oferta que provocaram aumentos de preços em alguns setores, inclusive no de energia. O Comitê está comprometido em assegurar a estabilidade de preços*”. Conforme o dito popular “curto e grosso”, a inflação está acima da meta, não apenas devido ao choque de preço do petróleo, e estamos comprometidos em resolver esse problema. A ideia é basicamente essa. Além disso, chamou a atenção a falta

de orientação futura (*forward guidance*), o que pode ser interpretado como uma forma de caracterizar o atual momento como particularmente incerto, ou como uma nova forma de comunicação do Fed. Entretanto, se o mercado já ficou impactado pelo comunicado, a repercussão foi ainda maior por conta do “gráfico das bolinhas”¹ (Dot Plot), que, apesar de ter indicado apenas uma alta de juros – algo que o mercado já tinha incorporado no preço –, trouxe seis membros apontando duas ou mais elevações, um resultado que aparentemente o mercado não esperava. Na verdade, a incerteza foi a marca desse gráfico das bolinhas, onde nove votaram por uma ou mais altas e nove, pela manutenção ou queda nos juros – o desempate poderia ter vindo da projeção de Kevin Warsh, mas ele se absteve de colocar sua projeção, fato que deve se repetir enquanto esse “gráfico das bolinhas” existir. Sim, porque, como veremos mais adiante, é provável que o fim desse instrumento faça parte da mudança de comunicação que o novo presidente deseja implementar. O resultado dessas surpresas foi que o índice S&P caiu 1,21% (estava subindo 1,33% antes da decisão), as taxas dos títulos de 10 anos do governo americano subiram 0,05 p.p. (estavam caindo 0,05 p.p.) e o dólar, medido pelo DXY², subiu 0,50% contra uma cesta de moedas (antes subia 0,10%). Contudo, apesar de essa ter sido a parte da reunião mais impactante, não foi a mais marcante, uma vez que a entrevista de Kevin Warsh pós-reunião mostrou que poderemos presenciar a maior mudança estrutural na forma de atuar e se comunicar do BC americano em décadas.

Claramente Wash não coaduna com a teoria de que a comunicação, inclusive a própria entrevista pós-reunião, seja mais um instrumento de política monetária, tanto que, em uma das respostas dadas aos jornalistas, ele disse

que “coletivas podem ser úteis na comunicação, mas é preciso ter algo importante a dizer” ou que “os mercados agem com menos eficiência quando estão preocupados com a reação do Fed”. Vai ser interessante entender como os mercados vão se adaptar a essa nova realidade, na qual o Fed vai se parecer mais com o hermetismo da era Alan Greenspan do que com o alto grau de transparência do período pós-Ben Bernanke. Mas não é apenas na comunicação que deve haver mudanças no BC americano, pois Warsh afirmou que vai criar cinco forças-tarefas: “comunicação”, “balanço patrimonial”, “uso e dependência de fontes de dados”, “produtividade e empregos em uma era de transformação” e “estruturas de inflação”. Segundo ele, elas vão começar a trabalhar nas próximas semanas, e os resultados devem ser divulgados até o final do ano. Em nossa visão, esse calendário é importante porque não acreditamos em ajustes nas taxas de juros por parte do Fed enquanto esse trabalho não for concluído. Portanto, a precificação majoritária da curva de juros de que já ocorra uma elevação na reunião de setembro deste ano nos parece um pouco precipitada.

Em um cenário em que as condições externas ficaram mais desafiadoras devido a um possível aperto nos juros americanos, a última coisa que o Banco Central do Brasil (BCB) poderia querer era ruído de comunicação em sua condução de política monetária. Infelizmente, foi isso que aconteceu. Não com relação ao resultado em si, uma vez que a queda da Selic de 14,50% a.a. para 14,25% a.a., se não era unanimidade, estava bem precificada na curva futura de juros, mas com relação ao comunicado pós-reunião, que pareceu bastante confuso na visão do mercado. Basicamente, o Comitê de Política Monetária (Copom) traçou um cenário da economia brasileira duro o bastante para se esperar uma manutenção dos juros e

¹ As projeções dos juros dos membros do Federal Open Market Committee (FOMC) são plotadas em um gráfico em que cada um deles é caracterizado por uma bolinha.

² Um índice que mede a força do dólar contra uma cesta com seis moedas: euro, libra, iene, dólar canadense, coroa sueca e franco suíço.

usou o artifício de prolongar o horizonte relevante para a política monetária para justificar o corte. Vamos destrinchar o comunicado para mostrar isso.

No documento, a primeira demonstração de que o cenário estava mais desafiador para a política monetária veio da análise da situação da economia, que, segundo o Copom, *“mostra aceleração da atividade econômica no primeiro trimestre”*, uma mudança importante em comparação com o comunicado da reunião de abril, quando se afirmou que *“o conjunto de dos indicadores segue apresentando, conforme o esperado, trajetória de moderação no crescimento da atividade econômica”*. Portanto, não só a economia brasileira reverteu a tendência de desaceleração, como essa reversão parece ter surpreendido o BCB. Além disso, o cenário da inflação corrente piorou ainda mais: *“a inflação cheia e as medidas subjacentes aceleraram, distanciando-se adicionalmente da meta para a inflação, superando seu limite superior na última leitura”*. Juntando tudo isso com a piora adicional nas expectativas de inflação, temos o “caldo” para a aceleração da projeção de inflação do BCB para o horizonte relevante de política monetária, atualmente o quarto trimestre de 2027 – guarde essa informação –, que passou de 3,5% para 3,7%.

Aí veio o balanço de risco, um instrumento normalmente usado pelo Copom para dar o viés da política monetária, que foi mantido equilibrado. Nenhum problema até aí, posto que, com o nível de juros claramente no patamar contracionista, isso não seria incompatível com uma redução nos juros. O problema é manter o equilíbrio quando se desequilibra o balanço acrescentando mais um risco de “alta” – *“estímulos à demanda agregada, em particular ao componente de consumo, que tenham como resultado o crescimento da atividade econômica acima do produto potencial, enfraquecendo parte dos*

canais usuais de transmissão da política monetária” – que, a despeito de ser uma questão necessária de ser ressaltada, faz com que tenhamos mais riscos de “alta” (4) do que de “baixa” (3), sem contar que os primeiros parecem mais relevantes do que os últimos. Portanto, temos aqui o primeiro ponto de estranhamento do comunicado, mas não o mais importante.

Esse posto é lugar cativo do parágrafo em que há a tentativa de explicar por que, mesmo com essa descrição nada auspiciosa do cenário inflacionário, o Copom reduziu os juros. Vamos reproduzi-lo na íntegra para analisá-lo de forma conjunta: *“Nas simulações atuais, a trajetória de política monetária necessária para assegurar a convergência da inflação à meta, no atual horizonte relevante, implicaria que as taxas de inflação projetadas a partir do horizonte relevante vigente na próxima reunião estariam situadas abaixo da meta. Nessas condições, o Comitê avalia que trajetórias alternativas garantindo a convergência da inflação à meta no primeiro trimestre de 2028, o horizonte relevante a partir de sua próxima decisão, são compatíveis com a suavização na variação dos agregados macroeconômicos”*. Qual é o problema dessa análise? Estender o prazo de convergência para um período que não é o foco do Copom nessa reunião. Como dissemos acima, o horizonte relevante atual para a política monetária é o quarto trimestre de 2027, e não o primeiro trimestre de 2028; logo, justificar o corte agora baseando-se na convergência no último cria uma subjetividade no arcabouço teórico do sistema de metas que enfraquece sua própria credibilidade. Ah, mas ele fala em trajetórias alternativas. Então explicita-as, como já foi feito no passado. Mostre que se os juros fossem mantidos em 14,50% a.a. até o final de 2027 a inflação ficaria abaixo de 3,0% no primeiro trimestre de 2028. No entanto, a apresentação escolhida enfraquece o modelo e, dessa maneira, também enfraquece o próprio BCB,

principalmente porque estamos em ano eleitoral, e esse tipo de ruído abre espaço para especulações sobre uma possível influência política na decisão do Copom. Algo em que, importante ressaltar, não acreditamos, mas é bom lembrar que “a mulher de César não basta ser virtuosa, tem que parecer ser virtuosa”.

Posto isso, parece cedo para dizer o que vai acontecer com a trajetória dos juros daqui para a frente. Afinal, na semana que vem haverá a divulgação não só da ata do Copom, como também do Relatório de Política Monetária (RPM), documentos em que o BCB terá mais espaço para desenvolver as ideias que foram apenas sugeridas

no comunicado da última quarta-feira e desfazer o mal-estar criado. De todo modo, a estratégia do BCB parece ser esticar o ciclo até o máximo possível e manter os juros depois, o que indica que poderemos ver mais um corte de 0,25 p.p. na Selic na próxima reunião, em agosto (5/8), e talvez até na de setembro (16/9). Por enquanto, mantemos nossa expectativa de uma Selic a 14,00% a.a. ao final de 2026; porém, em vez da manutenção dos juros nas reuniões de agosto, setembro e novembro (04/11) e uma queda de 0,25 p.p. em dezembro (09/12), agora trabalhamos com uma nova queda de 0,25 p.p. no próximo encontro e a manutenção das taxas até o final do ano.

Frase da Semana

“Dado não é informação; informação não é conhecimento; conhecimento não é sabedoria.”

Cliff Stoll

G5 Partners	2023	2024	2025	2026
IPCA (%)	4,62	4,83	4,26	5,20
SELIC F.P (%)	11,75	12,25	15,00	14,00
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.