

CARTA SEMANAL

Uma história americana

10 DE JULHO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 163

G5 Partners

g5partners.com

Temos falado bastante dos Estados Unidos, através da guerra no Oriente Médio, de sua política monetária e até do desempenho de seus ativos, mas faz tempo que não comentamos sua economia em si. Portanto, para preencher essa lacuna e dar substância a todas as discussões pregressas, vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para entender se há realmente essa tal resiliência da economia americana.

Bem, antes de entrarmos nos temas econômicos propriamente ditos, precisamos voltar ao tema da guerra, uma vez que o cenário para a economia americana é um com o preço do barril de petróleo a USD 70 e outro com ele a USD 100.

Depois de algum tempo de escaramuças pontuais, nesta semana ocorreram ataques mais fortes de parte a parte, com o estopim sendo a rota dos navios no Estreito de Ormuz. O Irã, já pensando em um futuro controle do tráfego no local, exige que os navios passem pelo caminho próximo à sua costa. Já os organismos internacionais, liderados pela Organização Marítima Internacional, órgão ligado à Organização das Nações Unidas (ONU), insistem que eles usem a rota perto da costa de Omã, que, apesar de mais estreita e mais rasa, não daria ao Irã o controle do tráfego. O problema é que este não aceita que isso aconteça, avisou que atacaria quem usasse tal caminho para atravessar o Estreito de Ormuz e, nesta semana, cumpriu a promessa atacando três navios que seguiam pela “rota de Omã”. A resposta dos EUA foi suspender a liberação da venda do petróleo iraniano e atacar mais de 100 alvos do país persa, que, em meio ao funeral do aiatolá Ali Khamenei e de sua família, atacou bases americanas no Kwait e no Bahrein. Donald Trump chegou a dizer que o Memorando de Entendimento com o Irã estaria cancelado, o Irã afirmou o

mesmo, e a “turma do deixa disso” entrou em ação. Com toda essa confusão, o preço do barril de petróleo do tipo Brent, que estava ao redor de USD 70 na semana passada, se aproximou de USD 80 nesta semana. Embora esse patamar não seja suficiente para alterar significativamente as perspectivas discutidas aqui, uma nova escalada do conflito que leve a cotação dessa commodity de volta à faixa de USD 100 poderia mudar o cenário. Nesse caso, a inflação tenderia a aumentar, assim como os desafios para o crescimento americano. O que devemos olhar para saber se esse cenário mais desafiador está mais perto ou não de se concretizar? O fluxo de navios pelo Estreito de Ormuz. Por enquanto não houve uma paralisação total da passagem, como no auge da guerra e, por esse motivo, a reação até agora foi comedida, mas isso pode mudar a qualquer momento. A conferir.

Aqui vamos trabalhar com o cenário de que o preço do barril de petróleo do tipo Brent fique entre USD 70 e USD 80, então não acreditamos que o Federal Reserve (Fed, o Banco Central americano) elevará os juros neste ano, como precificado no mercado. A principal razão, já citada em outros OCMs, seriam os cinco grupos de estudos criados pelo novo presidente da instituição, Kevin Warsh, cujos trabalhos devem ser concluídos em um prazo de nove a doze meses. Em nossa avaliação, para que o Fed

¹ Fazendo a conta reversa, a variação de 11% de nosso PIB no primeiro trimestre de 2026 passaria para 4,47% na forma de visualização americana, que nada mais é do que anualizar a variação trimestral.

decida aumentar os juros antes de esses relatórios estarem prontos, seria necessário algum choque adicional na inflação e/ou no mercado de trabalho – algo que não vemos por enquanto. Os dados de crescimento da economia americana parecem robustos quando se olha superficialmente, mas mostram sinais de fraqueza quando observados no detalhe.

No primeiro trimestre de 2026, o PIB americano cresceu 2,1% de forma anualizada – o equivalente a 0,52% em nossa forma de ver a variação do PIB –, o que, para o tamanho e a maturidade de sua economia, pode ser considerado um número bom e fica muito próximo do que o próprio Fed considera como seu crescimento potência (2,0%) dos EUA. Entretanto, quando “quebramos” essa variação por seus componentes, notamos que mais de 60% dele vêm do investimento em Inteligência Artificial (AI, na sigla em inglês). Em números desse tipo de inversão cresceu 40% no primeiro trimestre, enquanto o ‘Consumo das famílias’ cresceu apenas 0,4%; e, se voltarmos no tempo, a “historinha” que podemos contar é de um aumento cada vez maior da dependência do PIB americano ao investimento de AI em detrimento do ‘Consumo das famílias’. Por exemplo, no terceiro trimestre de 2025, os últimos contribuíram com 2,3 p.p. para o crescimento de 4,4% do PIB no período, contra 0,3 p.p. dos primeiros. No quarto trimestre do ano passado, essas contribuições foram de 1,3 p.p. e 0,8 p.p.; agora estão em 0,4 p.p. para o ‘Consumo das famílias’ e 1,3 p.p. para o ‘Investimento em AI’. Portanto, ao que parece, existe um padrão de desaceleração da demanda e de concentração dos investimentos em infraestrutura de AI, o que nos leva a duas conclusões. A primeira é que se esses investimentos desacelerarem de forma abrupta, haverá uma contração importante do PIB americano, o que felizmente não parece algo para acontecer no curto prazo, posto que, segundo o JP Morgan, os gastos com

infraestrutura de AI podem chegar a USD 5,5 trilhões até 2030 – algo próximo a 17% do PIB americano. A segunda, e mais importante para nós neste momento, é que estamos vendo uma clara desaceleração da demanda nos EUA – uma boa notícia para o Fed que é corroborada pelos dados do mercado de trabalho americano.

Recentemente foram divulgados dados como o Payroll – o Caged americano – e a taxa de desemprego nos EUA; e, aparentemente, eles mostraram realidades distintas. Enquanto o primeiro sinalizou uma clara tendência de desaceleração, com a criação líquida de vagas tendo passado de 202 mil em março para apenas 49 mil em junho, a taxa de desemprego caiu de 4,3% para 4,2%, no mesmo período. Inclusive esses números parecem não se conversar, uma vez que o nível de criação de vagas indicado pelo Payroll estaria em linha com o nível necessário para manter a taxa de desemprego estável, e não para reduzi-la. Entretanto, a aparente dicotomia entre esses importantes indicadores do mercado de trabalho omite uma variável importante nesses cálculos: a queda do número de trabalhadores no mercado de trabalho americano devido à diminuição do número de imigrantes entrando no país. Segundo o Census Bureau – órgão responsável pelas estatísticas populacionais americanas –, na comparação com 2024, no ano passado entrou 1,5 milhão de imigrantes a menos nos EUA. De forma mais dramática, o centro de estudos Brookings Institution calculou que, em 2025, a imigração líquida (imigração menos emigração) foi negativa em algo entre 295 mil e 10 mil – a primeira vez que isso acontece desde a década de 1960. A principal consequência dessa redução foi que a taxa de participação – que nada mais é do que a força de trabalho total como proporção dos trabalhadores em idade de trabalho (PIA) – passou de algo ao redor de 62,5% em 2025 para 61,5% no último dado divulgado

em junho deste ano. Fazendo um contrafactual tendo em vista qual deveria ser a taxa de desemprego agora, caso a taxa de participação tivesse se mantido como em 2025, chegaríamos a um número próximo de 5,5% e em aceleração, bem mais condizente com a desaceleração que estamos vendo no Payroll do que os 4,2% divulgados no início do mês. Portanto, há poucas dúvidas de que, se o mercado de trabalho pode ser um problema para o Fed, não o será pela possível pressão sobre a inflação.

Por falar em inflação, os índices de preços – seja o PCE, seja o CPI – estão em níveis que não eram vistos desde 2023. O primeiro em 4,2% e o último em 4,1%, ambos nas variações anuais até maio, com o destaque óbvio para os itens ligados ao petróleo, tanto que tirando as influências tanto desse grupo quanto dos alimentos, os números caem para 2,9% e 3,4%, respectivamente. Contudo, como esses números dos núcleos mostram, a inflação nos EUA não é apenas choque de petróleo. Segundo a ata do Federal Open Market Committee (FOMC) – o Comitê de Política Monetária (Copom) americano – divulgada nesta semana, o Fed indica mais dois fatores que também estão pressionando os índices de preços americanos. O primeiro ainda seria parte do impacto das tarifas de importação impostas por Trump em 2025 – que, segundo o texto, já atingiu seu pico –, e o segundo seria a pressão nos preços de setores ligados à AI devido ao aumento da demanda por chips de memória, por exemplo, reflexo dos investimentos expressivos no setor. Um exemplo recente disso foi o aumento dos produtos da Apple e da Microsoft. Portanto, dos três principais “culpados” pelo nível atual da inflação – tarifas, petróleo e AI –, apenas o último parece ter uma sobrevida ao longo do ano, o que nos traz uma boa e uma má notícia. Pelo lado positivo, esses investimentos em AI

podem acarretar um ganho de produtividade tal que compense os aumentos de custos. Já pelo lado negativo, temos poucas informações sobre a força e a extensão dessa pressão de curto prazo. Inclusive, voltando à ata, essa foi uma discussão interessante entre os membros do FOMC, com uns dando mais peso para a boa notícia e outros mais preocupados com a má. Mais uma informação interessante do documento é que, devido à desaceleração do consumo que discutimos anteriormente, os empresários estão evitando repassar os aumentos de custos para não perder market share. Obviamente isso vai reduzir a margem das empresas, o que deve reforçar a desaceleração da economia ex-AI, ajudando o trabalho do Fed.

Juntando tudo que discutimos no OCM de hoje, podemos dizer que a economia americana ex-AI está desacelerando de forma gradual, como se espera que ocorra em uma política monetária bem-feita. O problema é que a sequência de choques – pandemia, guerra na Ucrânia, tarifas e guerra no Irã – impactando a inflação americana acaba por manter os índices de preços em níveis altos, mesmo com essa desaceleração econômica. Em uma situação assim, qualquer BC teria duas opções: olhar através dos choques (look through a shock, economistas adoram um termo em inglês) e manter os juros no patamar atual – considerado por alguns membros do Fed como restritivo e por outros não restritivo; a divisão é outra característica marcante dos economistas –, evitando uma desaceleração mais brusca da economia; ou atacar “o mal pela raiz”, garantindo uma convergência da inflação para a meta de maneira mais rápida, mas ao custo de uma desaceleração econômica mais forte. A propósito, essa é uma escolha que nosso BC não tem, devido à indexação da economia brasileira. Por isso, como não há certeza de qual caminho tomar, esperar os

²<https://www.brookings.edu/articles/macroeconomic-implications-of-immigration-flows-in-2025-and-2026-january-2026-update/>

grupos de trabalho apresentarem seus relatórios pode ser uma boa desculpa para “esperar para ver”. E a conclusão final é que mantemos nossa expectativa de que o Fed não elevará os juros neste ano, o que pode trazer de volta as “apostas” em dólar fraco, sepultadas após a reunião de junho do BC americano. Obviamente, tal expectativa fica fragilizada com a retomada da guerra.

Fraseda Semana

“O presidente do Banco Central é como um idiota no chuveiro; sempre tem dificuldade de encontrar a temperatura certa.”

Milton Friedman

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.