

CARTA SEMANAL

Entre a “boniteza” e a “precisão”

31 DE JULHO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 166

G5 Partners

Na próxima quarta-feira (5/8), ocorrerá a 280ª reunião do Comitê de Política Monetária (Copom). Nessa ocasião, o Banco Central do Brasil (BCB) saberá a inflação do IPCA-15; a taxa de desemprego, com a PNAD Contínua; as contratações no mercado formal, com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED); e o resultado da reunião do Federal Open Market Committee (FOMC) – o Copom americano –, dado que, desta vez, não teremos a superquarta.

Já com relação ao conflito no Oriente Médio, a incerteza continua, como era de se esperar quando as decisões dependem do presidente americano, Donald Trump, e dos militares fanáticos da Guarda Revolucionária Iraniana. Com todas essas informações, vamos usar a edição de hoje de “O Canário da Mina” (OCM) para discutir o que esperar do Copom na semana que vem e dos próximos passos da política monetária brasileira.

Sobre a guerra, já falamos o que tinha que ser dito no OCM da semana passada; e a conclusão é que a incerteza ligada ao preço do petróleo vai ser uma espada de Dâmocles sobre a economia mundial, a despeito de alguns espasmos de tranquilidade. Então, vamos nos ater ao que temos de concreto, começando pela decisão do Fed da última quarta-feira (29/7).

Ao contrário das reuniões anteriores, a expectativa de manutenção dos juros não era uma unanimidade no mercado, havendo 36% de chance de uma alta de 0,25 p.p.; mas, mesmo assim, não pode ser considerada surpreendente a decisão do FOMC de manter os juros estáveis no intervalo entre 3,50% e 3,75%. Da mesma forma, não causou surpresa o placar dividido da decisão, com 9 votando pela manutenção da taxa e 3 preferindo uma alta de 0,25 p.p.: Beth Hammack, presidente do Fed de Cleveland; Neel Kashkari, presidente do Fed de Mineápolis; e Lorie Logan, presidente do Fed de Dallas.

Entretanto, o que não estava no script era a aparente falta de vontade de Kevin Warsh de aumentar os juros.

Apesar das frases de efeito que indicariam o contrário – como *“não há uma meta de inflação suave ou flexível. Há apenas uma meta, que é a inflação de 2%, e não hesitaremos em agir”* ou *“inflação alta é uma escolha”* –, na visão do mercado ele vacilou ao não ser enfático sobre a forma de resolver o problema. Talvez a parte mais marcante da entrevista pós-reunião – que Warsh garantiu que será mantida pelo menos até o final do ano – tenha sido aquela em que ele foi indagado se um aumento de juros poderia ajudar a conter a inflação; segundo ele, *“pode muito bem fazer parte da solução, mas não isoladamente”*. Essa resposta foi vista como pouco comprometida com uma alta de juros no curto prazo, tanto que a precificação de manutenção das taxas, na reunião de setembro, passou de 24,00% antes do FOMC para 42,57% depois. Modo contínuo, a reação dos mercados também foi forte, com um expressivo aumento da inclinação da curva de juros dos títulos do Tesouro americano. Enquanto os de 2 anos passaram de 4,29% para 4,28%, os de 10 anos saíram de 4,60% para 4,67%, e os de 30 anos de 5,09% para 5,20%, atingindo o maior nível desde 2007, em uma clara indicação de que o mercado passou a considerar que o Fed pode ser mais leniente com a inflação.

Para nosso banco central (BC), a decisão do Fed tira um pouco de pressão da política monetária brasileira, uma vez que aparentemente posterga um aumento dos juros nos Estados Unidos. Por outro lado, a reação do mercado vai no sentido contrário, pois o canal de transmissão entre os juros nos EUA e no Brasil se dá pela atratividade do *carry trade*¹, e o que importa para este não é o diferencial das taxas básicas definidas pelos respectivos BCs, mas a diferença entre as taxas de mercado. Portanto, como estas subiram, no final o impacto líquido não parece ser totalmente positivo para o BCB.

Em um cenário de choques de ofertas frequentes, as mudanças no cenário de inflação são quase uma certeza. Por exemplo, no último dia de 2025, a inflação esperada para o final de 2026, segundo o boletim Focus, era de 4,04%; já em 27 de fevereiro, um dia antes do início do conflito, tinha passado para 3,91%. Corta para o dia 22 de junho, pouco depois da assinatura do memorando de entendimento (MOU) entre EUA e Irã para suspender a guerra por 60 dias, quando os números de inflação surpreendiam para cima, as medidas do governo para impulsionar a economia estavam a pleno vapor e as expectativas para a inflação em 2026 chegavam a 5,34%. Ou seja, em pouco menos de quatro meses, as projeções de inflação para o ano corrente variaram 1,43 p.p. – quase metade da meta de inflação de 3,00%.

Só que o cenário mudou novamente. Houve queda no preço do petróleo e dos alimentos ao longo de julho e, no último Focus divulgado, as projeções para o IPCA de 2026 já tinham caído para 5,12% e, provavelmente, vão cair mais nas próximas semanas. Isso por causa do IPCA-15 de julho, que foi divulgado na última terça-feira (28/7); com a alta de 0,06%, mostrou uma desaceleração de 0,35 p.p. em relação ao 0,41% de junho e ficou bem abaixo do piso das expectativas do mercado para esse

resultado (0,17%). Além disso, apresentou o menor índice de difusão² desde outubro de 2023, tendo também reduzido sua variação acumulada em 12 meses – de 4,80% em junho para 4,52% –, voltando a ficar próximo do teto do intervalo de variação da meta de inflação (4,52%). Mas, por que ocorreu essa reviravolta no cenário de inflação?

A resposta está no grupo ‘Alimentação no domicílio’, o mesmo que tinha sido o vilão nos meses anteriores, que passou de uma alta de 0,87% em junho para uma deflação de 1,14% em julho. Só essa diferença reduziu o IPCA-15 em 0,32 p.p. entre um mês e outro, representando 90% da desaceleração do índice geral no período. Inclusive, vale repetir uma “regra de bolso” para a inflação brasileira: a surpresa vem sempre na direção dos alimentos. Se eles estão subindo, ela é para cima; se eles estão caindo, ela é para baixo. Mas, como diz o ditado, “andorinha só não faz verão”. Então a pergunta que deve passar pela cabeça dos dirigentes do BCB neste momento é: o que aconteceu na inflação de julho é uma tendência ou um ponto fora da curva?

A resposta a essa pergunta é um “sim” e um “não”. “Sim”, porque em agosto devemos inclusive ver deflações, tanto no IPCA-15 quanto no IPCA, em grande medida por causa do bônus de Itaipu, que de vez em quando “dá as caras” nas contas de luz dos brasileiros e deve fazer com que o item ‘Energia elétrica residencial’ apresente deflação de mais de 7,0% no mês – tirando algo como 0,30 p.p. do IPCA de agosto. “Não”, porque dois fatores devem fazer a inflação acelerar a partir de setembro: o bônus de Itaipu de agosto, que vira ônus em setembro, e o impacto do El Niño sobre os alimentos. Além disso, o grupo de ‘Serviços’ continua rodando ao redor de 6,00% no acumulado em 12 meses, um reflexo da indexação da economia e das medidas do governo federal de aumento

¹ Operação financeira que aproveita a diferença entre os juros internos e externos.

² Percentual dos itens que tiveram deflação sobre o total dos itens do índice.

de renda e incentivo ao consumo, o que adiciona, sozinho, 2,2 p.p. à inflação anual – quase 75% da meta. Portanto, apesar do alívio no curto prazo, não devemos (o BCB incluído) respirar aliviados quando o assunto é inflação.

Por fim, o mercado de trabalho. Nesta semana, foram divulgados os números do CAGED e da PNAD Contínua, com ambos mostrando o mesmo: um mercado de trabalho que claramente desacelera mais a um ritmo lento o suficiente para ainda ser um problema para o BCB. No caso do CAGED, a criação líquida de 145,2 mil de vagas formais em junho, apesar de apresentar uma aceleração com relação ao mês anterior – mesmo nos dados sem o fator sazonal –, foi o menor patamar para o mês desde 2020. Além disso, nos primeiros seis meses do ano, foram criadas 900 mil vagas no setor formal, uma queda de quase 26% na comparação com o mesmo período de 2025, quando foram criados um pouco mais de 1 milhão e 200 mil postos de trabalho. Cenário parecido com o da PNAD Contínua, que mostrou que, apesar de a taxa de desemprego ter caído de 5,6% para 5,4%, quando tiramos a sazonalidade do número, vemos uma estabilidade de aproximadamente 5,5%. Entretanto, o fato de parar de cair não significa que o mercado de trabalho esteja menos apertado; ele só não está ficando mais apertado ainda. Ou seja, na mesma linha do CAGED, o que a PNAD Contínua indica para o BCB é que parar de piorar não significa necessariamente melhorar.

Levando em conta apenas as questões levantadas neste OCM, nossa conclusão para a reunião do Copom da semana que vem é que o BCB deveria manter os juros em 14,25% a.a. Entretanto, considerando a postura adotada nas últimas reuniões, parece que ele vai mesmo olhar mais para a desaceleração de curto prazo da inflação corrente, fechando os olhos para os problemas que ainda vão pressionar a inflação de médio prazo, e reduzir a Selic em 0,25 p.p., para 14,00% a.a. Entretanto, não deve ir além disso, pelo menos no curto prazo; não apenas porque a inflação corrente vai piorar, mas também porque vamos entrar no período eleitoral – quando, normalmente, os BCs evitam mexer na política monetária. Dessa forma, o BCB só voltaria a cortar os juros no início de 2027, já com certo espaço para reduções mais expressivas, dado que, independentemente de quem vá subir a rampa do Palácio do Planalto em janeiro do ano que vem, veremos alguma arrumação da casa na parte fiscal – não por gosto, mas por necessidade. O que traz à memória uma frase de Guimarães Rosa no livro Sagarana: *“O sapo não pula por boniteza, mas por precisão”*.

Frase da Semana

“Confiança é a forma mais barata de estímulo econômico.”

Larry Summers

G5 Partners	2024	2025	2026	2027
IPCA (%)	4,83	4,26	5,10	4,15
SELIC F.P (%)	12,25	15,00	14,00	12,00
USDBRL	6,18	5,50	5,30	5,30
PIB (%)	3,40	2,30	2,10	2,00

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.