

CARTA SEMANAL

Direções Opostas. Incertezas Análogas.

18 DE SETEMBRO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 173

G5 Partners

g5partners.com

Seguindo a toada da edição da semana passada, vamos pausar, por ora, as análises político-eleitorais – que, diga-se de passagem, são fartas, tendo em vista a recente discussão no Supremo Tribunal Federal (STF) envolvendo o ministro Alexandre de Moraes – para focar dois eventos cujos resultados são consideravelmente importantes para a construção dos cenários econômico-financeiros prospectivos dos Estados Unidos e do Brasil: os resultados das reuniões de política monetária do Federal Reserve (Fed, o banco central norte-americano) e do Banco Central do Brasil (BCB).

Vamos começar pelo Fed.

Definitivamente, não se tratou de uma reunião fácil para Kevin Warsh, que assumiu, neste ano, a presidência do banco central dos Estados Unidos. De um lado, sua promessa de rever e reestruturar aspectos da política monetária norte-americana que não eram discutidos havia um bom tempo, tais como comunicação, arcabouço empírico, análise e construção dos dados etc. De outro, um cenário econômico um tanto quanto sui generis, poluído por choques de oferta (e.g., tarifas e guerras), excesso de investimentos em capital produtivo (leia-se: inteligência artificial), mudança nas políticas migratórias etc. O conflito aqui é claro: como analisar um cenário particularmente conturbado se ainda não foram decididos quais instrumentos são os mais adequados para realizar essa análise? Não é uma tarefa fácil.

Nesse contexto, parece-nos que Warsh teria se sentido mais confortável em tomar uma decisão, em conjunto com os demais integrantes do Federal Open Market Committee (FOMC) – o Comitê de Política Monetária (Copom) americano –, após a conclusão dos trabalhos dos grupos de estudos que foram convocados justamente

para investigar as mudanças estruturais supramencionadas. No entanto, a realidade econômica se impôs. E qual realidade é essa? Basicamente, um mercado de trabalho que se encontra em equilíbrio e uma inflação permanentemente acima da meta de 2,0% desde a pandemia da covid-19. Se ambas as variáveis fazem parte do mandato do Fed, mas somente uma encontra-se em desequilíbrio (a inflação), teoricamente a autoridade monetária deve agir – o próprio Warsh externou esse entendimento em seu discurso no Simpósio de Política Econômica de Jackson Hole, que ocorreu no final de agosto.

A questão é que, em economia, muitas vezes a tendência dos dados importa tanto quanto o número absoluto deles. A inflação está, sim, acima da meta há um bom tempo, mas agora a pergunta deveria ser outra: ela está se distanciando ou se aproximando da meta, e em qual velocidade? Alguns argumentam que, ao expurgar efeitos transitórios que pouco têm a ver com a estrutura subjacente da economia norte-americana (e.g., tarifas comerciais, choque de energia advindo do conflito entre Irã e EUA, aumento no custo de serviços de assessoria em investimentos por conta da valorização expressiva do

mercado acionário e elevação no preço das memórias de computadores em virtude da IA), a inflação estaria mais próxima da meta e, na verdade, em tendência de convergência para ela.

Além disso, no que tange à atividade, certos analistas chamam a atenção para a evidência de que, na ausência dos investimentos em IA, a economia norte-americana, apesar de forte, não estaria tão pujante quanto aparenta no momento. Ainda, nota-se que o mercado de trabalho, embora equilibrado, apresenta sinais contraditórios, corroborados por duas pesquisas oficiais dos EUA: enquanto o chamado Household Survey (de onde sai a taxa de desemprego) aponta para uma perda de 1,2 milhão de empregos em 2026, o Establishment Survey (de onde sai o chamado payroll) indica uma criação líquida de 643 mil postos de trabalho formais.

Dito tudo isso, haveria também argumentos que sustentariam uma manutenção da taxa de juros, haja vista a necessidade de se coletar mais informações. No final, foi isso o que ocorreu? Não.

Conforme esperado pela ampla maioria do mercado, o Fed subiu a taxa básica de juros em 25 pontos-base, para o intervalo entre 3,75% e 4,00%. O Comunicado foi enxuto e se restringiu a externar, basicamente, o que constatamos acima: se a inflação está elevada há muito tempo e as demais variáveis acompanhadas estão, supostamente, em equilíbrio, elevar os juros é a decisão mais acertada para garantir a convergência da inflação para a meta. Trata-se de um argumento convincente e, quando endossado por todos os membros do FOMC, a mensagem é forte. No entanto, o que importa para nós agora não é o que aconteceu, mas o que pode vir a acontecer nos próximos meses; até porque autoridades monetárias dificilmente fazem movimentos isolados.

No caso, as pistas para os próximos passos do Fed vieram de duas fontes: (i) o gráfico chamado dotplot, divulgado nas cabeças de trimestres, que reúne as projeções dos dirigentes do FOMC para a taxa de juros; e (ii) as declarações de Warsh na coletiva de imprensa que sucedeu à reunião.

No que diz respeito ao primeiro ponto, a mensagem é clara: dos 18 dirigentes, 16 projetam uma elevação adicional dos juros até o final de 2026. Para 2027, a mensagem também dura, com somente 4 dirigentes prevendo juros abaixo de 4,00% no final do respectivo ano. Entretanto, apesar de as projeções serem valiosas e elucidativas para compreendermos melhor a visão atual do colegiado, não nos apegaríamos muito ao valor efetivo delas; são indicações com base nas informações disponíveis no presente, e nada mais. De todo modo, sinalizam disposição para manter os juros elevados por um tempo razoável.

Por outro lado, o discurso de Warsh nos parece mais valioso. A despeito de ele refutar a ideia de dar indicações sobre o futuro da política monetária, as falas do presidente do Fed foram consideradas duras no combate à inflação e, portanto, sugerem que somente uma melhora no quadro inflacionário impediria uma elevação adicional da taxa de juros no futuro próximo. Como ele mesmo disse, “a ação de hoje mostra que estamos sérios” e “o fato é que a inflação está muito alta há muito tempo”.

Nesse contexto, o mercado não somente precifica um novo movimento de alta dos juros nos Estados Unidos até o final deste ano, como também indica a possibilidade de elevações adicionais em 2027. Dito isso, parece-nos que serão necessários números mais benignos de inflação para convencer tanto Warsh quanto o mercado de que os juros não precisam subir mais.

Independentemente disso, uma coisa parece clara: pelo menos no curto prazo, a época de juros próximos de zero parece ter ficado para trás.

Dirigindo-nos, agora, para o caso brasileiro, a situação também não é trivial. O ano começou com a Selic em 15,00% e a expectativa de que, ao final de 2026, ela atingisse 12,25%. Com a eclosão da guerra entre EUA e Irã, rapidamente esse valor subiu para 14,00%, em meados de junho, à medida que os economistas passaram a precificar uma inflação mais perto de 6,0% no final do ano. Ato contínuo, os números se mostraram mais benignos que o antecipado e, acima de tudo, a atividade econômica passou a dar sinais mais claros de desaceleração – vide o fato de que se flerta com variações próximas de zero (ou até mesmo negativas) do PIB no segundo semestre de 2026.

No entanto, ao mesmo tempo que temos esse cenário um pouco mais construtivo para a política monetária, a inflação, assim como ocorre nos Estados Unidos, está acima da meta há um bom tempo. Ademais, riscos já mapeados mas imprevisíveis, como o El Niño, estão à espreita, e as expectativas sugerem que a inflação dificilmente retornará para perto da meta no curto prazo. Portanto, a situação econômica brasileira também dificulta o manejo da taxa de juros pela autoridade monetária.

Diante dessas particularidades, o BCB decidiu, de maneira unânime e amplamente esperada, reduzir a taxa Selic em 25 pontos-base, para 13,75%. O Comunicado da reunião não trouxe grandes alterações com relação ao anterior, mas algumas sutilezas merecem ser destacadas.

Primeiramente, o BCB parece reconhecer (em linha com o mercado) que a economia brasileira está em processo

mais claro de desaceleração, sobretudo em sua parte mais cíclica, que é justamente aquela mais afetada pela política monetária. Em segundo lugar, existe uma percepção incipiente de que o pior ficou para trás no que diz respeito ao processo de desancoragem das expectativas de inflação para prazos mais longos. As duas constatações podem ser interpretadas como positivas no sentido de corroborarem a continuidade do ciclo de afrouxamento monetário.

Na outra ponta, porém, o BCB segue adotando um discurso cauteloso. A inflação é caracterizada como muito elevada e distante da meta de 3,0%, bem como seu balanço de riscos é classificado como assimétrico para cima – ou seja, o BCB atribui mais (e não menos) probabilidade de a inflação futura ser maior do que a projetada no momento. Além disso, apesar da melhora marginal, as expectativas de inflação permanecem desancoradas e são descritas como um empecilho para a calibração dos juros.

Nesse contexto, ao mesmo tempo que o ambiente parece, a princípio, mais benigno para cortes de juros, o BCB segue apreensivo com as diversas incertezas que dificultam a construção dos cenários prospectivos. Até por esse motivo, a autoridade monetária não se compromete com nenhum movimento futuro, de sorte que os próximos passos para a política monetária brasileira estão em aberto.

Em suma, a despeito de o resultado de ambas as reuniões ter sido amplamente precificado pelos mercados – elevação de juros, pelo Fed, e redução, por parte do BCB –, cada uma apresentou suas respectivas idiossincrasias. O cenário converge para juros mais altos por mais tempo nos Estados Unidos – algo desafiador para o restante do mundo –, independentemente da

possibilidade de elevações adicionais nos próximos meses. No Brasil, parece que o desenrolar da atividade econômica será o fiel da balança na discussão sobre novas reduções da taxa Selic neste ano. De todo modo, acreditamos que haveria ganhos de credibilidade caso o BCB pausasse o processo e esperasse até o início do ano que vem para retomar o ciclo; afinal, ele reforçaria seu compromisso com uma inflação na meta e teria mais tempo para estudar as perspectivas de nossa economia.

Frase da Semana

“Em política econômica, tão importante quanto o rumo é a dosagem.”

Fernando Henrique Cardoso

G5 Partners	2024	2025	2026	2027
IPCA (%)	4,83	4,26	5,10	4,30
SELIC F.P (%)	12,25	15,00	13,75	12,00
USDBRL	6,18	5,50	5,30	5,30
PIB (%)	3,40	2,30	2,00	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.