CARTA SEMANAL

Os problemas não fazem fila

19 DE NOVEMBRO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 182

G5 Partners

g5partners.com

Desde o segundo turno da eleição presidencial brasileira, temos dado muita ênfase – com razão – ao cenário interno e falado pouco do externo. Entretanto, se o último estivesse mais favorável, talvez o primeiro fosse mais administrável. Infelizmente, não é o caso. Portanto, vamos usar a edição desta semana de "O Canário da Mina" (OCM) para discutir por que o cenário externo é mais um desafio para o quarto mandato do presidente Lula.

O principal motivo para considerar a situação externa desafiadora para o Brasil vem da política monetária mais apertada na maioria das principais economias do mundo. Por exemplo, os juros no Japão estão em 1,25% a.a., o maior nível desde 1995, e a expectativa é de que cheguem a 1,75% a.a. ou 2,00% a.a. ao final de 2027. Situação parecida com a do Reino Unido, onde as taxas estão atualmente em 4,00% a.a. e podem chegar a 5,00% a.a. no ano que vem – maior nível desde 2008 –; e na Zona do Euro, onde os valores são 2,50% a.a. e 3,25% a.a., respectivamente. Esses movimentos se devem a uma sequência de choques de oferta desde a pandemia da covid-19; particularmente neste ano, os destaques foram a guerra no Oriente Médio e a disparada dos preços dos combustíveis. A importância desse cenário para a economia brasileira foi ressaltada no Comunicado da última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), que diz: *"O ambiente externo tornou-se mais adverso em função do prolongamento dos conflitos armados no Oriente Médio, com impactos altistas sobre o preço do petróleo e derivados, e da política monetária mais restritiva nas economias avançadas. Tal cenário exige cautela por parte de países emergentes [...]"*. Obviamente, os Estados Unidos estão inseridos nesse contexto, mas sua relevância exige uma análise mais minuciosa.

Após ter reduzido os juros de 5,25% a.a. para 3,50% a.a.[1] entre 2024 e 2025, o Federal Reserve (Fed) retomou o aperto monetário em setembro, elevando a Fed Funds (a Selic americana) para 3,75% a.a. – em resposta à reaceleração da inflação nos EUA, que passou de 2,7%, ao final de 2025, para 3,7%, em setembro deste ano, segundo o Consumer Price Index (CPI), análogo do IPCA nos EUA. Sem dúvidas, boa parte dessa alta ocorreu em virtude do aumento nos preços dos combustíveis, assim como no resto do mundo, tanto que o núcleo do CPI está em 2,6%, mesmo patamar do final do ano passado. Entretanto, mesmo considerando-se essa medida que retira os itens mais voláteis – inclusive os preços dos combustíveis –, a inflação nos EUA não se aproxima da meta de 2,0% desde março de 2021 – ou seja, há mais de 5 anos –, o que mostra que deve existir algo de mais concreto no processo inflacionário americano do que simplesmente choques de oferta. E esse "algo" pode ser a incrível resiliência da economia dos EUA. Segundo o Bureau of Economic Analysis (BEA), o PIB estadunidense cresceu ao ritmo anualizado de 3,4% no terceiro trimestre deste ano e, ao contrário do que vinha ocorrendo nas leituras anteriores, não dá para dizer que esse crescimento foi impulsionado apenas pelo investimento em Inteligência Artificial (AI, na sigla em inglês), uma vez que o 'Consumo das famílias' subiu

[1] Atualmente, o Fed não determina apenas uma taxa de juros em suas reuniões, mas sim um intervalo. Dessa forma, ao longo de todo o OCM, sempre que nos referirmos à Fed Funds (a Selic americana), usaremos como parâmetro o piso desse intervalo.

3,8%. Esse resultado provavelmente tem relação com um mercado de trabalho ainda apertado, mesmo com os juros nos EUA estando há algum tempo acima do que se considerava como o nível neutro e a taxa de desemprego passando de 4,4% ao final de 2025 para 4,1% em outubro deste ano. Portanto, a combinação de uma inflação que permanece acima da meta há mais de 5 anos com uma economia que continua dando sinais de resiliência não só levou o Fed a retomar o processo de elevação de juros, como também fez o mercado precificar a Fed Funds em, pelo menos, 4,50% a.a. no final de 2027. Isso significa que ainda veremos três elevações de 0,25 p.p. pela frente, a começar pela reunião de dezembro deste ano (9/12).

Só isso já seria um desfio a mais para o Banco Central do Brasil (BCB), dado que, tudo mais constante, o espaço para redução da Selic ficaria menor. Entretanto, existe um agravante nessa história: a expectativa de elevação dos juros por parte do Fed acaba aumentando as taxas cobradas pelos títulos do Tesouro americano. No caso do de 10 anos, enquanto no início do ano as taxas estavam em 4,17% a.a., agora elas chegam a 5,10% a.a., favorecendo a atratividade desses ativos em detrimento dos brasileiros, o que acarreta maior saída de recursos dos mercados brasileiros e a consequente tendência de depreciação do real frente ao dólar. E esta será mais intensa quanto pior estiver a situação da economia brasileira na visão do investidor estrangeiro. Entretanto, como consta na Ata da última reunião do Federal Open Market Committee (FOMC) – o Copom americano –, o aumento dos juros pelo Fed não é a única fonte de pressão nos juros cobrados sobre os títulos públicos americanos; o grande volume de investimentos em infraestrutura de AI vem fazendo com que as empresas sejam competidoras do Tesouro dos EUA no mercado de crédito americano. Juntas, as chamadas hyperscalers (Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta e Oracle) investiram algo próximo de USD 1,5 trilhão nos últimos três anos. Só que, se isso foi verdade no passado, vai continuar a ser no futuro. Fora o que já está prometido para os próximos anos, as empresas do ecossistema de AI têm, segundo a Reuters, cerca de USD 4,3 trilhões em dívidas vencendo entre 2027 e 2031, que vão se somar aos USD 17 trilhões de títulos do Tesouro americano que terão que ser rolados no mesmo período. A esse montante, devemos adicionar o acréscimo de oferta derivado do déficit fiscal dos EUA, atualmente ao redor de USD 2 trilhões por ano. Ou seja, existe uma chance não desprezível de que, mesmo com a dissipação de boa parte dos choques de oferta sobre a inflação e a consequente redução da Fed Funds por parte do BC americano, as taxas de mercado continuem altas por algum tempo devido a um aumento de oferta que pode não ser acompanhado pela demanda. Isso pode ser especialmente perigoso para as empresas do ecossistema de AI, que precisarão financiar investimentos e rolar dívidas a taxas mais altas, colocando em risco seu fluxo de caixa.

Além disso, existem os riscos políticos, derivados da combinação do resultado das eleições de meio de mandato nos EUA com a centralidade dos datacenters no ecossistema de AI. Empresas como Anthropic, OpenAI e Amazon dependem de seu crescimento para aumentar a capacidade computacional e de armazenamento na nuvem. Outras, como a Nvdia e AMD, têm a mesma dependência porque os datacenters são seus maiores demandantes – a CEO da AMD, Lisa Su, afirmou que 80% da demanda futura da empresa viriam dos datacenters. Por isso, a "onda azul"[2] das eleições de meio de mandato nos EUA pode ser perigosa para o crescimento dos datacenters e, consequentemente, para as empresas do ecossistema de AI.

[2] O termo "onda azul" se refere à grande vitória dos democratas nas eleições de meio de mandato nos EUA. No sistema bipartidário americano, os democratas são representados pela cor azul e os republicanos, pela cor vermelha.

Com a “onda azul”, que levou os democratas a dominarem tanto a Câmara quanto o Senado, 30 dos 50 estados passaram a ser liderados por governadores democratas. Mas qual é o problema disso? O problema é que boa parte deles foram eleitos com plataformas ligadas ao controle e/ou à regulamentação da construção de datacenters e, portanto, devem adotar uma postura mais cautelosa em relação a esse assunto. Tal questão é particularmente importante em estados como Virgínia, Texas, Pensilvânia, Ohio e Geórgia. Embora concentrem “apenas” 20% de todos os datacenters dos EUA, esses estados respondem por 80% da capacidade de processamento (IT load) americana. Com exceção da Virgínia, onde não houve eleição para governador neste ano, e da Pensilvânia, onde não houve disputa para o Senado, os demais fizeram parte da “onda azul”, elegendo senadores e governadores democratas. Em alguns deles, inclusive, houve uma “passagem de bastão”: Texas, Ohio e Geórgia passaram a ser governados por democratas.

A piora do cenário para os datacenters nos EUA poderia ser favorável para o Brasil, que já tem atraído empreendimentos desse tipo. Entretanto, a delimitação de barreiras para a exportação de chips avançados para países como Brasil, Indonésia, Malásia, Singapura e Tailândia pode comprometer essa oportunidade. A medida, que estaria sendo considerada na esteira do escândalo envolvendo o ex-CEO da Nvidia, Jensen Huang, e Alice Huang – que, segundo autoridades de inteligência dos EUA, teria sido recrutada pela China para realizar espionagem e transferência de tecnologia –, pode colocar em xeque a atratividade do Brasil como destino para esse tipo de investimento.

Portanto, além de nossos próprios problemas – que não são poucos –, o cenário externo não deve nos favorecer, pelo menos no início de 2027. Se nada acontecer de positivo na questão do choque de oferta derivado da guerra no Oriente Médio, poderemos ver, no próximo ano, mais duas ou três elevações de juros nos EUA, com o consequente fortalecimento do dólar no mercado internacional. Duas más notícias para a economia brasileira, que com isso vê cada vez mais distante a possibilidade de redução dos juros em 2027, mesmo diante da desaceleração econômica que bate à nossa porta. Como se vê, os problemas não fazem fila.

Frase da Semana

"A sutiliza do pensamento consiste em descobrir a semelhança de coisas diferentes e a diferença de coisas semelhantes."

Montesquieu

G5 Partners	2024	2025	2026	2027
IPCA (%)	4,83	4,26	5,30	5,10
SELIC F.P (%)	12,25	15,00	13,75	12,75
USDBRL	6,18	5,50	5,50	5,50
PIB (%)	3,40	2,30	1,50	1,30

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.