

AGOSTO 2026

PANORAMA MACROECONÔMICO



PANORAMA MACROECONÔMICO

Prezados cotistas,

Seguindo nosso compromisso em trazer conteúdos de alta qualidade para auxiliá-los na melhor tomada de decisão sobre os investimentos, segue material elaborado pelo nosso Economista-Chefe, Igor Barenboim, sobre o cenário para inflação pós Choque do Irã.

Boa leitura!

INFLAÇÃO APÓS O CHOQUE DO IRÃ

A escalada do conflito envolvendo Irã, Israel e Estados Unidos, iniciada em 28 de fevereiro, devolveu aos mercados uma pergunta que pareciam ter deixado para trás: quanto um choque de oferta de energia pode acrescentar à inflação global, e como os bancos centrais devem reagir a ele. O tráfego marítimo pelo Estreito de Hormuz recuou cerca de 90% no início do conflito e permaneceu deprimido; o petróleo saltou da faixa de US\$ 60 para um pico acima de US\$ 115 por barril, com sucessivas curvas futuras projetando queda gradual — e sendo repetidamente revisadas para cima.

Para responder com rigor a essa pergunta, nos apoiamos no trabalho mais recente de Ricardo Reis, professor da London School of Economics e uma das referências acadêmicas mais respeitadas em inflação — autor, entre outros, do estudo seminal sobre perda de ancoragem inflacionária (Reis, 2021), citado nos principais fóruns de política monetária. Reis dedicou um *paper* inteiro, atualizado em julho, a decompor os canais de transmissão do choque do Irã para os Estados Unidos, a zona do euro e o Reino Unido, usando o mesmo arcabouço que ajudou a explicar a disparada da inflação em 2021–24. Esta carta resume as conclusões e o que elas implicam para a política monetária, inclusive no Brasil.

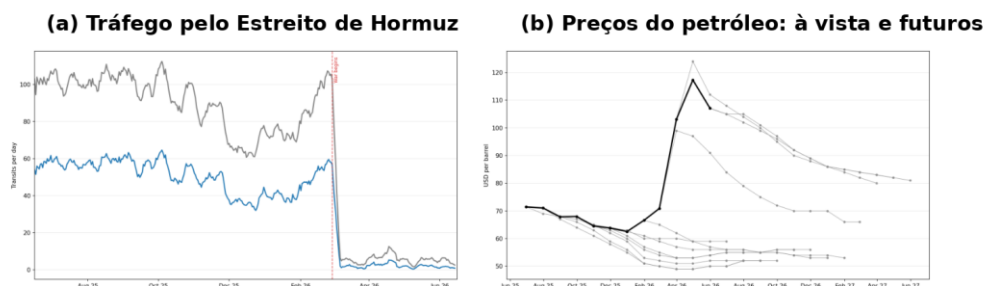


Gráfico 1 — Tráfego pelo Estreito de Hormuz e preço do petróleo (spot e curvas futuras).
Fonte: Reis (2026), com base em IMF PortWatch e EIA STEO.

COMO UM CHOQUE DE ENERGIA VIRA INFLAÇÃO: QUATRO CANAIS

O ponto de partida do estudo é simples: um choque de oferta eleva o custo de produção, e empresas com preços flexíveis repassam esse custo imediatamente. Mas o que determina se a inflação vai além disso — e por quanto tempo — são quatro canais de transmissão, que Reis mede um a um com dados de alta frequência: (i) o repasse aos preços rígidos da economia, que não se ajustam todo mês; (ii) a reação das expectativas de famílias e empresas; (iii) a resposta da política fiscal; e (iv) o risco de perda de credibilidade dos bancos centrais. Tratamos cada um a seguir.

1. O REPASSE A PREÇOS RÍGIDOS: O EFEITO DE PRIMEIRA ORDEM

A maior parte dos preços da economia não muda todo mês — empresas só reajustam quando a distância entre o preço praticado e o preço "ideal" fica grande o suficiente para compensar o custo de mudar etiquetas, recalculando contratos e repensando margens. Esse é o motivo pelo qual um choque de custo não vira inflação da noite para o dia: ele se propaga aos poucos, à medida que mais empresas cruzam esse limiar de ajuste.

Usando microdados de preços do Reino Unido — os mesmos que ajudaram a validar esse tipo de modelo durante o choque de 2021–24 — e um método desenvolvido por Bandeira, Castillo-Martinez e Wang (2026) para estimar a distância entre os preços atuais e os preços-alvo em cada setor da economia, Reis estima a resposta da inflação a um choque de petróleo do tamanho observado em março. O resultado: um efeito de primeira ordem de 1,2 a 1,6 ponto percentual de inflação acumulada entre 2026 e 2027 — a maior fatia do impacto total esperado, e um número tratado como piso, já que a resposta da inflação tende a crescer mais que proporcionalmente para choques desse porte.

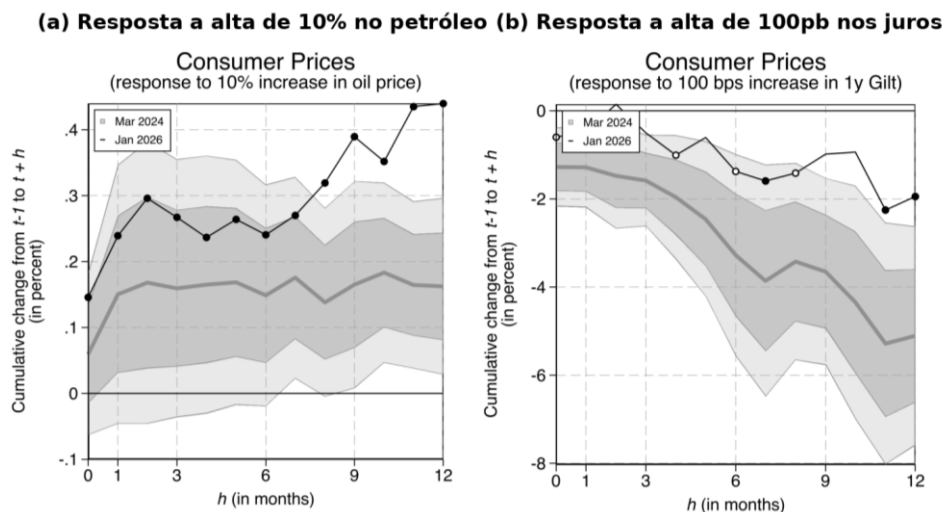


Gráfico 2 — Resposta prevista da inflação a um choque de 10% no preço do petróleo (esq.) e a uma alta de 100 pontos-base nos juros de 1 ano (dir.), condicionada à distribuição de preços observada em janeiro de 2026. Fonte: Reis (2026).

O gráfico acima também carrega uma segunda mensagem, relevante para o debate sobre juros: dado o formato da distribuição de preços no início de 2026 — com muitas empresas próximas do limite de reajuste, mas concentradas do lado de preços defasados —, uma alta de juros tem, neste momento, um efeito menor que o usual sobre a inflação. Ou seja, a política monetária está, momentaneamente, menos potente do que em condições normais — o que reforça o argumento contra tentar debelar todo o choque só na marra do aperto monetário, como veremos adiante.

2. EXPECTATIVAS: O EFEITO DE SEGUNDA ORDEM

Se a inflação esperada sobe além do impacto direto do choque de energia, o efeito se amplifica: famílias antecipam compras, empresas reajustam preços de forma preventiva, e negociações salariais embutem a inflação futura — criando uma segunda rodada de altas que se autoalimenta. Foi exatamente esse canal que, em 2021, sinalizou a virada antes de qualquer estatística de atividade ou de mercado de trabalho.

Os dados agora mostram um sinal parecido, mas de magnitude bem mais contida. Entre o fim de 2025 e maio de 2026, a inflação esperada por famílias para os próximos 12 meses subiu 0,7 ponto na zona do euro e 0,6 ponto nos Estados Unidos, na mediana das pesquisas; a média subiu mais — 1,0 e 1,4 ponto, respectivamente —, puxada por um engrossamento da cauda direita da distribuição (mais gente esperando inflação bem alta, não só um pouco mais alta). Entre as empresas, o mesmo padrão aparece, mas com intensidade menor.

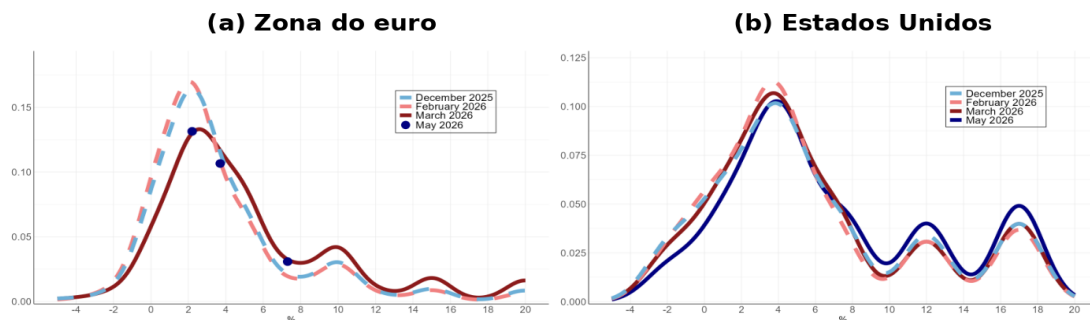


Gráfico 3 — Distribuição das expectativas de inflação das famílias para os próximos 12 meses, zona do euro e EUA, em quatro datas (dez/25 a mai/26). Fonte: Reis (2026), com dados da pesquisa CES do BCE e da Michigan Survey.

Isolando o quanto dessa alta é apenas reação mecânica ao preço da energia (usando a metodologia de Patzelt e Reis, 2024) e o quanto é amplificação genuína das expectativas, Reis chega a um efeito de segunda ordem de 0,3 a 0,4 ponto percentual adicional. É um número bem menor do que a amplificação de 4,4 vezes observada em 2021–23 — evidência de que, desta vez, o canal de expectativas não está potencializando o choque na mesma proporção.

3. POLÍTICA FISCAL: SEM SINAL CLARO DE AMPLIFICAÇÃO

Em 2021–22, déficits públicos elevados ajudaram a amplificar o choque de então — parte da literatura atribui a essa combinação de estímulo fiscal e choque de oferta a persistência da inflação naquele ciclo. Para checar se o mesmo está em curso agora, Reis usa as revisões do FMI (World Economic Outlook) para dívida e déficit público, decompondo quanto de cada revisão de dívida veio de juros, crescimento, inflação ou do próprio déficit primário.

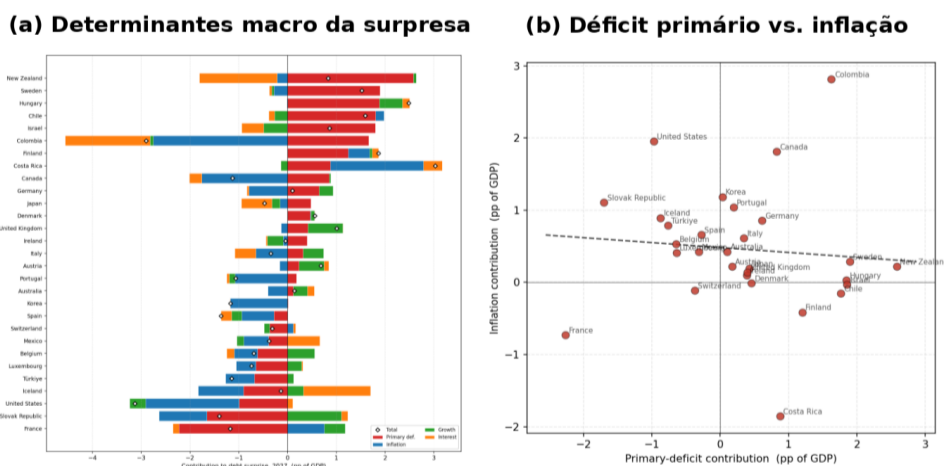


Gráfico 4 — Determinantes macro da revisão da dívida pública projetada para 2027, por país (esq.), e relação entre a contribuição do déficit primário e da inflação para essa revisão (dir.). Fonte: Reis (2026), com dados do FMI (WEO).

O resultado, como no caso de 2022, é que a relação entre revisão de déficit e revisão de inflação por país é fraca — não há, pelos dados de abril, evidência de que os países que anunciaram mais estímulo fiscal em resposta à guerra sejam também os que tiveram maior revisão de inflação. Isso é uma leitura preliminar (a base ainda é curta, e o próprio autor lembra que, em 2022, a relação só ficou evidente nas revisões seguintes) — mas, com os dados disponíveis hoje, não há nenhum sinal óbvio de que a política fiscal em curso esteja adicionando pressão inflacionária adicional ao que os canais de preços e expectativas já capturam.

4. A ÂNCORA DE CREDIBILIDADE DOS BANCOS CENTRAIS

O canal mais grave — e o que distingue um choque passageiro de uma mudança de regime — é a possibilidade de o público deixar de acreditar que os bancos centrais vão entregar a meta de inflação no longo prazo. Para medir isso sem depender de pesquisas de opinião, Reis usa preços de mercado: swaps de inflação de 10 anos e opções sobre esses swaps nos EUA, na zona do euro e no Reino Unido, decompondo o movimento de preços entre expectativa "fundamental" de inflação e distorções técnicas de oferta e demanda por proteção (metodologia de Bahaj, Czech, Ding e Reis, 2025).

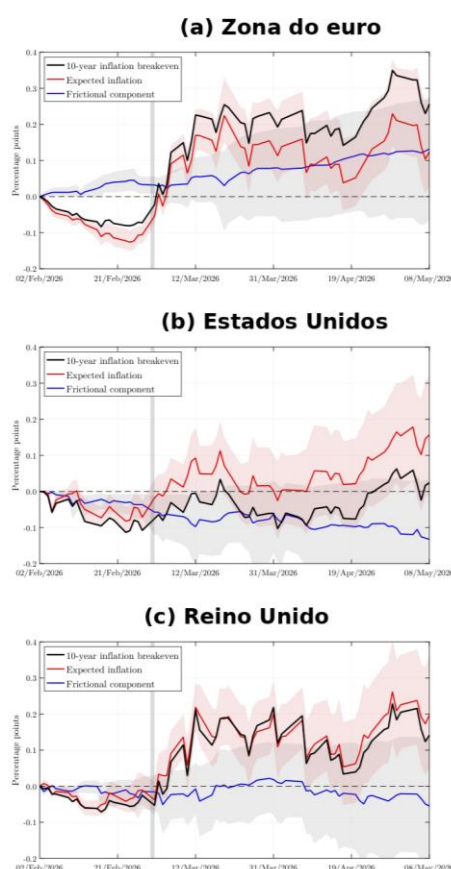


Gráfico 5 — Inflação esperada de 10 anos embutida nos swaps de inflação (linha preta), decomposta em expectativa fundamental (vermelho) e componente friccional (azul), zona do euro, EUA e Reino Unido, fev–mai de 2026. Fonte: Reis (2026), com Bahaj, Czech, Ding e Reis (2025).

Depois de limpar os ruídos técnicos, a expectativa fundamental de inflação de 10 anos subiu de forma parecida nas três regiões — algo entre 0,15 e 0,2 ponto percentual ao ano, o que equivale a um impacto acumulado de 1,5 a 2,0 pontos percentuais em dois anos. É, notavelmente, quase o mesmo número que se chega somando os efeitos de primeira e segunda ordem estimados via

microdados de preços (1,5–2,0pp também). Duas metodologias completamente diferentes — uma via preços no varejo, outra via mercados financeiros — convergem para a mesma magnitude, o que dá bastante confiança à estimativa.

Mais importante ainda: olhando para a distribuição de probabilidade da inflação embutida nas opções sobre esses swaps, não há nenhum engrossamento da cauda direita — ou seja, o mercado não está precificando um risco maior de descontrole inflacionário, ao contrário do que ocorreu em 2021, quando esse prêmio de risco disparou e ficou elevado por meses. A âncora de inflação segue firme.

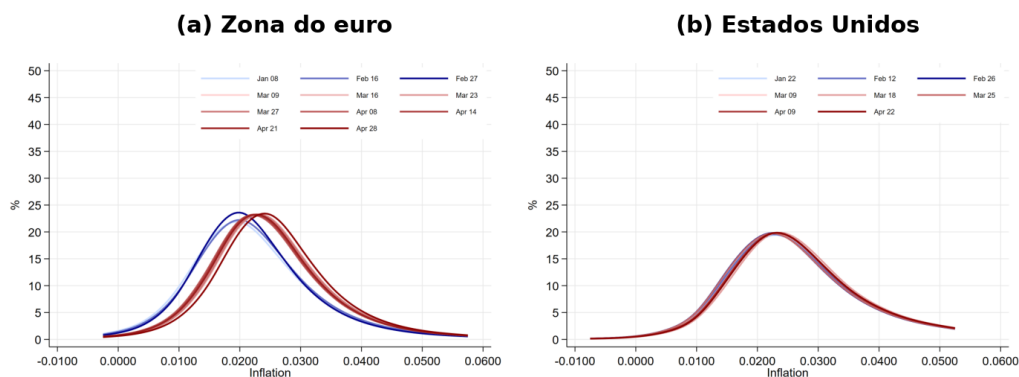


Gráfico 6 — Distribuições de probabilidade neutras ao risco para a inflação em 10 anos, zona do euro e EUA, antes e depois do início do conflito. Fonte: Reis (2026), com Hilscher, Raviv e Reis (2025).

5. O QUE ISSO SIGNIFICA PARA A POLÍTICA MONETÁRIA

Juntando os quatro canais, o quadro que emerge é o de um choque relevante, mas bem mais contido do que o de 2021–24: cerca de 1,2 a 1,6 ponto percentual de inflação adicional vindo do repasse direto aos preços, mais 0,3 a 0,4 ponto de amplificação via expectativas, sem evidência de amplificação fiscal e sem perda de ancoragem — total de 1,5 a 2,0 pontos percentuais acumulados até 2027, confirmado de forma independente pelos preços de mercado.

Isso não significa, porém, que a resposta de política monetária deva ser trivial. Vale destacar quatro pontos.

Primeiro, estamos em um mundo diferente de 2021. Naquele momento, o consenso entre os bancos centrais — e o ponto de partida deste próprio autor em trabalhos anteriores — era não reagir a choques de oferta: a lição herdada de décadas de estabilidade era que apertar juros contra um choque temporário de preços custa caro em atividade e ganha pouco em inflação. Depois do trauma da alta de preços de 2021–24, e da revisão estratégica do BCE em 2025, que passou a defender resposta mais rápida a choques de oferta, esse consenso mudou: há hoje um impulso real para os bancos centrais agirem diante de um novo choque, em vez de simplesmente olhar através dele.

Em segundo lugar, algo deve ser feito, mas não há apoio para repetir a agressividade de 2022. O tamanho do choque atual — e a evidência de que a política monetária está, no momento, menos potente do que o usual, como mostra o Gráfico 2 acima — não justifica uma resposta na escala do ciclo de aperto de 2022, quando a combinação de choques de demanda e oferta era muito maior. Nossa leitura é que os principais bancos centrais não devem subir juros em mais de 100 pontos-base em resposta a este choque específico.

Terceiro, o próprio formato da curva de Phillips ajuda a entender por que a resposta ideal é moderada. Estimativas baseadas apenas na frequência de reajuste de preços sugerem que a inflação deve reagir mais rápido a qualquer estímulo hoje do que reagia antes de 2020 — o que, à primeira vista, pediria mais cautela dos bancos centrais. Mas ao ajustar essa mesma estimativa pela distribuição de preços (não só a frequência, mas o tamanho dos reajustes), o resultado se inverte: a inclinação da curva está, na verdade, ligeiramente mais achatada do que no período pré-pandemia. Isso sugere que, apesar da cicatriz recente, o público ainda confia razoavelmente na capacidade dos bancos centrais de entregar inflação baixa e estável no longo prazo — o que é consistente com a ausência de perda de ancoragem discutida acima.

Quarto, no Brasil, o efeito prático já é visível na trajetória esperada da Selic. Até o início do ano, o cenário-base era de uma queda de juros de 15% para 12%. Com a guerra e aumento dos preços do petróleo, assistimos a curva de DI abrir em linha com os preços do petróleo. Com isso passamos a esperar que esse ciclo de cortes fosse reduzido entre um terço e metade do que era esperado — ou seja, o Banco Central deve entregar bem menos alívio monetário do que se projetava antes do conflito, mesmo sem chegar a subir juros. É a versão brasileira do mesmo dilema: o choque é grande o suficiente para justificar cautela adicional, mas não para justificar reversão do ciclo de afrouxamento.

6. CONCLUSÃO: NEM IGNORAR, NEM ENTRAR EM PÂNICO

Dez anos atrás, a resposta padrão a um choque de petróleo deste tamanho teria sido, quase certamente, olhar através dele: os bancos centrais tinham um capital de credibilidade robusto, a política fiscal estava inclinada à austeridade, e a distribuição de preços mostrava pressões deflacionárias. Hoje, as cicatrizes de 2021–24 mudaram esse cálculo — há uma legítima preocupação de que as expectativas de inflação não estejam tão solidamente ancoradas quanto pareciam antes da pandemia, a dívida pública é maior, e a propensão a pacotes fiscais emergenciais também.

Ainda assim, os dados até maio de 2026 — tanto os microdados de preços quanto os preços de mercado — apontam na mesma direção: este é um choque real, que deve deixar uma marca visível na inflação dos próximos dois anos, mas que é uma fração do episódio de 2021–24, tanto em tamanho quanto em persistência, e sem sinais de descontrole da âncora. Nossa leitura é que o caminho mais provável para os bancos centrais é o meio-termo — nem inércia total, nem repetição do aperto de 2022: juros um pouco mais altos por mais tempo, cortes mais lentos no Brasil, e vigilância redobrada sobre expectativas e sobre a resposta fiscal nos próximos meses, que ainda carregam a maior incerteza desta análise.

Seguimos monitorando de perto os quatro canais discutidos nesta carta — em especial a rodada de outubro do WEO do FMI, que deve trazer o primeiro retrato mais completo da resposta fiscal ao choque — e permanecemos à disposição para aprofundar qualquer um destes pontos.

DISCLAIMER: Este material tem caráter exclusivamente informativo e tem como objetivo apresentar comentários sobre o mercado e os principais fundos sob administração da Reach Capital Investimentos Ltda. ("Reach Capital"). As informações aqui contidas foram obtidas de fontes consideradas confiáveis e refletem a opinião da Reach Capital na data de sua elaboração, podendo ser alteradas sem aviso prévio. Este material não constitui oferta de venda ou solicitação de compra de cotas de fundos de investimento ou de qualquer outro ativo. As opiniões e estimativas apresentadas refletem exclusivamente a visão da gestora na data de sua elaboração e não apresentam promessa ou garantia de rentabilidade. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e a rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito - FGC. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento e da lâmina de informações essenciais antes de investir. Para avaliação da performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de um período mínimo de 12 (doze) meses. Fundos multimercado e estratégias que utilizam derivativos podem incorrer em perdas superiores ao capital investido. Fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos globais podem estar sujeitos a variação cambial. Fundos de previdência seguem regras específicas e não garantem benefício futuro. Fundos de crédito privado podem estar sujeitos a riscos de liquidez e de crédito dos emissores. A Reach Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões no conteúdo das informações divulgadas, nem por decisões de investimentos tomadas com base neste material. Este documento não substitui a lâmina de informações essenciais, tampouco constitui demonstração de desempenho. Para confirmação de informações, entre em contato com a Reach Capital.

