



Estudo Dezembro 2025

Política monetária dos EUA: credibilidade, expectativas e cenário para 2026.



Um dos grandes avanços da política econômica nas últimas décadas foi a consolidação de um arcabouço capaz de preservar a estabilidade de preços de forma crível. Nesse contexto, os principais bancos centrais adotaram o regime de metas de inflação, definindo um ritmo de evolução de preços compatível com a estabilidade e com o crescimento natural da economia, de modo que os agentes econômicos esperem que, em um horizonte suficientemente longo para que a política monetária opere plenamente, a inflação convirja para esse ritmo previamente estabelecido.

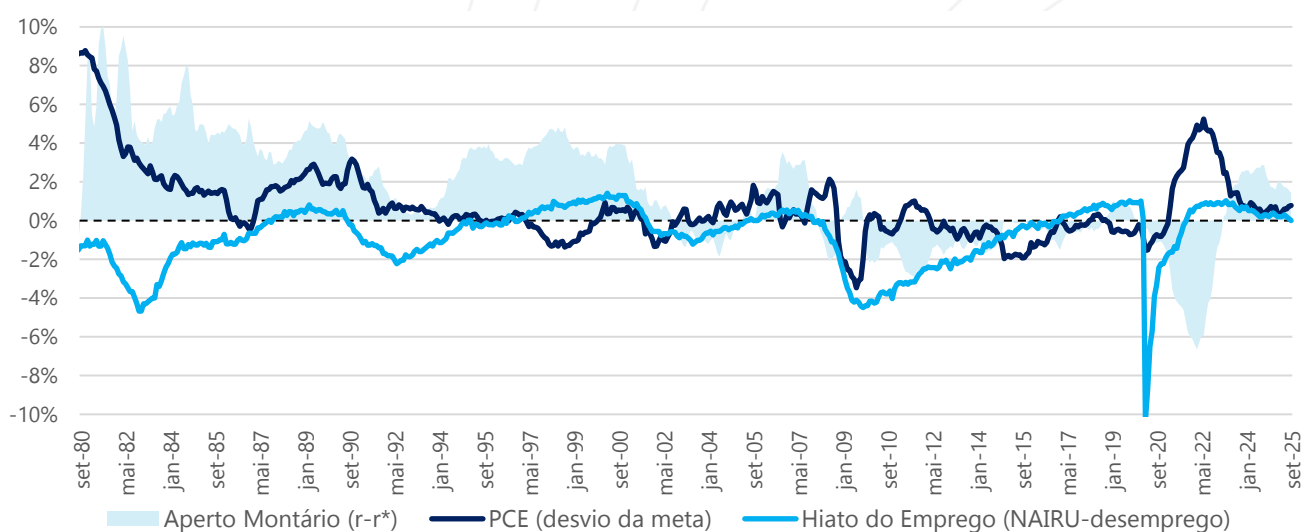
O estabelecimento de uma meta explícita e o alinhamento das expectativas vão além da simples fixação de um objetivo para o banco central: quando governo, empresas e consumidores confiam que a autoridade monetária entregará a inflação na meta, eles passam a tomar decisões que, na prática, contribuem para essa convergência. É nesse contexto que se destaca a importância das expectativas, que quando ancoradas na meta, orientam a trajetória de convergência da inflação, em linha com o objetivo oficial do banco central.

Aqui vamos direcionar a atenção ao Banco Central dos EUA (FED), dada sua influência global. O FED é um dos pilares da estabilidade do dólar, moeda que funciona como reserva de valor para todos os países. Assim, o cenário em que o FED perde credibilidade e ocorre desancoragem das expectativas de inflação afeta diretamente a curva de juros americana e os preços de ativos em todo o mundo.

O FED tem conseguido atingir a meta?

Não. Ao longo da pandemia de COVID-19, para estimular a atividade econômica, a política monetária americana foi extremamente expansionista, levando o juro para zero (*zero lower bound*) entre março de 2020 e fevereiro de 2023. Como consequência, a inflação disparou – o PCE ultrapassou 7% a/a – obrigando o FED a iniciar um ciclo de aperto monetário em junho de 2023. Cinco anos após o início da pandemia e com a *Fed Funds* na maior faixa desde o começo dos anos 2000, a inflação ainda não retornou ao alvo de 2% e o desemprego segue abaixo da NAIRU (estimada pelo FED), patamar considerado compatível com a economia em equilíbrio. Ainda assim, mesmo sem ter alcançado a meta, o FED deu início ao ciclo de cortes no segundo semestre de 2026.

Gráfico 1: Desvio da meta de inflação (PCE) e Hiato do Emprego



Fontes: Bloomberg, FRED e Laubach-Williams (2003). Elaboração: Galapagos Capital.

Para avaliar o desempenho do FED na condução da inflação à meta, é essencial lembrar que, diferente do Banco Central do Brasil, o FED tem meta dual: máximo emprego e inflação estável de 2% ao ano. A decisão sobre juros precisa levar em conta tanto os efeitos sobre a inflação quanto sobre o mercado de trabalho. Esse tem sido o ponto central do debate sobre as decisões mais recentes do Comitê: os membros se deparam com um mercado de trabalho já dá sinais de desaceleração, enquanto a inflação segue acima da meta.

A credibilidade da autoridade monetária depende, em grande medida, de sua independência. Quanto maior a autonomia para adotar decisões técnicas, sem pressões políticas de curto prazo, maior a confiança da sociedade na capacidade do Banco Central de preservar a estabilidade de preços. Acreditamos que o enfraquecimento da moeda americana neste ano – o DXY, valor do dólar frente à cesta de moedas de países avançados, recuou 9,5% - em parte é reflexo dessas preocupações. Movimentos no dólar estão intimamente ligados à percepção de estabilidade da moeda e, portanto, à habilidade do FED de sustentá-la.

Como as expectativas reagem à política monetária?

Quando acontece algum choque na economia que afeta os preços é esperado alguma volatilidade nas expectativas, uma vez que os efeitos dos choques persistem por algum tempo e os efeitos da política monetária demoram para acontecer. Para as expectativas de inflação um ano à frente é esperado que desviem da meta com os choques, uma vez que o efeito da política monetária ocorre em um prazo maior que um ano, já em relação as expectativas de cinco anos à frente, sob credibilidade (cenário ideal), é esperado que não desviem da meta, dado que o efeito da política monetária teria atingido até mesmo os setores mais resilientes da economia.

Gráfico 2: Expectativas de Inflação - Universidade de Michigan

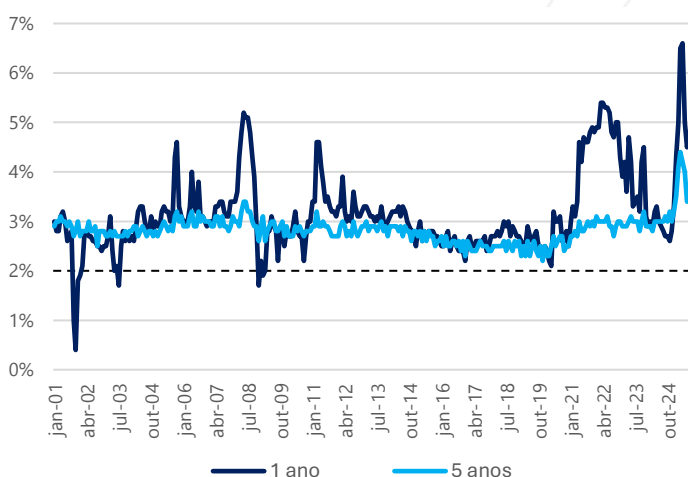
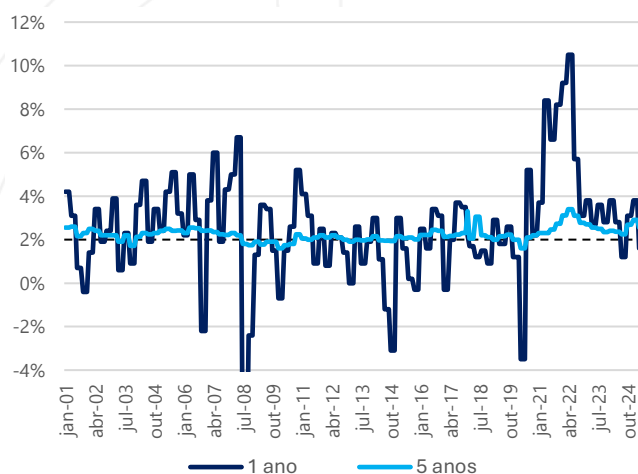


Gráfico 3: Expectativas de Inflação – Survey of Professional Forecasters



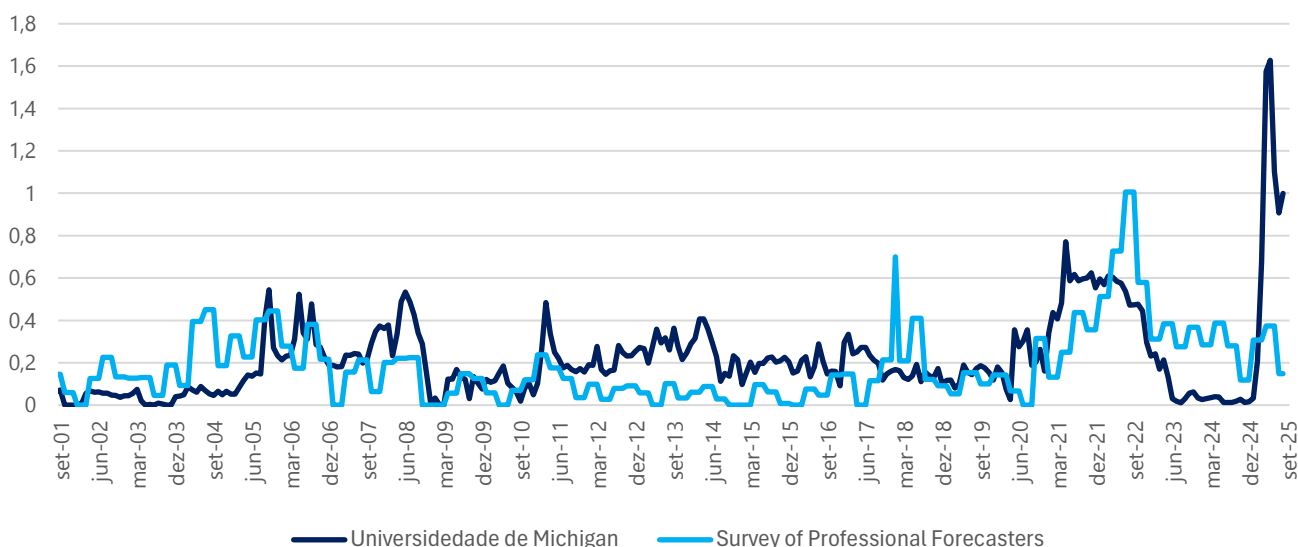
Fontes: Bloomberg e FRED. Elaboração: Galapagos Capital.

Apesar do FED ter iniciado ciclo de cortes e sinalizado que espera que a inflação caminhe para a meta em um período bem menor que cinco anos, os gráficos acima mostram as medidas de expectativas de inflação de cinco anos à frente acima da meta. A Universidade de Michigan pesquisa as expectativas de inflação junto aos consumidores (**Gráfico 2**) e o FED da Filadelfia faz uma pesquisa trimestral junto aos agentes do mercado financeiro

que projetam inflação (*Survey of Professional Forecasts*) (**Gráfico 3**) similar à pesquisa Focus no Brasil. Dessa forma, temos as expectativas de consumidores, que não necessariamente tem conhecimento sobre o funcionamento da política monetária, e de especialistas que entendem o papel do FED. Na pesquisa da Universidade de Michigan, a expectativa de 5 anos nunca esteve na meta – um potencial reflexo da falta de conhecimento da população sobre política monetária – mas alcançou um pico inédito em 2025 e no *Survey of Professional Forecasts*, onde os valores são bem mais condizentes com a meta, as expectativas de inflação cinco anos à frente também estão acima 2%.

A desancoragem das expectativas de longo prazo, mesmo entre agentes do mercado financeiro, deveria ser um ponto de preocupação para o FED. Para clarificar o comportamento das expectativas, calculamos um coeficiente de desancoragem que representa quanto as expectativas de 5 anos, que deveriam depender pouco da situação atual, estão relacionadas as expectativas de um ano, que refletem fortemente a inflação corrente. Nós utilizamos uma regressão linear simples, em janelas móveis de 24 meses, do desvio das expectativas de 5 anos à meta sendo explicado pelo desvio das de 1 ano. Quanto mais próximos de zero, mais credibilidade e ancoragem; quanto mais longe de zero, menos credibilidade e desancoragem. O **gráfico 4** mostra o comportamento dos coeficientes estimados para as duas medidas de expectativas de 5 anos à frente.

Gráfico 4: Coeficiente de Desancoragem



Fontes: Bloomberg. Estimativa e Elaboração: Galapagos Capital.

Os coeficientes mostram a desancoragem das expectativas de 5 anos após a pandemia e no início dos conflitos entre Rússia e Ucrânia, devido ao choque de oferta de alimentos e de energia. Na pesquisa da Universidade de Michigan observamos uma nova alta após outubro de 2024, coincidindo com a última eleição presidencial nos Estados Unidos (com pico de desancoragem em maio de 2023). O grande aumento da desancoragem foi quando o Presidente Donald Trump começou 1) os anúncios de aumento das tarifas de importação com o resto do mundo, 2) o endurecimento da política migratória, pressionando o mercado de trabalho e, consequentemente, salários e 3) os ataques às decisões de política monetária.

O que esperar da conduta do FED em 2026?

Nossa avaliação é que 2026 deve ser marcado por uma maior frequência de votos dissidentes nas decisões e por um viés *dovish* nas decisões e comunicações: a substituição de uma liderança considerada neutra por uma mais inclinada ao afrouxamento, somada à expectativa de novas indicações igualmente *dovish* por parte de Trump, como no caso de Miran, aumentam o risco da política monetária ser menos restritiva, contribuindo para a permanência/aumento da desancoragem das expectativas de inflação. Diante desse quadro, os próximos meses devem ser de atenção redobrada do mercado às ameaças citadas acima à independência do Fed e aos sinais emitidos antes de cada reunião. Em meio as pressões políticas crescentes, mudanças relevantes na composição do comitê e incertezas institucionais, a atuação da autoridade monetária em 2026 será crucial para calibrar expectativas.

Porque, recentemente cresce a preocupação com a independência do Federal Reserve; as críticas do presidente Donald Trump à política monetária alimentam a dúvida de pressão política sobre o comitê. A indicação de Stephen Miran, que rapidamente se destacou como o membro mais *dovish* do *Board* e o caso da tentativa de demissão da diretora do FED, Lisa Cook, por Trump, após acusações de fraude documental, suspensa pela Suprema Corte com julgamento marcado para janeiro, reforçam essa dúvida. Em fevereiro de 2026 acontece a recondução dos membros do FED, uma data sem relevância usual, mas que ganha destaque devido à atenção de Trump às decisões do comitê.

Outro evento crítico no horizonte é a escolha do próximo presidente do Federal Reserve, com o mandato de Jerome Powell como presidente encerrando em maio, apesar dele permanecer no *Board* como diretor votante até 2028. A imprensa americana indica que Donald Trump já definiu o sucessor, e as apostas de mercado apontam para Kevin Hassett, atual Diretor do Conselho Econômico Nacional da Casa Branca e aliado de primeira ordem do presidente. Hassett tem trajetória sólida no campo republicano: foi professor de economia em Columbia, atuou como conselheiro em campanhas republicanas e presidiu o Conselho de Consultores Econômicos no primeiro governo Trump. A experiência com política monetária foi sua passagem como economista na Divisão de Pesquisa e Estatística do FED na década de 90, embora sem participação no Comitê de Política Monetária (FOMC).

Caso Hassett seja escolhido, sucederá uma sequência de presidentes com trajetórias sólidas no FED. Alan Greenspan, que ocupou o cargo por mais tempo (1987–2006), fundou e presidiu sua própria consultoria financeira, foi presidente do Conselho de Assessores Econômicos e da Comissão Nacional sobre a Reforma da Previdência Social antes de assumir o comando do FED. Ben Bernanke (2006–2014) foi professor em Stanford e Princeton, editor de uma das revistas acadêmicas mais relevantes em economia e diretor do FED por três anos antes de se tornar presidente. A primeira mulher a liderar o FED, Janet Yellen, atuou em departamentos econômicos de algumas das principais universidades americanas, presidiu o Conselho de Assessores Econômicos e, dentro do banco central, foi presidente do FED de São Francisco e vice-presidente do comitê antes de chegar à presidência. O atual presidente, Jerome Powell, foi subsecretário de Finanças do Tesouro e passou seis anos como diretor do FED antes de ser nomeado presidente por Donald Trump. Diante desse histórico e das alternativas disponíveis, como Michelle Bowman (vice-presidente do FED), Christopher Waller (diretor do FED) e Scott Bessent (secretário do Tesouro dos Estados Unidos), a escolha de Hassett não parece a mais óbvia. Segundo as declarações recentes de Trump, essa escolha é motivada principalmente pelo interesse em ter um aliado no comando do FOMC.

A composição dos membros com direito a voto nas decisões de política monetária também mudará em 2026, como mostra a **tabela 1**; pelo menos cinco desses membros serão substituídos ao longo do próximo ano. A começar pelo próprio presidente do Fed: mesmo que Trump não confirme a escolha de Hassett, esperamos alguém com viés

mais *dovish* do que Powell. Pela rotação usual entre os presidentes de FEDs regionais como membros votantes, os quatro atuais, todos classificados como *hawks*, serão substituídos em 2026 por três *hawks* e um membro considerado neutro. Além disso, o mandato de Miran como diretor se encerra no fim de janeiro, mas ele pode ser reconduzido a novo mandato e, a depender do resultado do julgamento de Lisa Cook, ela pode ser afastada do conselho – abrindo espaço para mais um novo membro com viés *dovish*. Essa última hipótese não é nosso cenário-base, mas deve ser monitorada.

Tabela 1: Composição dos Membros Votantes do FOMC

Membros que Votam Atualmente		Membros que Votam após as mudanças em 2026	
Diretores do FED		Diretores do FED	
1. Jerome Powell (Presidente)	Neutro	1. Presidente - Indicado por Trump (assume em maio/26)	<i>Dove</i>
2. Philip Jefferson (Vice-Presidente)	Neutro	2. Philip Jefferson (Vice-Presidente)	Neutro
3. Michelle Bowman (Vice-Presidente de Supervisão)	<i>Dove</i>	3. Michelle Bowman (Vice-Presidente de Supervisão)	<i>Dove</i>
4. Christopher Waller	<i>Dove</i>	4. Christopher Waller	<i>Dove</i>
5. Michael Barr	Neutro	5. Michael Barr	Neutro
6. Lisa Cook	Neutro	6. Lisa Cook (permanência depende do julgamento)	Neutro
7. Stephen Miran (mandato acaba em 31/janeiro)	<i>Dove</i>	7. Jerome Powell (diretor até 2028)	Neutro
Presidente do FED Nova Iorque		Presidente do FED Nova Iorque	
8. John Williams	Neutro	8. John Williams	Neutro
Presidentes Regionais		Presidentes Regionais	
9. Susan Collins (FED Boston)	<i>Hawk</i>	9. Beth Hammack (FED Cleveland)	<i>Hawk</i>
10. Jeffrey Schmid (FED Kansas)	<i>Hawk</i>	10. Anna Paulson (FED Chicago)	Neutro
11. Alberto Musalem (FED St. Louis)	<i>Hawk</i>	11. Neel Kashkari (FED Minneapolis)	<i>Hawk</i>
12. Austan Goolsbee (FED Chicago)	<i>Hawk</i>	12. Lorie Logan (FED Dallas)	<i>Hawk</i>

Estimativa e Elaboração: Galapagos Capital.

Referências:

Laubach, T., & Williams, J. C. (2003). Measuring the Natural Rate of Interest. *The Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1063–1070.

DISCLAIMER

A presente Nota Macroeconômica ("Nota") foi elaborada pelo economista-chefe da Galapagos Capital Investimentos e Participações ("Galapagos") e não se configura como um relatório de análise para fins de Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Neste sentido, a Galapagos destaca que a Nota reflete única e exclusivamente as opiniões do economista-chefe em relação ao conteúdo apresentado.

O objetivo meramente informativo da Nota não deverá ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários ou a venda de qualquer instrumento financeiro. Este material não leva em consideração os objetivos, planejamento estratégico, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular.

A Galapagos também destaca que as informações contidas na Nota foram obtidas por meio de fontes públicas consideradas seguras e confiáveis na data em que o material foi divulgado. Entretanto, apesar da diligência na obtenção das informações apresentadas, as projeções e estimativas contidas na Nota não devem ser interpretadas como garantia de performance futura pois estão sujeitas a riscos e incertezas que podem ou não se concretizar. Neste sentido, a Galapagos não apresenta nenhuma garantia acerca da confiabilidade, exatidão, integridade ou completude (expressas ou não) dessas mesmas informações abordadas.

A Galapagos não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar referidas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Ademais, ao acessar o presente material, o interessado compreende dos riscos relativos ao cenário macroeconômico abordado nesta Nota.

Por último, a Galapagos e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza por qualquer decisão do investidor que forem tomados com base nas informações aqui divulgadas, nem por ato praticado por profissionais por ele consultados e tampouco pela publicação acidental de informações incorretas. A Galapagos informa que potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários ou outros investimentos e estratégias discutidas