G5 Partners

18 anos

CARTA SEMANAL

O Canário da Mina 122

12 DE SETEMBRO DE 2025

Causa e consequência

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.

Causa e consequência

Mais uma vez nos aproximamos de uma superquarta: quando, no mesmo dia, acontecem as reuniões de política monetária do Banco Central do Brasil (BCB) e do Federal Reserve (Fed, o BC dos Estados Unidos). Por isso, como de costume, vamos usar a edição desta semana de "O Canário da Mina" para explicitar nossas previsões para essas reuniões e o que esperar para os juros brasileiros e americanos nos próximos meses, mas com uma abordagem diferente: olhando as causas, para determinar os efeitos.

É interessante notar que o Fed parece estar em uma situação bem mais complicada do que o BCB – quem diria?! Mais do que isso. Como vimos no OCM da semana passada, não apenas por questões econômicas, mas, principalmente, por questões políticas – quem diria?! Duas vezes. Contudo, vamos deixar Trump de lado por enquanto e focar somente os problemas econômicos que tornam, não essa decisão, mas o cenário prospectivo de juros nos EUA, tão desafiador.

Vamos começar lembrando uma premissa que vale para todos os BCs, inclusive para o americano: o Banco Central é chamado de autoridade monetária por ser o guardião da moeda, o que significa que a ele compete manter o valor real da moeda do país. E como se faz isso? Impedindo que a inflação suba. Uma boa frase sobre o que significa essa relação entre a inflação e o valor real da moeda vem de um não economista, o ator Ugo Tognazzi, que disse certa vez que *"inflação significa ser pobre com muito dinheiro no bolso"*. Mas, por que estamos batendo nessa tecla que parece óbvia? Porque, sempre que se fala da política monetária nos EUA, se ressalta o duplo mandato do Fed, de manter a estabilidade de preços enquanto busca o máximo de emprego. O que muitas vezes causa certa perda do foco principal de qualquer BC: manter a inflação sob controle. Por isso é bom salientar que o segundo mandato é condicional ao primeiro; ou seja, na busca da estabilidade de preços, escolhe-se uma trajetória de juros que custe o mínimo em termos de aumento do desemprego.

Fizemos esse preâmbulo porque não é isso que acontece no Fed de Jerome Powell. Não raras foram as vezes que, ao menor sinal de enfraquecimento do mercado de trabalho, os juros foram baixados, ou não elevados, mesmo com a inflação ainda longe da meta e as expectativas de inflação desancoradas. Setembro do ano passado foi um exemplo cristalino.

A inflação medida pelo *Personal Consumption Expenditures* (PCE, o índice de preços acompanhado pelo Fed) em julho de 2024 – último dado que o Fed tinha na reunião de setembro do mesmo ano – era de 2,67%. Ou seja, acima da meta de inflação por lá, que é de 2,0%. Bem, nos meses anteriores à reunião foram divulgados números fracos de criação líquida de vagas, o chamado *Payroll* (equivalente ao nosso Cadastro Geral de Empregados e Desempregados – CAGED), que nos três meses que precederam a reunião de setembro apresentou uma média de 82.000 vagas criadas – menos da metade das 176.300 dos três meses imediatamente anteriores. A taxa de desemprego estava em 4,2%, uma alta de 0,4 p.p. com relação ao nível do final de 2023, mas ainda no nível exato

que o Fed considerava, em setembro de 2024[1], e continuou considerando em junho de 2025 – última projeção disponível – como sendo a de pleno emprego. Então, por que, com a inflação acima da meta e a taxa de desemprego no nível de pleno emprego, o BC americano resolveu reduzir os juros em 0,50 p.p. (do intervalo de 5,25% a 5,50% para o intervalo de 4,75% a 5,00%), quando o mercado atribuía uma chance de menos de 20% de que isso ocorreria? A resposta não sabemos, mas as consequências, sim. O PCE, que estava em 2,67% antes do corte, chegou a 2,95% em março deste ano após mais dois cortes de 0,25 p.p., nas reuniões de novembro e dezembro de 2024 – mais ou menos o mesmo nível de março daquele ano. Já a taxa de desemprego, que estava em 4,2%, em seu nível de pleno emprego, chegou a 4,0% em janeiro de 2025, voltando ao nível de maio de 2024. Portanto, por conta de uma preocupação exacerbada com o pleno emprego, seu objetivo secundário, o Fed deixou de olhar para o objetivo principal, a inflação, com consequências previsíveis.

Corta para setembro de 2025. Mais uma vez estamos às vésperas de uma reunião do Federal Open Market Committee (FOMC) –o Comitê de Política Monetária (Copom) americano – e, ao que parece, a história vai se repetir. A inflação medida pelo PCE em julho, último resultado disponível, estava em 2,88% – mais alto, inclusive, do que há um ano. A média das últimas três observações do *Payroll* foi de 53.000 vagas líquidas criadas, menos da metade das 122.800 criadas no trimestre imediatamente anterior. Enquanto isso, a taxa de desemprego se encontra em 4,3%, apenas 0,1 p.p. acima de seu pleno emprego. Com esse cenário, a discussão no mercado não é se o Fed vai ou não cortar os juros, mas se esse corte será de 0,25 p.p. ou de 0,50 p.p., o que consideramos uma temeridade. Mas, como diz o ditado, *"agora, Inês é morta"*, e temos que trabalhar com o fato de que um corte de 0,25 p.p. na reunião do FOMC, na quarta-feira da semana que vem (17/9), é garantido ou bastante provável. Portanto, a pergunta que fica é: e daqui para a frente?

Se depender do mercado, teremos mais dois cortes de 0,25 p.p., nas reuniões de outubro (29/10) e dezembro (10/12), assim como no ano passado. É aqui que mora o perigo. O mercado está apostando que esse viés claro do presidente do Fed, Jerome Powell, de se preocupar mais com os dados de mercado de trabalho do que com os de inflação, vai aparecer novamente em 2025, assim como ocorreu em 2024. Dessa forma, caso o Fed surpreenda e indique a manutenção dos juros para as próximas reuniões, poderemos ter correções bem intensas nos ativos ao redor do mundo. Como o BC americano poderia indicar suas intenções de forma tempestiva? Através das projeções contidas no SEP dessa reunião, as quais, no caso daquelas referentes a *Fed funds,* são conhecidas como "gráfico das bolinhas". A conferir, porque, como diz a frase atribuída a Albert Einstein: *"Insanidade é repetir o mesmo experimento repetidas vezes e esperar resultados diferentes"*.

Já no Brasil, a situação é diametralmente oposta. O BCB "apostou" em juros claramente acima do neutro para atingir o objetivo precípuo de qualquer autoridade monetária: a inflação. A prova de que isso é reconhecido no mercado é que a curva de juros futuros não atribuiu nenhuma chance de corte dos juros – nem na reunião da semana que vem, nem na de outubro. Apenas para a reunião de dezembro atribui-se 23% de chance de que um afrouxamento

[1] O Fed divulga, nas reuniões de março, junho, setembro e dezembro, a projeção mediana das projeções de seus participantes para várias variáveis, como o PIB, o PCE, a Taxa de Desemprego e as Fed funds (a Selic americana). Esse conjunto de informações é denominado Summary of Economic Projections (SEP).

monetário ocorra, número que aumenta para 70% na reunião de janeiro de 2026. Portanto, como não resta dúvida de que a Selic será mantida em 15,00% a.a. na reunião do Copom da quarta-feira que vem, vamos discutir por que consideramos que seria melhor esperar o início de 2026 para iniciar o corte de juros; e, para isso, vamos usar os dados de inflação e atividade divulgados nesta semana.

Houve um tempo, um passado recente, em que se questionava se a política monetária brasileira ainda seria efetiva para arrefecer a economia e, consequentemente, a inflação. Entretanto, quando observamos a Pesquisa Mensal do Comércio, em sua versão ampliada (PMCA), vemos que a desaceleração do indicador – que acumula uma queda de 0,2% em 2025 e que, no acumulado em 12 meses, apresenta uma alta de 1,1%, uma clara perda de dinamismo quando comparado aos 3,7% do final de 2024 – só tem esse comportamento porque os setores ligados ao crédito estão apresentando queda de 0,7% no ano, vis-à-vis os dependentes da renda, que se mantêm estáveis ao redor de uma alta de 1,5%. Ou seja, enquanto as atividades impactadas pelos juros altos apresentam desaceleração evidente, aquelas ligadas às rendas ainda "resistem" a ceder.

Isso fica evidente também no IPCA de agosto, que apresentou deflação de 0,11%, o que, à primeira vista, poderia ser uma prova de que a inflação está em franca redução e, portanto, suscitaria uma redução dos juros ainda em 2025. Entretanto, ao se observar o índice de forma mais detalhada, essa percepção se mostra um erro. A dita deflação foi totalmente devida ao "Bônus de Itaipu", um desconto pontual nas contas de luz de agosto, que levou a uma queda de 4,21% no item 'Energia elétrica residencial', impactando negativamente o índice geral em 0,17 p.p. Ou seja, caso não houvesse essa benesse, o IPCA de agosto apresentaria uma alta de 0,06%, mesmo com uma deflação de 0,83% do grupo 'Alimentação no domicílio', que reduziu em 0,13 p.p. a inflação do mês. E isso acontece porque os 'Serviços' "rodaram" a 0,39%, subindo 6,16% no acumulado em 12 meses – mais que o dobro da meta de 3,0% a ser alcançada pelo BCB, e sem perspectivas de uma redução consistente no curto prazo. Isso, porque o que influencia esse grupo não são os juros, mas a renda, e esta não vai perder fôlego sem que haja uma perda de dinamismo no mercado de trabalho, o que também não se vislumbra no curto prazo. Para piorar, no ano que vem são esperadas benesses do governo que podem sustentar a renda na economia, mesmo com uma perda de fôlego do mercado de trabalho, como a isenção de imposto de renda (IR) para quem recebe até R$ 5 mil e o programa Gás para todos.

Portanto, apesar da melhora de vários indicadores importantes para a política monetária, parece que ainda há um trabalho a ser feito antes de começar a reduzir os juros de forma consistente. Assim como o Fed, recentemente nosso BC iniciou um processo de flexibilização que se mostrou precipitado, mas parece que, ao contrário de seu par americano, aprendeu com os erros. Por isso, não esperamos cortes na Selic até o final do ano; a primeira redução deve ocorrer apenas na primeira reunião de 2026. Se as condições permitirem.

Frase da Semana

"É melhor acender uma vela do que amaldiçoar a escuridão."

Confúcio

G5 Partners	2023	2024	2025	2026
IPCA (%)	4,62	4,83	5,00	4,30
SELIC F.P (%)	11,75	12,25	15,00	12,50
USDBRL	4,86	6,18	5,60	5,50
PIB (%)	2,90	3,40	2,30	2,10