

G5 Partners

CARTA SEMANAL

—
O Canário
da Mina 130

07 DE NOVEMBRO DE 2025

As retas paralelas que se cruzam

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.



As retas paralelas que se cruzam

Na geometria euclidiana, duas retas paralelas que estão no mesmo plano nunca se cruzam, não importa o quão longe sejam estendidas. Já na geometria projetiva, elas se encontram em um ponto futuro, chamado de “ponto infinito”. No caso do plano econômico, parece que estamos mais para a “geometria projetiva” do que para a “geometria euclidiana”, uma vez que assuntos aparentemente díspares, como a política monetária e a eleição presidencial de 2026, tendem a se encontrar em um ponto futuro no ano que vem. Portanto, partindo desse princípio, vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para discutir tanto a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) quanto o impacto da operação da polícia do Rio de Janeiro nas eleições do ano que vem.

Na reunião da última quarta-feira (5/11), o Copom manteve a Selic estável em 15,00% a.a. Como não havia nenhuma dúvida de que esse seria o resultado, a curiosidade do mercado se concentrava na análise do comunicado pós-reunião e das indicações que o documento daria sobre os próximos passos da política monetária no Brasil. E, se havia dúvidas com relação às intenções futuras do Banco Central do Brasil (BCB) antes da reunião, as dúvidas permaneceram após um comunicado bastante hermético, com poucas mudanças em comparação com o documento de setembro e que, no geral, ainda pode ser considerado hawkish (duro). Entretanto, mesmo assim há espaço para discutir se o primeiro corte de juros está mais perto ou mais longe do que estava anteriormente. Para isso, vamos começar observando o que mudou de uma reunião para outra.

A primeira mudança foi certa suavização em seu diagnóstico sobre a inflação. Enquanto, na reunião de setembro, o comunicado era “curto e grosso”, dizendo apenas que *“Nas divulgações mais recentes, a inflação cheia e as medidas subjacentes mantiveram-se acima da meta para a inflação”*, na reunião desta quarta-feira houve o reconhecimento de alguma melhora no cenário, tendo em vista a mudança do texto para *“Nas divulgações mais recentes, a inflação cheia e as medidas subjacentes **apresentaram algum arrefecimento**, mas mantiveram-se acima da meta para a inflação”* (grifo nosso). Pode parecer pouco, mas foi a primeira vez desde a reunião de junho de 2024 que o Copom fez uma avaliação positiva do cenário inflacionário.

A segunda parte foi na projeção de inflação do modelo do BCB, que ficou em 3,3% para o 2º trimestre de 2027, novo horizonte relevante de política monetária – na reunião anterior, era o 1º trimestre de 2027. Pegando o Relatório de Política Monetária (RPM) de setembro para sabermos qual era a projeção do seu modelo naquele mês, vemos que ela estava em 3,4%. Ou seja, apesar de ainda estar acima da meta de 3,0%, houve alguma melhora na margem.

Por fim, seguindo a máxima de que, para começar a baixar os juros, primeiro temos que ver o BCB admitir que parou de subir, o Copom colocou mais um tijolo nessa parede ao dizer que *“O Comitê avalia que a estratégia de manutenção do nível corrente da taxa de juros por período bastante prolongado é suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta”*, um avanço com relação ao texto da reunião de setembro, que dizia: *“O Comitê*

seguirá vigilante, avaliando se a manutenção do nível corrente da taxa de juros por período bastante prolongado é suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta". Aparentemente o Comitê "parou de cavar", o primeiro passo para "sair do buraco".

No entanto, na parte central no comunicado, onde o BCB indica sua visão para os próximos passos da política monetária, foi mantido o tom duro dos últimos documentos: *"Para assegurar a convergência da inflação à meta em ambiente de expectativas desancoradas, exige-se uma política monetária em patamar significativamente contracionista por período bastante prolongado"*. Será essa a prova cabal de que os juros vão ficar no patamar de 15,00% a.a. por um período mais longo do que o mercado espera? Acreditamos que não, mas vamos por partes.

Começando pelo final da frase ("por um período prolongado de tempo"), de propósito essa medida de tempo é bastante subjetiva. Os juros estão em 15,00% a.a. desde julho, portanto em janeiro já teremos mais de 6 meses das taxas nesse patamar, sendo que, se juntarmos essa questão ao que pode ser considerado *"significativamente contracionista"*, podemos discutir se quando o BCB reduzir os juros para 14,75% a.a., 14,50% a.a. ou 14,25% a.a., o patamar não continuará sendo *"significativamente contracionista"* e o período do "por um período prolongado de tempo" não vai estar ainda contando.

A conclusão é que a comunicação do BCB parece dúbia o suficiente para que sejam traçadas várias possibilidades quanto ao futuro da política monetária brasileira. E deve ser assim mesmo. Temos que lembrar que, no século XXI, a comunicação é tão importante para a política monetária quanto os juros e, por isso, o BCB tem a difícil missão de fazer o mercado precificar corretamente seus próximos passos sem, contudo, exagerá-los. Isso se torna ainda mais difícil de se fazer perto de um momento de mudança de ciclo da política monetária. Como diria o ex-presidente do Federal Reserve (Fed), "a política monetária é um pedaço técnica e um pedaço arte". Portanto, está na hora de o BCB colocar para a fora sua verve artística. Mas, voltando para os cenários, embora a possibilidade de uma redução dos juros, já na reunião de dezembro (10/12), tenha se reduzido drasticamente, nossa previsão de que o primeiro corte aconteça em janeiro permanece viva, mesmo com o tom aparentemente duro do comunicado da reunião do Copom da última quarta-feira.

Como dito na introdução, pode parecer estranho misturar a reunião do Copom com a operação policial nos complexos do Alemão e da Penha, mas, como o próprio comunicado diz que o Comitê acompanha *"como os desenvolvimentos da política fiscal impactam a política monetária"*, e esse "desenvolvimento da política fiscal" vai depender das eleições, vamos ver como a tal operação pode influenciar o pleito do ano que vem.

O presidente Lula parecia estar com "a faca e o queijo na mão" para largar na frente na corrida eleitoral de 2026. A discussão com o Congresso a respeito do IOF deu discurso para seus apoiadores, personificado na luta para a

taxação dos BBBs – Banco, Bet e Bilionário –, e a imposição de sanções aos produtos e a autoridades brasileiras conferiram uma aura de defensor da soberania do Brasil à Lula, com a foto junto a Trump galvanizando essa percepção. Enquanto isso, a oposição se embaralhava com a PEC da Blindagem, não acertava o tom na questão das tarifas americanas e perdia tempo à espera da decisão de Jair Bolsonaro sobre seu candidato. Reflexo disso eram as pesquisas mostrando o melhor momento da aprovação de Lula em 2025 e sua reeleição em 2026 em qualquer cenário testado. Parecia que, para ganhar a eleição do ano que vem, o presidente só precisaria “jogar parado”. Entretanto, como dizia o ex-governador de Minas Gerais Magalhães Pinto, “política é como nuvem. Você olha, e ela está de um jeito. Olha de novo, e ela já mudou”, e o vento que fez essa nuvem mudar foi a operação da polícia do Rio de Janeiro nos complexos da Penha e do Alemão na semana passada.

Para entender o motivo dessa mudança “da nuvem”, vamos voltar à pesquisa Genial/Quaest que trouxe muito boas notícias para Lula, como sua aprovação ter chegado aos 48 pontos, o maior nível do ano, ou o fato de sair vitorioso contra qualquer candidato de oposição em um eventual segundo turno, por uma diferença que vai de 9 p.p. contra Ciro Gomes (PSDB) a 23 p.p. contra Eduardo Leite (PSD) – contra Jair Bolsonaro (PL) abriu 10 p.p. após se ver em empate numérico na pesquisa de maio. Entretanto, essa mesma pesquisa trouxe uma informação que deveria preocupar os estrategistas de Lula: 31% dos entrevistados disseram que sua maior preocupação em relação ao Brasil era a ‘Violência’, número que quase empatava com as duas escolhas seguintes, ‘Problemas sociais’ e ‘Economia’. Como a questão da segurança pública sempre foi o calcanhar de aquiles da esquerda brasileira, esse era um flanco aberto para a oposição explorar. Faltava um catalisador para que essa preocupação se tornasse um problema para o governo. A operação policial no Rio de Janeiro serviu a esse papel.

Segundo pesquisa AtlasIntel, que foi a campo nos dias 29 e 30 de outubro e teve amplitude nacional, 55,2% aprovaram a operação, 52,5% disseram que o nível de violência empregado pelas polícias cariocas foi adequado, e 55,9% disseram ser a favor de mais operações como essa. Além disso, para 44,3% ‘A direita’ tem as melhores propostas para combater a criminalidade, enquanto 33,9% disseram que a ‘A esquerda’ teria uma abordagem mais adequada. Resultados semelhantes aos de uma pesquisa Genial/Quaest feita apenas no Rio de Janeiro, entre 30 e 31 de outubro, que trouxe como diferencial uma pergunta específica sobre a aprovação do presidente Lula, que caiu de 37% para 34% – no limite da margem de erro, com 60% dos entrevistados tendo uma avaliação negativa do governo Lula no quesito segurança pública. Outro achado interessante dessa pesquisa foi que, para 60% dos entrevistados, o complemento da frase “*você acha que a fala de Lula de que os traficantes são vítimas dos usuários de drogas foi...*” foi “*Uma opinião sincera dele*”, contra 33% que disseram ser “*Um mal-entendido*”. Mesmo dando o desconto de que essa era a visão dos entrevistados no estado do Rio de Janeiro, foco principal do problema, podemos dizer que o momento da operação, logo após a frase infeliz do presidente Lula, dá um discurso para uma oposição que já parecia nas cordas antes mesmo de subir ao ringue. Cláudio Castro provavelmente autorizou a operação mirando o julgamento no Tribunal Superior Eleitoral (TSE) – que pode cassar seu mandato – e sua candidatura ao Senado, que, em bom português, “estava subindo no telhado”, mas no fim acabou acertando mesmo

Lula.

A estratégia do presidente de rotular a operação policial de “matança”, em entrevista a jornalistas estrangeiros, parece ser uma tentativa de inflar sua base para fazer um contraponto ao discurso da oposição nas redes. Uma abordagem arriscada que as próximas pesquisas vão dizer se deu certo ou não. Por outro lado, o envio do Projeto de Lei Antifacção, que agrava punições e facilita a investigação contra as organizações criminosas, pode ser considerado uma boa iniciativa do governo. De certeza mesmo, sabemos apenas que esse assunto ainda vai dominar o noticiário durante algum tempo, com uma CPI no Senado e a promessa do governador do Rio de Janeiro de novas operações nos próximos meses – e isso não é uma boa notícia para Lula.

Frase da Semana

“A fortuna troca, às vezes, os cálculos da natureza.”

Machado de Assis

G5 Partners	2023	2024	2025	2026
IPCA (%)	4,62	4,83	4,60	4,30
SELIC F.P (%)	11,75	12,25	15,00	12,50
USDBRL	4,86	6,18	5,50	5,50
PIB (%)	2,90	3,40	2,20	2,10