G5 Partners

18 anos

CARTA SEMANAL

# O Canário da Mina 136

19 DE DEZEMBRO DE 2025

## Bola de Cristal 2

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.

# Bola de Cristal 2

Na edição da semana passada de "O Canário da Mina" (OCM), demos início à temporada de previsões falando sobre o cenário externo para 2026. Em resumo, o mais provável é que haja um descompasso entre as políticas monetárias nos Estados Unidos e nas demais economias do G7, com o Federal Reserve (Fed) reduzindo os juros – principalmente se seu novo presidente for Kevin Hasset – enquanto os bancos centrais (BCs) do Canadá, da Zona do Euro e do Japão aumentam as taxas. Isso deve ter duas consequências principais: perda de valor do dólar no mercado internacional e liquidez elevada, favorecendo os ativos mais arriscados, como os emergentes. Com esse pano de fundo, chegou a vez de discutir como o Brasil vai navegar pelas águas turbulentas de 2026.

Obviamente, o principal assunto por aqui no ano que vem será a eleição presidencial, mas, antes de entrarmos nesse assunto de modo direto, vamos ver como as questões econômicas poderão influenciá-la.

O ano de 2026 deve ser marcado por uma desaceleração do crescimento com relação ao observado em 2025. Como principais pontos, poderíamos citar o "carrego estatístico" menor entre 2025/2026 (0,2 p.p.), inferior ao observado entre 2024/2025 (0,7 p.p.); a contribuição menor da agricultura – que deve ter impactado o PIB de 2025 em 0,5 p.p. –; e a própria desaceleração do mercado de trabalho, que já vem dando sinais de perda de fôlego, como a queda da população ocupada comprova. Entretanto, alguns fatores podem mitigar essa desaceleração. O primeiro e mais óbvio é a isenção do Imposto de Renda (IR) para quem recebe até R$ 5 mil, que, segundo nossos cálculos, aumentaria o PIB em 0,26 p.p. Já o segundo, a queda dos juros, terá um impacto incerto em termos de intensidade. Por isso, depois de um crescimento de 2,2% em 2025, projetamos 2,0% para 2026, mas com viés de baixa devido à incerteza quanto à trajetória dos juros – determinada pela inflação corrente.

Sim, o Banco Central do Brasil (BCB) deveria conduzir a política monetária olhando para as perspectivas inflacionárias, e não para a inflação corrente, mas esse canal das expectativas estará totalmente interrompido pela eleição presidencial e pelo "custo PT" que o mercado incorpora em suas projeções de longo prazo. Basta ver que, logo que Lula foi eleito em 2022, a inflação para 2025 automaticamente saiu de 3,0% e foi para 3,5% – e o problema não era o BCB, que na época era presidido por Roberto Campos Neto, um nome bem-quisto pelo mercado. Da mesma forma, agora, em 2025, a expectativa do mercado para 2028 está em 3,5%. Portanto, no fim, a inflação corrente acaba sendo a melhor informação que o BCB tem sobre as perspectivas inflacionárias.

Posto isso, não esperamos uma grande desaceleração do IPCA entre 2025 e 2026, o qual passaria de 4,38% para 4,30%. E por que esse conservadorismo? Basicamente porque temos muitas dúvidas com relação ao comportamento do dólar no ano que vem – nossa projeção está em R$ 5,50 por total falta de criatividade para colocar outro valor – que garantiu o bom comportamento da inflação neste ano. Para provar isso, basta acompanhar o que aconteceu com o real nos grupos 'Alimentação no domicílio' e 'Bens industriais', ao longo de 2025.

Em 2024, o real se desvalorizou nada menos que 21,5%, sendo 15,8% entre junho e dezembro. O reflexo disso apareceu nos 'Bens industriais', que, no acumulado em 12 meses, passaram de 1,11% (junho/2024) para 4,09% (abril/2025). Só a aceleração desse grupo acrescentou 0,7 p.p. à inflação do período. Obviamente não podemos fazer o mesmo cálculo com a 'Alimentação no domicílio', uma vez que outras questões entram na conta, como o choque agrícola que tivemos no final de 2024. No entanto, ao observarmos o subgrupo 'Alimentos industrializados' – que tem um componente câmbio muito maior –, vemos um comportamento semelhante. Entre junho de 2024 e abril de 2025, esse subgrupo da 'Alimentação no domicílio' passou de 2,04% para 10,38% no acumulado em 12 meses – valor que só não foi o pico do ano porque em maio atingiu 10,73%. Bem, calculando o impacto no IPCA "cheio", chegamos a 0,6 p.p. Ou seja, no período estudado, os grupos mais ligados ao câmbio acrescentaram 1,3 p.p. à inflação do período, de forma que não parece ser coincidência que, em abril deste ano, o acumulado em 12 meses do IPCA tenha chegado a 5,53%, o nível mais alto de 2025 e, pasmem, 1,3 p.p. acima dos 4,23% de junho de 2024[1].

Portanto, considerando que, como vimos acima, não acreditamos em um debacle da economia em 2026 – que puxaria para baixo o grupo 'Serviços' – e que temos muitas dúvidas com relação ao comportamento do câmbio no ano que vem, principalmente por causa da eleição presidencial, adotamos uma postura conservadora e projetamos uma inflação não muito distante daquela observada em 2025.

Bem, se somos conservadores com a inflação, devido à nossa total incapacidade de prever o câmbio – que, como vimos antes, tem um impacto relevante no comportamento da inflação brasileira –, precisamos ser conservadores também com relação à política monetária em 2026. Por isso, apesar de mantermos a expectativa de o primeiro corte de juros em 2026 ocorrer em janeiro, estamos com 12,50% a.a. para a Selic do final do ano que vem – acima, portanto, dos 12,13% a.a. esperados pelo mercado no último Focus disponível. Mas por que está tão difícil prever o câmbio em 2026?

A resposta simples seria: por causa da eleição. Contudo, o comportamento do dólar no próximo ano vai além do simples resultado da eleição; tem a ver com a chance de haver, independentemente do eleito, um ajuste estrutural nas contas públicas brasileiras. O mercado a princípio vê que a probabilidade de isso acontecer é maior com a vitória da oposição do que com a reeleição do atual governo. Mas não se enganem: mesmo que um novo presidente seja eleito, se ele não entregar o ajuste esperado, vai ter os mesmos problemas para governar. A diferença é que, com a vitória da oposição, o mercado teria mais paciência.

Feita essa ressalva, poderemos associar, sem medo de errar, o comportamento do real em 2026 às chances de mudança de governo: apreciando quanto maior for essa chance e depreciando quando do contrário. Por isso a entrada de Flávio Bolsonaro causou tanta apreensão nos mercados desde que foi anunciada, com a natural depreciação dos ativos brasileiros. Mas por que essa reação negativa? A primeira parte da resposta é que o mercado

[1] Essa foi apenas uma coincidência numérica – afinal, outros fatores também afetaram a alimentação –, mas uma feliz coincidência para mostrar a importância das variações cambiais na inflação brasileira.

preferia o governador de São Paulo, Tarcísio de Freitas. Para responder à segunda parte, vamos analisar a pesquisa Genial/Quaest, divulgada na última terça-feira (16/12).

Vamos começar a análise pelos números do primeiro turno, segundo os quais Lula oscila entre 34% e 41%. Porém, o mais importante não é isso. O mais importante é que, em qualquer cenário, Flávio passaria para o segundo turno com tranquilidade, atingindo percentuais que variam de 21% a 27%, a depender da composição dos outros candidatos, mas com uma diferença nunca inferior a 9 p.p. em relação ao terceiro colocado. Portanto, a primeira conclusão é que, neste momento, independentemente da composição dos demais candidatos, haveria um segundo turno entre Flávio e Lula. Nesse embate direto, o atual presidente ganharia por 10 p.p. (46% a 36%) – um desempenho não muito diferente se o adversário fosse Tarcísio (45% a 35%) ou Ratinho Jr. (45% a 35%). Portanto, o problema de Flávio não está aqui. Inclusive, na comparação com a pesquisa anterior, sua diferença para Lula caiu 6 p.p., o que serve de incentivo para que ele mantenha a candidatura. A questão de fato relevante para as chances de vitória do filho 01 de Bolsonaro é que 60% dos entrevistados disseram que "conhecem e não votariam" em Flávio; enquanto isso, 54% disseram o mesmo de Lula, e apenas 12% dos entrevistados disseram não conhecer o filho de Bolsonaro. Por outro lado, somente 28% dos entrevistados afirmaram que "conhecem e votariam" em Flávio, número que sobe para 44% no caso de Lula. Isso tudo nos leva à conclusão de que Lula venceria uma eleição se o candidato de oposição fosse Flávio Bolsonaro, por este ter a mesma característica que o presidente (piso alto e teto baixo), mas em condições piores (piso mais baixo e teto mais baixo). Ou seja, a pesquisa desta semana foi péssima para o mercado, uma vez que fortaleceu a candidatura de Flávio Bolsonaro, ao mesmo tempo que mostrou que ele tem poucas chances de superar Lula.

Então, considerando nossas premissas iniciais de que os ativos brasileiros vão se depreciar caso Lula seja o favorito a ganhar a eleição, podemos concluir que é hora de "vender" Brasil? Não necessariamente. Ainda falta muito tempo para as eleições, e bastante coisa pode acontecer. Primeiramente, só saberemos a real composição da corrida eleitoral a partir de março, quando os governadores terão que se desincompatibilizar dos cargos. Em segundo lugar, apesar de Lula largar na frente, no final sua vitória estaria ligada a dois fatores que só serão conhecidos perto do pleito: os preços dos alimentos e a questão da segurança pública. Quanto mais caros estiverem os primeiros e quanto mais sob os holofotes estiver o segundo – como na época da megaoperação policial no Rio de Janeiro –, mais ameaçado estará o favoritismo do atual presidente.

A conclusão final é que a queda dos juros depende da inflação, que depende do câmbio, que depende da perspectiva para a eleição presidencial no final do ano, que pode depender da inflação, mas começa com o favoritismo inconteste de Lula. Daí nosso conservadorismo (e não pessimismo) nas projeções para 2026. Apertem os cintos, que vamos passar por um período turbulento.

No mais, a G5 Partners deseja a todos boas festas e um feliz 2026! O Canário da Mina volta na semana do dia 5 de janeiro.

## Frase da Semana

*"A vida não é ter boas cartas na mão, mas jogar bem com as cartas que se tem."*

Josh Billings

| G5 Partners | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---|---|---|---|---|
| IPCA (%) | 4,62 | 4,83 | 4,40 | 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 | 2,00 |