

CARTA SEMANAL

Tudo junto e misturado

08 DE MAIO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 154

G5 Partners

g5partners.com

“Tudo junto e misturado” é o título de um livro para adolescentes, escrito por Ann Brashares, que fala de encontros. Da mesma forma, a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) também vai ser sobre encontros – ou desencontros, a depender de seu ponto de vista. Isso, porque vamos juntar, em um só texto, todas as mudanças de cenários que foram tratadas isoladamente em diferentes OCMs.

Ao abordarmos o cenário de inflação no pós-guerra, mudamos nossa projeção para o IPCA em 2026 e 2027. Quando falamos sobre os motivos para a valorização dos ativos brasileiros, alteramos nossa expectativa para o dólar no final do ano. Por fim, ao comentarmos a reunião de abril do Comitê de Política Monetária (Copom), revisamos nossa trajetória da Selic. Por isso, a ideia aqui é que, com “tudo junto e misturado”, as relações existentes entre essas variáveis fiquem mais claras e nosso cenário, portanto, mais consistente.

Apesar de ser difícil decidir por qual das mudanças começar, dado que existe uma interligação muito forte entre elas, o câmbio foi o escolhido por ter uma posição mais central nessa teia de relações.

Falar de câmbio é complicado, tanto que Edmar Bacha – um dos “pais” do real – disse certa vez que ele foi criado por Deus “*para dar humildade aos economistas*”. Basicamente, porque a relação entre as moedas é definida por vários fatores que ocorrem simultaneamente, como fluxo, preço e risco. Os dois primeiros ajudam a explicar por que o dólar está abaixo de R\$ 5,00 e por que deve ficar abaixo desse valor por algum tempo. Já o último é o motivo de acharmos que o real pode perder algum valor até o final do ano. Então vamos começar pela parte mais fácil: o passado.

Assim como explicamos no OCM 152, o real é a segunda moeda que mais se valoriza frente ao dólar (11,33%) – perdendo apenas para o kwacha, da Zâmbia (16,43%) –, porque os juros estão altos e o Brasil é um exportador líquido de petróleo. No primeiro caso, além de ajudarem no fluxo porque o investidor estrangeiro traz seus dólares para cá, para aproveitar a diferença entre as taxas locais e aquelas vistas no exterior (*Carry Trade*)¹, os juros altos tiram do mercado futuro dois atores importantes: o especulador, aquele que vai apostar contra a moeda, e o que busca proteção contra a variação cambial. E ambos pelo mesmo motivo: fica caro carregar essas posições. Por exemplo, vamos considerar que o investidor decida comprar dólar porque acha que o real vai perder valor. Para que ele comece a “pagar” o custo de oportunidade de não ter colocado seus recursos rendendo à Selic, a moeda americana teria que se valorizar frente à brasileira em valores próximos à 14,50% a.a. Para piorar, a cada mês que o real não se desvaloriza 1,14% – valor aproximado mensal da Selic atual –, ele perde dinheiro. Ou seja, no jargão do mercado, o dólar queima na mão dele. Essa é uma boa explicação, mas no ano passado os juros já estavam altos e o real não figurou nem entre as 10 moedas que mais se valorizaram frente ao dólar, mesmo quando restringimos a amostra apenas para os mercados emergentes². Portanto, os juros altos

¹De forma bem básica, o que acontece é que o investidor se financia onde os juros são baixos e aplica onde eles são altos, ganhando com a diferença.

²Na América Latina, o real fica em 5º lugar.

ajudam, mas não explicam todo o desempenho da moeda brasileira. Aqui entra a questão de ser um exportador líquido de petróleo, em um momento em que o preço dessa commodity disparou.

Essa parte é mais fácil de explicar, porque se trata apenas da lei da oferta e da demanda atuando. Ou seja, se temos uma expectativa de oferta maior de dólares no mercado, devido ao valor maior do volume exportado de petróleo, tudo mais constante, o preço desse ativo tem que cair. Em números, as exportações de 'Óleos brutos de petróleo ou de minerais betuminosos, crus', em março deste ano – último dado disponível –, foram USD 2 bilhões maiores do que no mesmo mês de 2025. É simples ver o motivo pelo qual o real se valorizou mesmo com a piora do cenário internacional: a lei da oferta e da demanda não falha nunca. Mas por que achamos que esse cenário benigno pode continuar por algum tempo?

Basicamente porque o real está em um momento de ganha-ganha. Se a guerra continua, o valor supracitado de crescimento na exportação de petróleo tende a se multiplicar e, via lei da oferta e da demanda, sustentar a moeda brasileiro. Além disso, quanto mais a guerra durar, menor o espaço para queda dos juros, como veremos adiante – reforçando o movimento de Carry Trade e tornando mais caras as apostas contra o real. Já se a guerra acabar, a moeda brasileira pode ser favorecida pelo enfraquecimento do dólar no mercado internacional. Entretanto, no segundo semestre a variável risco pode começar a pesar, e o cenário pode mudar completamente.

Precisamos lembrar que teremos eleições gerais por aqui e de meio de mandato nos Estados Unidos – quando será renovada toda a Câmara, bem como um

terço do Senado. Ambas extremamente competitivas e de difícil prognóstico, o que deve aumentar as incertezas e pesar sobre o real. Por isso, apesar de acharmos que o dólar pode ficar abaixo de R\$ 5,00 no curto prazo, projetamos que a moeda americana feche 2026 ao redor de R\$ 5,30. O que mudou? Antes era R\$ 5,50, mas, como o ponto de partida foi reduzido – por tudo que falamos até aqui –, o ponto de chegada se ajustou.

Esse bom desempenho do real é o principal motivo para termos aumentado nossa projeção de inflação neste ano em apenas 0,4 p.p., de 4,3% para 4,7%, mesmo com as pressões sobre o IPCA sendo grandes. Primeiro temos a alta dos preços do petróleo, que, além de influenciar diretamente o aumento nos valores dos combustíveis – mesmo considerando que a Petrobras não vai elevar os preços nas refinarias até as eleições –, tem impactos indiretos importantes, dado que o petróleo é matéria-prima de vários produtos, desde os fertilizantes até os plásticos. Para piorar, neste ano haverá o fenômeno climático *El Niño* – que promete ser o mais forte da história – no segundo semestre, afetando o preço dos alimentos e, possivelmente, as contas de luz via bandeiras tarifárias. No que se refere ao primeiro caso, no OCM 151 mostramos que, neste século, em anos de *El Niño* a média do grupo 'Alimentação no domicílio' foi de 11,6%, contra 6,1% em anos sem esse fenômeno. Em 2025, os alimentos subiram apenas 1,42%, sem nenhum fenômeno climático (*El Niño/La Niña*) e com uma valorização cambial importante. Provavelmente agora teremos apenas a segunda benesse, o que não impedirá uma alta mais forte desse grupo, mas poderá evitar uma pressão maior. Entretanto, mesmo feita essa consideração, devemos reconhecer que as chances de o IPCA "romper" os 5,0% não são nada desprezíveis, o que coloca um claro viés de alta em nossa

projeção. E como a inércia inflacionária é elevada no Brasil, aumentamos também o IPCA de 2027, de 3,7% para 4,0%.

Em um país “normal”, choques de oferta como os previstos para este ano – petróleo e *El Niño* – só teriam impacto na política monetária caso gerassem efeitos de segunda ordem. Inclusive o próprio Banco Central do Brasil (BCB) insinuou isso na Ata da última reunião do Copom, divulgada na terça-feira (5/5): “o Comitê reafirma seu compromisso no combate dos efeitos de segunda ordem do choque de oferta do petróleo e seus derivados, e serenidade para reunir mais informações ao longo do tempo, em cenário de incerteza elevada”. Entretanto, o Brasil não é um país “normal” no que se refere à inflação. Anos de hiperinflação criaram uma economia altamente indexada, de modo que um choque de oferta temporário se torna permanente quase que de maneira automática, através de reajustes de contratos, salários e tarifas. É a inércia citada acima. Por isso, mesmo com a percepção geral de que esses dois choques devem se restringir a 2026 – talvez início de 2027 –, a inflação de 2028 já passou de 3,50% para 3,64%. Portanto, não parece ser surpresa que o modelo do BCB para o final do ano que vem – o atual horizonte relevante de política monetária – tenha passado de 3,3% para 3,5%. E o que isso significa? Significa que, se os juros seguirem o caminho previsto no Focus e fecharem 2026 em 13,00% a.a., o IPCA ao final de 2027 ficaria em 3,5% – ou seja, acima da meta. Dessa forma, o modelo de projeção do BCB indica que a Selic deveria fechar o ano acima desse valor para haver convergência da inflação. Mas quanto acima? Bem, para responder a essa pergunta, fizemos um contrafactual desse modelo, mantendo os juros estáveis em 14,50% a.a. até o final do ano. O resultado é que, para o final de 2027, o modelo indica

uma inflação rigorosamente na meta (3,0%), mas, a partir do 1º trimestre de 2028, um IPCA já bem abaixo do alvo. Com isso, teria que ser algo entre os 13,00% a.a. do mercado e os 14,50% a.a. atuais. Por essa razão, mudamos nossa projeção da Selic ao final de 2026, de 12,50% a.a. para 13,50% a.a., pois simulações da Regra de Taylor dinâmica indicam algo ao redor desse valor.

Mais juros, menos crescimento. Correto? Em nosso caso, não. Basicamente porque se o aumento nos preços do petróleo é ruim para a inflação, é bom para o crescimento, por sermos exportadores líquidos da commodity. Além disso, 2026 é ano de eleição, e o governo vem lançando mão de várias medidas, como a isenção do imposto de renda para quem recebe até R\$ 5 mil, o Desenrola 2.0, a elevação do teto do Minha Casa Minha Vida (MCMV), entre outras. Pesando os prós e contras, resolvemos manter em 2,1% nossa projeção para o crescimento do PIB brasileiro em 2026.

Essa foi a compilação das mudanças de cenário que estavam espalhadas por diferentes OCMs. Entretanto, com a volatilidade do contexto atual e as duas eleições importantes se aproximando, uma aqui e outra nos EUA, não seria surpresa precisar fazer outro OCM como este para rever o que escrevemos nesta semana. Portanto, vale a pena lembrar uma frase de Winston Churchill que é perfeita para essa situação: “A arte da previsão consiste em antecipar o que acontecerá e depois explicar por que não aconteceu”.

³ É uma equação relativamente simples, que relaciona a taxa de juros ótima com desvios da inflação em relação à meta e do crescimento em relação a seu potencial (hiato do produto); foi criada em 1993 pelo economista americano John B. Taylor.

Frases da Semana

“O problema do nosso tempo é que o futuro não é o que costumava ser.”

Paul Valéry

G5 Partners	2023	2024	2025	2026
IPCA (%)	4,62	4,83	4,26	4,70
SELIC F.P (%)	11,75	12,25	15,00	13,50
USDBRL	4,86	6,18	5,50	5,30
PIB (%)	2,90	3,40	2,30	2,10

Sobre O Canário da Mina

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.