

CARTA SEMANAL

Metamorfose ambulante

07 DE AGOSTO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 167

G5 Partners

Na última quarta-feira (5/8), ocorreu a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), que reduziu os juros de 14,25% a.a. para 14,00% a.a. Porém, o mais interessante dessa reunião foi que o que era para ser uma decisão altamente especulada pelo mercado – com divisões profundas entre os analistas que esperavam uma queda e os que esperavam manutenção – acabou virando um “*no event*”.

Com isso, a grande curiosidade ficou concentrada nas indicações para as próximas reuniões, e não mais com o resultado dessa última. Portanto, vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para entender como chegamos a essa quase unanimidade no Copom de agosto e quais são as perspectivas futuras para a política monetária brasileira.

A conjuntura favoreceu o corte de juros nessa reunião pelos dois canais importantes para a política monetária: inflação e crescimento. No caso da primeira, discutimos na semana passada como os últimos resultados reverteram as preocupações do mercado com relação ao comportamento da inflação de curto prazo. Inclusive, nossa expectativa de que as projeções para a inflação de 2026 no boletim Focus apresentariam nova queda na divulgação da última segunda-feira (3/8) acabaram se confirmando, com a redução de 5,12% para 5,03% – o menor nível desde 21 de maio. Entretanto, quando estendemos o horizonte, a tendência muda de direção, e tanto a inflação para 2027 quanto a estimada para 2028 subiram recentemente e estão bem desancoradas da meta de 3,00%: 4,22% e 3,80%, respectivamente. Por outro lado, pouco falamos sobre a questão da atividade; e, nesta semana, foi divulgado mais um resultado ruim – desta vez, da indústria.

A Produção Industrial Mensal (PIM) de junho, divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

na última terça-feira (4/8), apresentou contração de 1,80% após cair 0,90% em maio – revisão de uma queda inicialmente calculada de 0,20%. Com isso a PIM registrou um crescimento de apenas 0,3% no segundo trimestre de 2026, após crescimento de 1,4% nos primeiros três meses do ano. Os motivos para essa desaceleração, além dos já conhecidos “juros altos”, passam também pelas tarifas impostas por Donald Trump e pela queda do petróleo, com a percepção de que a guerra no Oriente Médio estaria mais perto de um acordo. Esse resultado mudou pouco nosso tracking do PIB do segundo trimestre, que passou de 0,33% para 0,30%, mas foi o suficiente para reduzirmos a expectativa de crescimento para o período (de 0,50% para 0,30%) e se soma aos sinais de enfraquecimento do mercado de trabalho (assunto discutido no último OCM) para formar um quadro mais benigno para a política monetária do Banco Central do Brasil (BCB).

Tudo isso foi abordado no Comunicado pós-reunião, que disse: “*Em relação ao cenário doméstico, o conjunto dos indicadores divulgados desde a última reunião sugere uma **moderação gradual da atividade econômica**, embora ainda em patamar resiliente, com sinais mistos entre setores, e mercado de trabalho aquecido. Nas divulgações mais recentes, **a inflação cheia desacelerou**, porém ainda acima do limite superior da meta, **enquanto as medidas subjacentes desaceleraram** para patamar ligeiramente abaixo do*

*limite superior da meta” (grifos nossos). Inclusive, aparentemente até o Copom foi surpreendido por essa desaceleração, uma vez que, no Comunicado da reunião de junho, a análise do cenário doméstico dizia que “o conjunto dos indicadores mostra **aceleração da atividade econômica** no primeiro trimestre do ano, com setores mais cíclicos voltando a desempenhar papel significativo, e mercado de trabalho ainda com sinais de resiliência. Nas divulgações mais recentes, **a inflação cheia e as medidas subjacentes** aceleraram, distanciando-se adicionalmente da meta para a inflação, superando seu limite superior na última leitura” (grifos nossos). Uma mudança expressiva em pouco mais de 40 dias.*

A comparação dos trechos em negrito mostra como o cenário de atividade e de inflação mudaram entre uma reunião e outra, sendo esse o principal motivo para uma reunião que prometia ser um “Fla-Flu” – entre os que achavam que o Copom deveria manter os juros e os que viam espaço para uma diminuição de 0,25 p.p. – acabar sendo uma quase unanimidade (98,4%, segundo a curva de juros de mercado) em favor dos últimos. Por isso, no fim a redução da Selic de 14,25% a.a. para 14,00% a.a. se mostrou um resultado bem digerido pelo mercado, da mesma forma que também o foi a falta de ruídos no Comunicado.

Isso pode parecer óbvio, mas, após uma reunião como a de junho, quando um texto confuso e com alterações no horizonte relevante de política monetária causaram ruídos desnecessários, arranhando a credibilidade do BCB, um Comunicado sem surpresas foi muito bem-vindo. E isso passou em parte pelo tamanho do texto. Enquanto em junho ele tinha 847 palavras, no desta semana esse número caiu para 654. Tal queda de mais de 20% na extensão do documento o tornou mais conciso, o que, se por um lado ajudou o BCB a “não fazer marola”, por outro

trouxo poucas indicações sobre os próximos passos da política monetária, deixando em aberto tanto a possibilidade de um novo corte em setembro quanto a de que a redução dessa reunião tenha representado o início de uma pausa do atual ciclo.

Ao dizer que “*Em decorrência da dinâmica dos riscos associados à evolução dos preços, o Comitê reafirma que a magnitude total do ciclo de calibração será estabelecida à luz de novas informações visando assegurar a convergência da inflação à meta*”, ele claramente deixa o resultado da próxima reunião dependente dos dados a serem divulgados até lá, o que pode indicar que, se os números de inflação e de atividade se comportarem como no período entre as reuniões de junho e agosto, estaria pavimentado o caminho para uma nova redução da Selic em setembro. Mas, na prática, qual é a chance de isso acontecer? Talvez não seja desprezível, principalmente no que se refere ao cenário inflacionário.

Como destacado no OCM da semana passada, a expectativa é de que os números de inflação que o Copom terá na reunião do dia 17 de setembro sejam bastante favoráveis. Até lá serão divulgados o IPCA de julho, o IPCA-15 de agosto e o IPCA, também de agosto, e nossas projeções são de uma alta de 0,05% e quedas de 0,15% e 0,05%, respectivamente, o que levaria o acumulado em 12 meses do IPCA na época do Copom dos atuais 4,64% (último dado de junho) para 4,48% – dentro, portanto, do intervalo de variação da meta de inflação, que vai até 4,50%. No caso da atividade, é mais difícil de projetar, mas, se nossas expectativas estiverem certas, o grosso do movimento de desaceleração ocorreu entre o primeiro e o segundo trimestre deste ano, de modo que, a partir das divulgações dos números de julho, deveremos ver certa estabilidade, se bem que em nível mais baixo, dos resultados da atividade econômica. A

exceção pode ser a taxa de desemprego, que deve começar a subir na leitura isenta de fatores sazonais – apesar da queda no dado sem a retirada desses efeitos –, após dois meses de estabilidade. Portanto, olhando apenas por esse prisma, deveria haver, sim, espaço para uma nova queda na reunião de setembro. O problema é que existem outros fatores a serem considerados.

O primeiro deles é a insatisfação do próprio BCB com a desancoragem das expectativas de inflação para prazos mais longos, o que fica claro nesta passagem do Comunicado: *“O Comitê monitora com atenção a desancoragem adicional das expectativas de inflação para prazos mais longos na medida em que esta contribui para a determinação dos preços e aumenta o custo de desinflação”*. Como uma boa parte dessa desancoragem tem relação com as dúvidas a respeito da política econômica após as eleições presidenciais de outubro, dificilmente teremos alguma melhora representativa nesse cenário até setembro. O segundo é que o balanço de riscos continua com “assimetria altista”, o que inclusive foi um dos motivos de ruído no Comunicado da reunião de junho, quando isso era claro, mas não foi explicitado. Portanto, parece estranho que se avance muito no processo de redução dos juros com um viés de alta para as projeções de inflação do Copom, que, inclusive, é nosso terceiro problema, dado que estão em 3,2% para o primeiro trimestre de 2028, o horizonte relevante de política monetária atual. Não que esse valor seja um grande problema, uma vez que pode ser considerado “ao redor da meta”, mas, se lembrarmos que ele é alcançado já com base em mais uma queda de juros até o final de 2026, parece tentador pensar que, se os juros fossem mantidos até o início de 2027, haveria uma convergência, mesmo com a expectativa de que, em 2027, eles poderiam ser reduzidos até 12,00% a.a.,

como no Focus desta semana. Além disso, não devemos esquecer que, quando o BCB diz que o balanço de risco está com “assimetria altista”, isso significa que sua projeção de 3,2% tem um viés de alta; então, talvez trabalhar com os 13,75% do Focus possa tirar alguma margem de erro para que se atinja uma inflação “ao redor da meta” no horizonte relevante. Por fim, o quarto problema é o mais subjetivo de todos. Estamos às vésperas de uma eleição extremamente polarizada e competitiva e, em geral, os BCs evitam mexer na política monetária às vésperas do pleito. Óbvio que isso não está “escrito em pedra”, e até o Federal Reserve (Fed) gerou surpresa em 2024, quando reduziu os juros de forma agressiva a menos de dois meses das eleições, mas é mais uma coisa que o Copom deve sobrepesar na reunião de setembro.

A conclusão é que temos bons argumentos tanto para uma nova queda dos juros quanto para sua manutenção, e foi por isso que o Copom deixou em aberto os próximos passos de sua política monetária. Na terça-feira (11/8), será divulgada a Ata da reunião desta semana, onde poderão ser detalhados novos aspectos da decisão tomada, mas não esperamos que a essência da indefinição do que fazer daqui para a frente tenha alterações. Por enquanto nossa expectativa é que os juros sejam mantidos em 14,00% a.a. até o final do ano, mas, da mesma forma que fomos convencidos pelos dados de que havia espaço para uma queda na reunião de agosto, podemos sê-lo de novo para a reunião de setembro. A incerteza sobre o cenário é tamanha que talvez valha um dos versos da música “Metamorfose Ambulante”: *“Eu vou desfazer aquilo tudo que eu lhe disse antes”*. É... a vida do economista em 2026 está complicada.

Frase da Semana

“Não importa ao tempo o minuto que passa, mas o minuto que vem.”

Machado de Assis

G5 Partners	2024	2025	2026	2027
IPCA (%)	4,83	4,26	5,10	4,15
SELIC F.P (%)	12,25	15,00	14,00	12,00
USDBRL	6,18	5,50	5,30	5,30
PIB (%)	3,40	2,30	2,10	2,00

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.