

CARTA SEMANAL

Razão ou sorte

11 DE SETEMBRO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 172

G5 Partners

g5partners.com

Aparentemente, se formos escrever sobre a crise institucional brasileira do momento, não falaremos de outra coisa aqui no “O Canário da Mina” (OCM). Como há outros assuntos importantes que impactam diretamente consumidores e empresários, vamos de deixar de lado – pelo menos por enquanto – os imbróglios de “suas excelências” em Brasília para analisar o que podemos esperar da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) da próxima quarta-feira (16/9) e da trajetória futura dos juros no Brasil.

Quando discutimos política monetária e, consequentemente, trajetória de juros, devemos nos ater aos dois lados da mesma moeda – atividade e inflação –, porque, no fim, são essas variáveis que determinam o espaço, maior ou menor, para um afrouxamento monetário. Portanto, tendo em vista essa questão de fundo, vamos começar nossa discussão pelas perspectivas para o crescimento brasileiro à luz das informações mais recentes. E nada mais relevante para a atividade econômica do que o PIB.

No segundo trimestre deste ano, o PIB brasileiro cresceu 0,5% na comparação trimestral, uma desaceleração com relação ao crescimento de 1,1% do primeiro trimestre no mesmo tipo de comparação. Pelo lado da oferta, o principal motivo para isso ter acontecido foi a desaceleração da ‘Indústria’, que passou de um crescimento de 1,2% para uma quase estabilidade (0,1%), e dos ‘Serviços’, que passaram de 0,4% para 0,2%. Variações ainda positivas, mas que guardam indícios de uma perda de fôlego que ficará mais clara quando analisarmos o PIB pelo lado da demanda. Por exemplo, o PIB industrial só foi positivo porque a ‘Indústria extrativa’ cresceu 3,4%, uma vez que o que comumente chamamos de “indústria”, a ‘Indústria de transformação’,

caiu 0,4%, assim como a ‘Construção civil’. Já no PIB de ‘Serviços’, o que garantiu algum crescimento foi, de novo, a rubrica ‘Informação e comunicação’, com alta de 2,1%, um reflexo do processo de digitalização por que passa a economia brasileira, enquanto ‘Comércio’ e ‘Outras atividades de serviços’, onde estão boa parte do grupo “serviços” do IPCA, ficaram estagnados (0,0%).

Pelo lado da demanda, esses resultados se refletem, principalmente, na queda de 0,4% do ‘Consumo das famílias’, após um crescimento de 0,8% no primeiro trimestre. A diferença expressiva entre os dois períodos é reflexo do esgotamento do impacto positivo de medidas tomadas pelo governo federal, como a isenção do Imposto de Renda (IR) para quem ganha até R\$ 5 mil, e do elevado comprometimento da renda do consumidor com o pagamento do serviço da dívida, que, em junho, atingiu 28,9%, o maior nível da série iniciada em 2011. Por isso, mesmo com a taxa de desemprego – desconsiderados os fatores sazonais – perto de seus níveis mais baixos da história e a renda crescendo ao redor de 3,5% em termos reais, nota-se um consumidor sem fôlego para consumir. Isso é ruim para a campanha de reeleição de Lula e bom para o Banco Central do Brasil (BCB), que pode ter o componente de demanda ajudando no controle da

inflação. No entanto, o PIB é ver o cenário olhando pelo retrovisor. O que os dados mais recentes indicam?

Nosso “tracking” do PIB, que atualiza automaticamente a projeção de acordo com a divulgação de novas informações, para o terceiro trimestre indica uma estagnação (0,0%) do crescimento na comparação com o segundo trimestre. Como ainda temos poucas informações sobre o período, mantemos nossa expectativa de crescimento de 0,3%, mas com um claro viés de baixa. Entretanto, se esse “tracking” estiver certo, não só nossa projeção para o crescimento de 2026, mas principalmente para o de 2027, serão revistas para baixo, o que deve abrir um espaço importante para a queda dos juros para além do que já esperamos agora. Portanto, o cenário prospectivo parece ajudar o Copom a manter o processo de redução dos juros. E a inflação?

Objetivo precípua da política monetária, a inflação brasileira foi uma verdadeira “montanha-russa” em 2026, oscilando ao sabor dos vários choques de oferta que ocorreram. Mas, pensando especificamente sobre a possível influência na reunião do Copom da semana que vem, podemos dizer que ela será tão benéfica quanto a da atividade.

Nesta sexta-feira (11/9), foi divulgado o IPCA de agosto, que, devido à combinação da deflação nos alimentos e do impacto baixista do “Bônus de Itaipu” sobre as contas de luz, apresentou deflação de 0,32%, a maior desde setembro de 2022. Com isso, o acumulado em 12 meses passou de 4,44% para 4,22%, ainda acima do nível dos 3,86% de fevereiro, mas bem abaixo dos 4,72% de maio, quando a percepção do mercado era de que o resultado do ano ficaria mais para 6,0% do que para 5,0%. Além disso, os dados que tentam retirar do cálculo os tais “choques de oferta” supracitados têm mostrado uma

tendência de desaceleração, com a ‘Média dos núcleos’, que passou de 4,42% para 4,35%.

Portanto, com os dados de atividade mostrando uma desaceleração mais forte da demanda do que se esperava, e a inflação em um bom momento, podemos dizer que uma queda de 0,25 p.p. – de 14,00% a.a. para 13,75% a.a. – na reunião do Copom da próxima quarta-feira está muito bem encaminhada. E não somos os únicos a pensar assim, pois as “Opções de Copom” da B3 indicam uma chance de 95% de isso acontecer e a curva de juros, 97%. Dessa forma, a grande questão não é se haverá um novo corte, no singular, de juros, mas se haverá novos cortes, no plural, até o final do ano.

Bem, se formos nos guiar apenas pelos dados de curto prazo de inflação e atividade, podemos dizer que existe espaço para que a sequência de quedas se estenda até o final do ano. Entretanto, temos que levar em conta duas questões importantes. A primeira é que o bom cenário da inflação parece momentâneo, principalmente devido ao provável impacto do El Niño nos preços dos alimentos e à possibilidade de aumentos nos combustíveis em decorrência do prolongamento do conflito no Oriente Médio – não seria a primeira vez, nem a última, que aumentos desse tipo ocorreriam após as eleições presidenciais. Inclusive por acreditarmos que esses riscos são reais, nossa projeção para o IPCA no final do ano está em 5,10%, bem acima dos 4,22% de setembro. A segunda questão é a incerteza com relação à proposta econômica do próximo governo, o que por si só já demanda certa cautela na condução da política monetária por parte do BCB. Tendo em vista as questões levantadas, consideramos mais prudente a manutenção dos juros em 13,75% a.a. até o final de 2026; entretanto, devemos reconhecer que o ambiente de curto prazo pode levar o BCB a continuar no processo de redução de

taxas até o final do ano. E o que esperar para 2027?

Para encontrarmos essa resposta, primeiramente temos que avaliar quatro perguntas: “Qual é o impacto do El Niño na inflação?”; “Qual é o tamanho da desaceleração econômica que teremos pela frente?”; “Como estará o cenário externo?”; “Qual será a política econômica do próximo governo?”. Já que a resposta da última pode fazer com que a análise das demais fique em segundo plano, vamos começar por ela.

A política econômica do governo Lula, vista por boa parte do mercado como irresponsável, tem um custo mensurável sobre o nível de juros praticado no Brasil, seja na expectativa de inflação desancorada até 2030, seja na parcela da questão fiscal no prêmio de risco cobrado sobre as taxas dos títulos emitidos pelo governo. Portanto, se isso é verdade, o contrário também deve ser; isto é, uma política econômica tida como responsável deve favorecer uma reancoragem das expectativas mais longas e alterar a trajetória da dívida pública brasileira via redução do prêmio de risco cobrado sobre ela. No meio desse caminho, existe outra variável importante para ajudar a “domar” a inflação: o câmbio, que em um cenário como esse certamente vai testar valores abaixo dos R\$ 4,88, verificados em maio deste ano, abrindo espaço para que o BCB possa levar a Selic para níveis próximos de 10,00% a.a. já em 2027. Contudo, e se a política econômica do próximo governo for apenas “mais do

mesmo”? Bem, aí vamos depender da combinação das respostas às demais perguntas para saber o espaço que o BCB terá, ou não, para reduzir os juros em 2027.

Um El Niño forte, mas com uma desaceleração econômica mais pronunciada e um cenário externo mais calmo, poderia levar os juros para níveis próximos dos 12,00% a.a. projetados pelo boletim Focus. Por outro lado, mesmo que o El Niño não tenha um impacto tão significativo assim no preço dos alimentos, se vier acompanhado de uma reaceleração da economia e de um cenário externo desafiador, pode diminuir sobremaneira o espaço de manobra do BCB.

Portanto, a conclusão a que chegamos é que, se a reunião da próxima semana vai se encaminhando para um novo corte de juros de 0,25 p.p., o que virá dali para a frente dependerá de variáveis internas e externas, mas, predominantemente, será reflexo da política econômica a ser implementada pelo próximo governo. Por isso, vemos nossa projeção de 13,75% a.a. para a Selic ao final de 2026 como conservadora – se estivermos errados, vai ser mais baixa – e a de 12,00% a.a. para o fim de 2027 como um ponto médio entre um cenário otimista e um pessimista. Se fizermos o dever de casa, ficará bem abaixo disso; caso contrário, dependeremos da “sorte” e de uma queda expressiva da atividade para ainda termos espaço para novos cortes de juros.

Frase da Semana

"Sorte é isso. Merecer e ter."

Guimarães Rosa

G5 Partners	2024	2025	2026	2027
IPCA (%)	4,83	4,26	5,10	4,30
SELIC F.P (%)	12,25	15,00	13,75	12,00
USDBRL	6,18	5,50	5,30	5,30
PIB (%)	3,40	2,30	2,00	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.