CARTA SEMANAL

Entre a cruz e a espada

06 DE NOVEMBRO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 180

G5 Partners

Na última quarta-feira (4/11), aconteceu a primeira reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) após a reeleição do presidente Lula, e a manutenção dos juros foi consequência direta do momento turbulento pelo qual a economia brasileira e os mercados passam.

Portanto, o foco desta edição de "O Canário da Mina" (OCM) é discutir tanto o que levou o Banco Central do Brasil (BCB) a manter a Selic estável quanto quais são as expectativas para as próximas reuniões e os reflexos disso para a economia brasileira. Ademais, dado que tal assunto vai voltar com força entre as hostes petistas após essa decisão do Copom, vamos falar brevemente sobre por que as ideias de André Lara Resende (ALR) para a economia brasileira não se aplicam ao momento atual.

A decisão de manter os juros estáveis em 13,75% a.a. não deve ter sido fácil para o Copom, uma vez que, ao mesmo tempo, nota-se um mercado de crédito que já dá sinais de fadiga, com crescimento da inadimplência e dos pedidos de Recuperação Judicial (RJ), e uma inflação que voltou a acelerar, além de variáveis importantes para o BCB apresentando deterioração expressiva entre as reuniões de setembro e a desta semana. Como "cereja do bolo", o cenário externo se mostra mais desafiador, com boa parte das economias avançadas em processo de elevação dos juros, o que sempre é ruim para os países emergentes como o Brasil. Boa parte desse cenário acabou sendo descrito no Comunicado pós-reunião.

No que se refere ao cenário externo, *"tornou-se mais adverso",* qualificação que não havia no Comunicado da reunião de setembro, quando era descrito como "incerto". Os motivos foram os supracitados, o *"prolongamento dos conflitos armados no Oriente Médio"* e a *"política monetária mais restritiva nas economias mais avançadas"*, questões que devem nos acompanhar durante mais algum tempo. A guerra no Oriente Médio entre Estados Unidos e Irã está em uma fase que parece aquele jogo de "quem pisca primeiro"; nesse contexto, quem faz a primeira concessão. *Status quo* que só mudará quando alguém perder o "jogo" ou se ocorrer uma intensificação no conflito. O primeiro caso deve manter a tensão por mais um bom tempo, e o segundo deve piorar o cenário no curto prazo. Entretanto, outras guerras, como a dos Houthis contra a Arábia Saudita e a da Rússia contra a Ucrânia, tem desfechos ainda mais incertos e impactos econômicos relevantes. Já quanto à política monetária mais restritiva nas economias avançadas, o processo apenas começou. Pensando especificamente no caso dos EUA, o mercado espera uma nova alta nos juros para a reunião de dezembro e, pelo menos, mais duas em 2027. Ou seja, o cenário externo continuará a exigir *"cautela por parte dos países emergentes"* durante mais algum tempo.

Indo para cenário interno, o Comunicado traz boas e más notícias para a política monetária. No caso das primeiras, o texto fala de *"uma moderação mais acentuada da atividade econômica",* fato que nos fez, inclusive, rever nossas projeções para o crescimento do PIB, tanto em 2026 quanto em 2027: de algo ao redor de 2,0% para 1,8% e 1,7%, respectivamente. Portanto, essa desaceleração observada nos dados de atividade tende a se estender para o ano que vem, devendo ser maior ou menor a depender dos próximos passos da política

monetária. Agora, a grande novidade desse Comunicado, no que diz respeito à atividade econômica, foi que o Copom já observa *"sinais de desaquecimento na margem"* no mercado de trabalho. Considerando que esse tipo de movimento só acontece quando a desaceleração econômica já está mais consolidada, podemos dizer que o BCB vê uma consistência maior nessa perda de fôlego da atividade.

Pelo lado das más notícias, tanto a inflação corrente quanto as expectativas aceleraram desde o último Copom, com a primeira rompendo o limite superior do intervalo de tolerância da meta (4,5%), um cenário bem pior do que aquele verificado em setembro, quando o BCB registrava que *"a inflação cheia e a média das medidas subjacentes desaceleraram, situando-se abaixo do limite superior do intervalo de tolerância"*. No caso das expectativas, vale ressaltar que, no Focus da última terça-feira (3/11), houve uma piora generalizada, com a de 2026 passando de 5,19% para 5,22%; a de 2027, de 4,34% para 4,76%; a de 2028, de 3,75% para 4,00%; e a de 2029, de 3,50% para 3,98%. Vale ressaltar que essa piora nas expectativas de inflação veio acompanhada da perda de valor do real frente ao dólar. Comparando a taxa de câmbio observada logo após a reunião de setembro com a verificada no dia do Copom desta semana, notamos uma desvalorização da moeda brasileira da ordem de 6,4%, com o dólar passando de R$ 5,12 para R$ 5,45.

A combinação das expectativas de inflação mais distantes da meta com a desvalorização da moeda brasileira acabou levando também a uma piora das projeções do modelo do BCB para o 2º trimestre de 2028 (novo horizonte relevante de política monetária): de 3,1% em setembro para 3,5% em novembro. Tendo em vista que o balanço de riscos continua com o viés altista[1], como indicado no Comunicado, não havia realmente outro resultado possível para essa reunião que não a manutenção. E uma alta nos juros? Deveria ter sido cogitada neste momento?

Não sabemos se não foi; a Ata da próxima terça-feira (10/11) vai esclarecer isso, mas acreditamos que não seria o caso ainda, por dois motivos. O primeiro é que boa parte da piora do cenário entre uma reunião e outra seria conjuntural, e não estrutural. Há alguns choques de oferta impactando a inflação corrente, e tanto as expectativas quanto o câmbio pioraram por uma reação negativa à vitória de Lula na eleição presidencial, podendo ser revertida em caso de sinalização de um compromisso fiscal. Portanto, seria temeroso tomar uma medida radical, como sair de um corte para uma alta dos juros entre uma reunião e outra, por questões conjunturais. Além disso, como falamos anteriormente, o mercado de crédito passa por um momento de estresse que poderia ser agravado pelo aumento nas taxas. Sendo assim, acreditamos que o "sarrafo" para que o Copom volte a elevar a Selic no curto prazo é alto, apesar de a curva de juros colocar quase 100% de chance de isso ocorrer no primeiro trimestre de 2027.

Portanto, apesar de não haver nenhuma sinalização no Comunicado sobre os próximos passos do Copom, ainda mantemos a projeção de que os juros devem permanecer em 13,75% a.a. na próxima reunião e temos um otimismo cauteloso de que os cortes podem ser retomados a partir do primeiro trimestre de 2027, com a Selic fechando o ano em 12,75% a.a. Porém, a concretização desse cenário depende de medidas que o governo Lula tomará daqui em diante. Se forem na direção errada, infelizmente a curva de juros estará certa. Acabou a festa, agora é hora de trabalhar.

[1] Isso significa que, se a inflação não for a do modelo, provavelmente será mais alta.

Mudando de assunto, a princípio nunca devemos deixar de ouvir o que André Lara Resende (ALR) tem a dizer. A base teórica para a Unidade de Referência de Valor (URV), embrião do real, veio de um artigo escrito em conjunto com Pérsio Arida – *Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil (Inflação inercial e reforma monetária no Brasil)* – e apresentado em 1984. Entretanto, o fato de ele ter tido uma boa ideia não significa que todas as suas ideias são boas. No artigo intitulado *"Eu acuso: uma proposta para eliminar os juros absurdos"*, ele tem como base a Teoria Fiscal do Nível de Preços (*Fiscal Theory of the Price Level* – FTLP), que considera que a inflação é determinada não apenas pela política monetária, mas também pela política fiscal – o que é verdade. Inclusive é com base nesse pressuposto que ALR defende a criação de um Conselho Fiscal e Monetário Nacional que, na teoria, coordenaria as políticas fiscal e monetária através de metas para o resultado fiscal, a inflação e os juros. No caso do último, ALR sugere um intervalo entre 3,00% a.a. e 5,5% a.a. a ser alcançado ao longo do tempo após a sinalização de queda para 7,5% a.a. nos próximos 12 meses. Em linhas gerais, são esses pontos que mais incomodaram uma parte dos economistas. Vamos entender o porquê.

O primeiro ponto relevante é que ALR comete um erro em identificar que o desconforto do mercado seria apenas com o déficit primário atual do governo, que, a seu ver, é muito pequeno para justificar juros tão altos – o que também seria verdade. O problema aqui é considerar que a sustentabilidade da dívida dependa somente do déficit primário corrente, e não dos futuros também. ALR estaria certo se o governo tivesse credibilidade e os mercados acreditassem que no futuro haveria superávits, ou mesmo que o pequeno déficit atual pudesse ser mantido. Portanto, ao se projetar uma piora crescente das contas públicas, o tamanho do déficit primário corrente perde relevância, e a trajetória da dívida se mostra insustentável, daí o prêmio mais alto exigido para se carregá-la. Além disso, o incômodo do mercado é mais com o crescimento das despesas do que com o déficit em si. O impacto econômico de um resultado fiscal baseado em ajustes nos gastos é completamente diferente daquele pautado nas receitas, como é nosso caso.

Outro erro cometido por ALR é não considerar que a Selic é diferente das taxas de mercados. Ao reduzir a primeira sem que os fundamentos econômicos justificassem o movimento, haveria um aumento automático das últimas, e mesmo os títulos pós-fixados do governo (LFTs) seriam negociados com deságio, o que significa maior custo para o Tesouro – desfazendo parcialmente, ou mesmo totalmente, o impacto positivo da queda da Selic sobre a dívida pública brasileira.

Um terceiro ponto que achamos relevante ressaltar é que, como supracitado, para que a ideia desse certo, teria que haver uma coordenação entre as políticas monetárias e fiscais de modo que uma última crível abrisse espaço para uma primeira mais expansionista. Isso seria feito através de metas como descritas acima, mas sabemos que o Brasil é "useiro e vezeiro" de sempre arrumar formas de driblar metas fiscais, haja vista os estouros do Teto de Gastos e as despesas fora do Arcabouço Fiscal. Sempre há um zíper na camisa de força fiscal brasileira. Portanto, há quase uma certeza de que a única parte do plano a ser implementada seria a queda nos juros para diminuir a dívida de forma quase que imediata, sem que a parte fiscal desse sua contribuição. Ou pior, o governo poderia aproveitar que agora tem mais espaço para aumentar seus gastos ao invés de reduzir.

Além disso, em um cenário em que os juros americanos se aproximam de 5,0% a.a., trazer a Selic para 7,5% a.a. seria no mínimo audacioso. Vimos o que aconteceu quando o BCB puxou nossas taxas para 2,0% durante a pandemia, com pressão imediata sobre o câmbio. Ciente desse risco, ALR propõe usar nossas reservas internacionais, atualmente em USD 367,4 bilhões, para defender o real. Uma estratégia pueril. As reservas internacionais são como um seguro e, como tal, não devem ser usadas. Além disso, pululam casos de países, inclusive o Brasil, que gastaram boa parte de seus recursos de forma inútil para defender a própria moeda.

A conclusão é que, mesmo sendo uma ideia interessante intelectualmente, ela só teria efeitos práticos positivos caso houvesse um consenso entre a classe política sobre o problema da dívida pública no Brasil, como foi na época do Plano Real com relação à inflação. Não há. Portanto, passaria a ser apenas uma justificativa para reduzir os juros na marra e deixar o ajuste dos gastos para as calendas. Por isso, o risco de ela ser apresentada neste momento é o governo achar que encontrou uma solução fácil para um problema complexo. As consequências seriam sérias.

Frase da Semana

"Palavras não pagam dívidas."

William Shakespeare

G5 Partners	2024	2025	2026	2027
IPCA (%)	4,83	4,26	5,30	4,80
SELIC F.P (%)	12,25	15,00	13,75	12,75
USDBRL	6,18	5,50	5,50	5,50
PIB (%)	3,40	2,30	1,80	1,70

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.