CARTA SEMANAL

A história às vezes rima

27 DE NOVEMBRO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 183

G5 Partners

g5partners.com

Há poucas dúvidas de que o principal problema da economia brasileira seja o alto nível dos juros e de que o caminho mais sustentável para baixá-los seja através de uma consolidação fiscal crível.

Entretanto, no meio do caminho entre um e outro, existe outra variável importante a ser considerada: a inflação, que, além de ser impactada pelo aumento dos gastos públicos, sofre influência dos choques de oferta. Como o que não faltará em 2027 é choque de oferta, vamos usar a edição desta semana de "O Canário da Mina" (OCM) para falar sobre as perspectivas inflacionárias para o ano que vem e como isso pode influenciar a política monetária brasileira.

Mas, antes de falar do futuro, vamos discutir o presente; e, para isso, o IPCA-15 de novembro divulgado nesta semana será bastante útil.

O resultado de 0,22% não pode ser considerado ruim, uma vez que, além de ter surpreendido o mercado, o valor anualizado daria uma inflação de 2,7% – abaixo, portanto, da meta de inflação de 3,0%. O problema é que a surpresa para baixo foi muito concentrada em 'Passagens aéreas', 'Energia Elétrica' – que ainda sente os efeitos da mudança da bandeira tarifária de amarela para verde em outubro – e descontos da Black Friday. Olhando para a frente, o primeiro é sempre uma incógnita, o segundo deixará de influenciar em dezembro, e o último deve devolver a queda com "juros e correção monetária" no mês que vem, caso o dólar não recue no início de dezembro. Portanto, não devemos projetar esses fatores positivos para as próximas leituras. Por outro lado, o impacto do El Niño sobre os alimentos se mostra mais forte do que o esperado a esta "altura do campeonato" – e deve permanecer nessa intensidade pelo menos até o final do primeiro trimestre de 2027.

O grupo 'Alimentação no domicílio' subiu 2,02% e acumula alta de 7,16% em 12 meses, o maior nível desde agosto de 2025. Entretanto, se o resultado em si já é ruim, as perspectivas para os próximos meses podem ser ainda piores se considerarmos que esse pode ser apenas o início de um processo que levaria o grupo a níveis de dois dígitos nos próximos meses. Na última vez que tivemos o fenômeno do El Niño no Brasil (biênio 2023/2024), houve variações positivas na 'Alimentação no domicílio' entre novembro do primeiro ano até junho do segundo, com médias mensais de 1,0%, e um acumulado no período de 8,2%. Se esse comportamento se verificar novamente, estamos falando de um acumulado em 12 meses do grupo 'Alimentação no domicílio' ao redor de 10,1% em fevereiro, o que impactaria o índice geral em 1,5 p.p., metade da meta de 3,0%. Entretanto, a questão do El Niño é apenas a "ponta do iceberg" dos choques que podem atingir não apenas a inflação dos alimentos, mas também vários outros grupos do IPCA-15 ao longo de 2027. Por exemplo, um segundo fator que teremos que levar em consideração será o impacto da mudança na escala 6x1 para a 5x2 sobre os preços.

Pode parecer estranho falarmos de impactos da mudança de escala sobre os alimentos, mas esse grupo contém subgrupos que podem ser afetados significativamente, como os 'industrializados', e outros com risco menor de pressão relevante, como os 'in natura'. No que se refere ao grupo como um todo, o impacto tende a não ser desprezível, dado que os primeiros têm um peso três vezes maior do que os últimos. E, assim como a 'Alimentação no domicílio', outras partes do IPCA tendem

a ser afetadas pela mudança de escala. Por exemplo, 'Alimentação fora do domicílio' deve ser um dos mais impactados, por ver seus custos majorados não só pelo aumento indireto dos alimentos industrializados, mas principalmente pelo aumento direto de seus próprios gastos. Ao mesmo tempo, itens importantes do IPCA também sentirão efeitos diretos e indiretos da mudança de escala, como 'Condomínio', 'Hospedagem' e 'Cursos regulares' – onde estão as mensalidades escolares. A gama de setores atingidos, assim como os dados anedóticos que temos coletado com clientes, mostram que talvez o impacto entre 0,2 p.p. e 0,3 p.p. no IPCA de 2027 que projetamos para a mudança da escala 6x1 esteja subestimado. Até porque, como diz o ditado, "os problemas não fazem fila" – aliás, título do OCM 182 – e, além da mudança de escala, as empresas terão o desafio de lidar com a alteração de sua carga tributária devido à implementação da Contribuição Social sobre Bens e Serviços (CBS), a partir de janeiro de 2027. Como não sabemos nem se a alíquota de 11,3% definida pelo Tribunal de Contas da União (TCU) será a efetiva, é difícil mensurar seu impacto líquido. Entretanto, considerando-se que, enquanto os 'Bens industriais' devem ter redução de carga, os 'Serviços' terão aumento, e os últimos pesam 65% a mais que os primeiros no IPCA, fica difícil imaginar que a inflação de 2027 não seja pressionada com a introdução da CBS a partir de janeiro.

Voltando aos choques de oferta, uma nuvem que paira sobre a inflação de 2027 é de elevação dos preços dos combustíveis. Com a guerra no Oriente Médio, o preço do petróleo disparou ao longo de 2026, enquanto os ataques às refinarias da Rússia e da Arábia Saudita – por parte de Ucrânia e Houtis, respectivamente – pressionaram os preços dos derivados como gasolina e diesel. Paralelamente, o governo brasileiro criou subsídios e isenções para a comercialização desses dois produtos, a fim de evitar que alta dos preços do petróleo – que chegaram a quase 100% no acumulado do ano – impactassem os preços internos dos combustíveis. Podemos dizer que a iniciativa foi até bem-sucedida, com a gasolina acumulando alta de 4,3% em 2026 até outubro e o diesel, de 17,8%. Entretanto, isso teve um custo fiscal elevado – R$ 75 bilhões até 25 de novembro –, o que fez o governo reconhecer que o fim dessas medidas está próximo. Portanto, a não ser que ocorra uma queda nos preços do petróleo e derivados no mercado internacional, é provável que a Petrobras aumente de forma relevante o preço do diesel, uma vez que o diferencial entre os preços internos e externos já chegou a níveis próximos a 80% – o preço interno da gasolina está relativamente bem alinhado com o da gasolina. O impacto direto de aumentos no preço do diesel será pequeno devido a seu peso no índice – mesmo um aumento de 80% impactaria o IPCA em apenas 0,2 p.p. –; entretanto, como o Brasil é um país eminentemente rodoviário, os aumentos de custo associados ao transporte das mercadorias devem amplificar muito esse impacto direto diminuto.

Já falamos de muitos choques que podem ocorrer no início de 2027, mas nenhum deles até agora tem relação com a principal preocupação do mercado e o vilão que impede a queda dos juros: a política fiscal. Existem choques de oferta, como o El Niño; choques de custos, como a mudança da escala 6x1 e a introdução da CBS; e choques híbridos, como de um aumento do diesel. Alguns com possibilidade de reversão ainda em 2027, como o primeiro e o último, e outros que caracterizam mudanças no nível de preços, como os ligados às alterações na tributação e na escala de trabalho. Mas nenhum deles deriva diretamente dos riscos fiscais como a possibilidade de uma desvalorização cambial, como a que vimos após a reeleição do presidente Lula.

Considerando-se a média da cotação do dólar em reais ao longo de 2026 até outubro (R$ 5,14)[1], a perda de valor da moeda brasileira chegou a 16%[2]; e desvalorizações de dois dígitos podem ter impactos importantes sobre a inflação de 2027. Para mensurá-los, vamos utilizar como parâmetro um box do Relatório de Política Monetária do Banco Central do Brasil (BCB) de março deste ano – "Repasse cambial: estimativas por projeções locais"[3]. Nele o BCB estima que para cada 10% de desvalorização cambial haveria um repasse para a inflação medida pelo IPCA de 1,0 p.p., sendo que o grupo mais afetado seria, novamente, 'Alimentação no domicílio', com impacto de 2,6 p.p. Dessa forma, o anúncio do presidente do conselho de administração do Bradesco, Luiz Carlos Trabuco, como novo ministro da Fazenda vai na direção certa para minimizar esse risco, ao dar credibilidade à política econômica de um governo que a tinha perdido.

O cenário inflacionário para o ano que vem se mostra bastante complexo, para dizer o mínimo, por causa dos choques que devem ocorrer no início de 2027. Para complicar ainda mais a situação, com exceção do câmbio, que vai ser melhor ou pior a depender do que o governo fizer nos próximos meses, os demais independem das políticas a serem implementadas pelo Palácio do Planalto daqui para a frente. Isso significa então que estamos fadados a ver o BCB elevar os juros ainda mais em 2027? Não, por duas razões. A primeira é que, ao mesmo tempo que se projeta uma inflação mais alta, também se espera que a atividade econômica perca fôlego no ano que vem, o que deve minimizar o impacto dos choques de oferta supracitados sobre o IPCA. A segunda é que o BCB deu indicações que vai "olhar através dos choques", no jargão dos economistas, o que significa esperar os efeitos secundários desses choques primários para avaliar a necessidade ou não de aumentos de juros para combatê-los. Como o BCB escreveu que a desaceleração da economia deve minimizar esses efeitos secundários, a barra para uma elevação dos juros parece alta neste momento. Por isso, mantemos a projeção de manutenção dos juros em 13,75% a.a. até, pelo menos, o meio do ano, quando os choques inflacionários devem ser mais intensos e a desaceleração econômica, menos relevante, com uma possibilidade de queda a partir daí, quando o cenário se inverte. Portanto, o cenário que se vislumbra atualmente para 2027 é de inflação alta, juros altos e economia desacelerando. Como o governo vai lidar com isso? A resposta a essa pergunta vale muito, e a escolha de Trabuco para conduzir a política econômica é um bom sinal. Oxalá ele não repita a breve trajetória de outro executivo oriundo do Bradesco, Joaquim Levy, que padeceu nessa mesma encruzilhada em outro governo petista, de Dilma Rousseff. Pode ser que a história não se repita, mas às vezes rima.

[1] Achamos melhor usar a média no período do que um ponto específico no tempo porque, dessa forma, evitamos a discricionariedade e, portanto, minimizamos o risco de subestimar ou superestimar a desvalorização cambial.
[2] A nosso ver, uma cotação irreal que reflete mais o desejo de ver uma figura como Luiz Carlos Trabuco no Ministério da Fazenda do que a certeza de que ele aceitaria o convite.
[3] https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202603/rpm202603b8p.pdf.

Frase da Semana

"A estabilidade não é tudo, mas, sem estabilidade, tudo é nada."

Karl Schiller

G5 Partners	2024	2025	2026	2027
IPCA (%)	4,83	4,26	5,20	5,30
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	1,50	1,30

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.