

REPORT TEMÁTICO

O que está em jogo nessas eleições



OUTUBRO DE 2026

Desafios da conjuntura nas eleições de 2026

Principais *Insights*

- **O mercado precifica uma alta probabilidade de alternância de poder.** A vitória ampla da oposição no 1º turno tirou boa parte dos prêmios de risco num único dia: Ibovespa +7,7%, dólar -4,55% (R\$ 4,98) e DI longo caindo mais de 100 bps. Para esse ganho se manter, o 2º turno precisa confirmar o resultado.
- **O grande dilema do país são os juros altos.** O Brasil tem um dos maiores juros reais do mundo (~9,5% ex-ante), acima de Rússia, Turquia e Argentina, mesmo sem guerra, crise inflacionária ou fragilidade externa.
- **A economia real já paga essa conta.** A inadimplência das famílias está entre as maiores em 15 anos. As recuperações judiciais estão em níveis recordes. Atividade e emprego formal desaceleraram, e as projeções de crescimento da economia têm sido revisadas para baixo.
- **A causa é fiscal.** A inflação acima da meta não explica sozinha uma Selic acima de 13%. Os prêmios na curva vêm da desconfiança sobre as contas públicas, e o próprio Copom reconhece isso.
- **Houve uma tentativa de ajuste em Lula 3, mas insuficiente e contraditória.** O déficit primário caiu de ~2% para ~0,5% do PIB, quase todo pelo lado da receita. A dívida bruta subiu mais de 10 p.p. (71,7% → 81,9% do PIB), puxada pelos juros.
- **Com a dívida pública em disparada, o resultado primário necessário para estabilizá-la é sem precedentes na história recente.** Sob os juros atuais, estabilizá-la exigiria superávit de quase 5% do PIB, nível que o país não atinge desde pelo menos 2002.
- **Não há bala de prata.** Quem vencer só conseguirá derrubar os juros de forma duradoura se tiver um plano fiscal crível, e isso precisa vir logo no início do mandato.

Desafios da conjuntura nas eleições de 2026

1. Preâmbulo

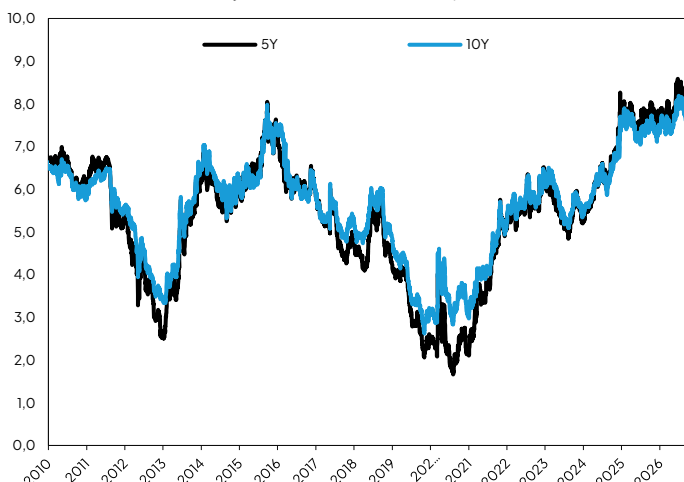
Nas eleições de 2022, a vitória de Lula injetou prêmios de risco relevantes nos ativos financeiros domésticos, sob a perspectiva de que um dos desafios da conjuntura brasileira mais sensíveis para os investidores locais e estrangeiros, a situação fiscal e a dinâmica de longo prazo da dívida pública, estaria em maus lençóis. Mesmo assim, os primeiros trimestres da gestão foram marcados por certa devolução desses prêmios de risco, e o prognóstico deixou de ser tão grave.

Essa dissipação parcial dos receios deveu-se, em alguma medida, à proposição do Novo Arcabouço Fiscal (NAF). Na ocasião, o NAF parecia uma regra de controle fiscal com uma governança mais realista que o antigo Teto de Gastos – cuja rigidez excessiva não se compatibilizava com a realidade política do orçamento público, de modo que foram frequentes os furos no teto –, visto que sua arquitetura criava incentivos para o governo cumprir as regras de resultado primário olhando tanto para as despesas quanto para as receitas. Conforme o mandato avançou, no entanto, alguns elementos reacenderam alertas do mercado. Primeiro, ficou claro que o governo estava muito mais disposto a perseguir o primário por meio do aumento das receitas do que controlando as despesas. Segundo, entendeu-se que o NAF não forneceria resposta para problemas estruturais em torno do crescimento das chamadas despesas obrigatórias do orçamento da União, e que o governo parecia indisposto a abrir esse debate. Terceiro, por fim, a abordagem gradualista do NAF se provou incapaz de conter o crescimento da dívida pública. Essa realidade se impôs violentamente já em novembro de 2024, quando o anúncio da isenção do Imposto de Renda para rendas de até R\$ 5 mil, num momento em que eram esperadas medidas de controle mais eficazes, não só depreciou o real e derrubou os preços da renda fixa, como inaugurou um novo regime mais depreciado para os ativos domésticos, que voltaram a incorporar prêmios de risco significativos.

Na reta final do mandato, uma parcela desses prêmios se dissolveu frente à magnitude surpreendente da vitória da oposição no primeiro turno das eleições, tanto para o Executivo quanto para o Legislativo, no começo de outubro. Nas semanas anteriores ao primeiro turno, já observávamos pequenos impulsos de valorização no câmbio, na renda fixa e na bolsa conforme a narrativa nos corredores do mercado financeiro incorporava maior probabilidade de vitória de Flávio Bolsonaro – e o movimento oposto quando o pêndulo das pesquisas balançava para o outro lado. Não é necessário se escorar em juízos de valor para afirmar que este resultado destrava valor dos ativos brasileiros, basta observar os mercados na segunda-feira após o pleito: o Ibovespa avançou 7,70% aos 206 mil pontos, o câmbio caiu 4,55% para R\$ 4,98 e os juros futuros caíram: mais de 100 bps nos vértices mais longos da curva DI e mais de 60 bps na curva IPCA+. Em poucas palavras, os mercados têm mais confiança em candidatos que sinalizam ajuste fiscal, como visto nas eleições recentes do Chile, da Colômbia

É a confiança do mercado que tem ditado o grande dilema da conjuntura brasileira nos últimos anos: a elevada taxa de juros. O fechamento das curvas registrado após o primeiro turno é um primeiro passo importante, mas sua sustentação e o aprofundamento desse processo ao longo do tempo dependerão do resultado definitivo das urnas neste domingo. Mesmo com o alívio, os juros futuros permanecem bastante elevados, o que ainda força o Banco Central a praticar uma Selic estruturalmente restritiva.

Histórico dos juros reais brasileiros
Em %, extraído da curva de juros diária das NTN-Bs Principal, até 14/10/2026

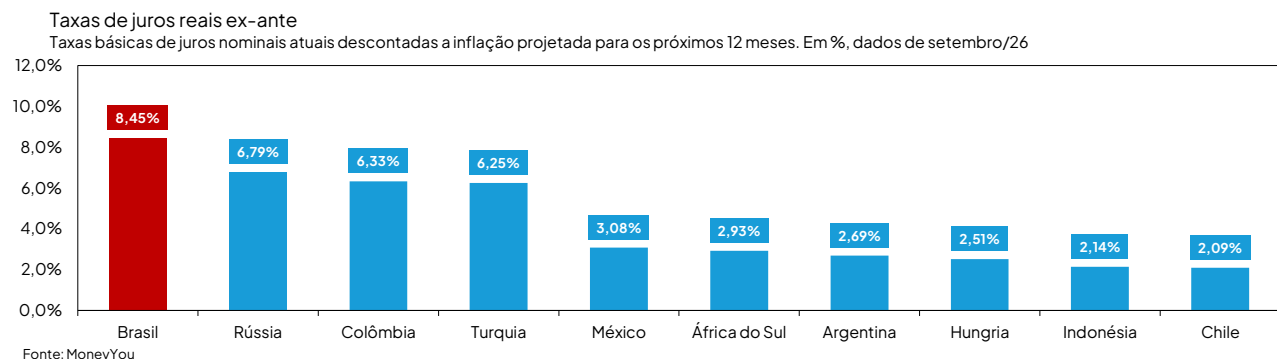


Fonte: Tesouro Nacional, Ghia Family Office

Desafios da conjuntura nas eleições de 2026

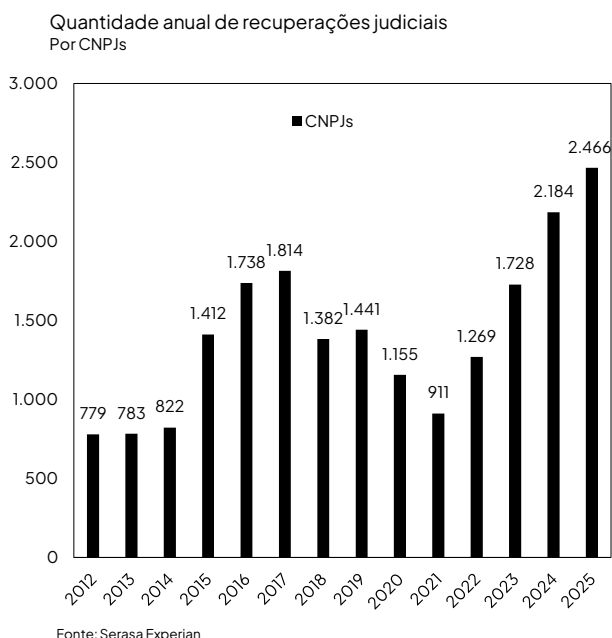
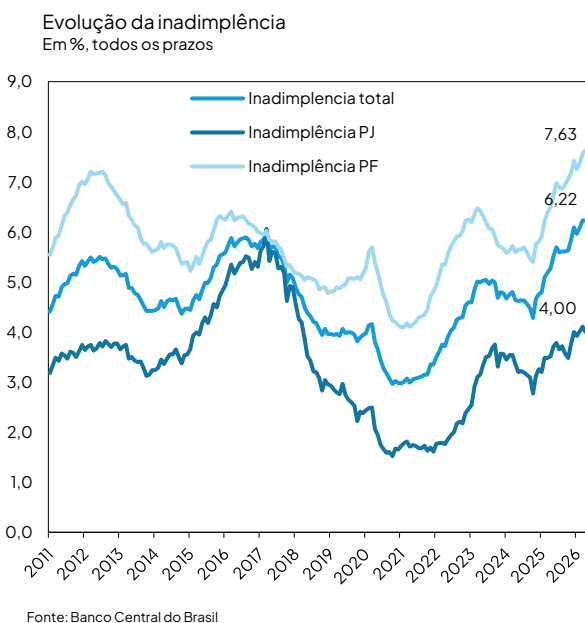
2. Os juros altos

A imagem que melhor ilustra os grandes dilemas a serem enfrentados pela próxima administração, nesse contexto, é a do patamar globalmente elevado dos juros brasileiros, mesmo frente a países em guerra, como a Rússia, em meio a fortes crises inflacionárias, como a Turquia, e até frente a países que combinam inflação de dois dígitos com fragilidade das contas externas, como a Argentina. Nenhum desses desequilíbrios assola a conjuntura brasileira, o que torna o nível elevado dos juros domésticos uma notável anomalia.



Quando apontamos os juros elevados como um problema, não tratamos somente dos juros nominais – o nível da Selic –, mas também dos juros reais extraídos da estrutura a termo das NTN-Bs. Se, por um lado, esses juros reais elevados fornecem uma oportunidade ímpar de investimento, por outro, as consequências para a economia real são inequivocamente negativas. Imediatamente, a própria dívida pública se torna mais cara e retroalimenta a exigência dos credores por taxas maiores nos títulos do governo, o que aprofunda o problema fiscal. Os juros elevados transbordam para o restante da economia ao encarecerem o crédito pessoal, o capital de giro e a dívida das empresas e ao travarem o investimento produtivo, tanto porque tornam o *funding* mais escasso quanto porque simplesmente o desincentivam. Sob juros altos, o cálculo racional das firmas pondera os retornos certos de uma aplicação financeira contra o risco de se investir em máquinas, equipamentos e contratações visando retornos incertos, e conclui que o risco, muitas vezes, não se paga.

Em poucas palavras, uma taxa de juros persistentemente alta piora as condições financeiras para todos os agentes da economia real. Os dados divulgados pelo Banco Central do Brasil demonstram um dos níveis mais elevados de inadimplência das Pessoas Físicas nos últimos quinze anos, e a trajetória para Pessoas Jurídicas também tem sido ascendente desde a recuperação do pós-pandemia. A pressão do aperto financeiro sobre as empresas é especialmente notável observando o avanço das recuperações judiciais nos últimos anos, cujo total tem crescido ano a ano desde 2021, conforme dados do Serasa Experian.

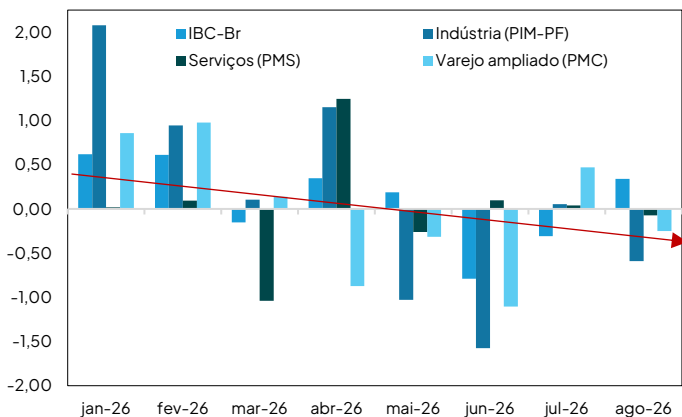


Desafios da conjuntura nas eleições de 2026

2. Os juros altos

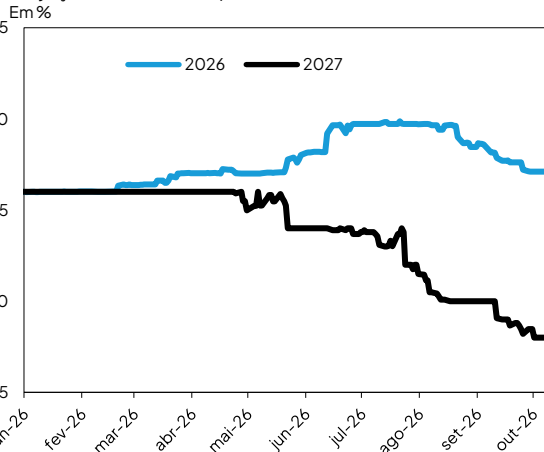
A consequência imediata dos juros altos e do mal-estar financeiro causado é observada nas métricas de atividade econômica. Após permanecerem resilientes ao longo dos primeiros anos de Lula 3, os indicadores setoriais divulgados pelo IBGE têm apresentado resfriamento relevante desde o segundo quadrimestre deste ano, o que tem reduzido as projeções do mercado para o PIB de 2026 e de 2027 no Boletim Focus.

Variação mensal dos indicadores setoriais de atividade econômica
Em %



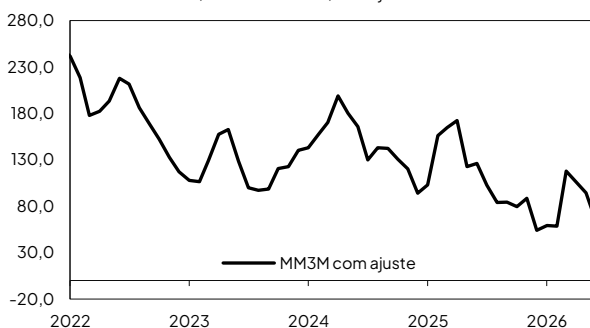
Fonte: IBGE, Banco Central do Brasil

Projeções de PIB anual pelo Boletim Focus



O mercado de trabalho também tem refletido a desaceleração causada pelos juros altos. Apesar de a taxa de desemprego permanecer rodando em patamar saudável nos últimos trimestres, o ritmo de criação de novos empregos formais, mensurado pelo CAGED, tem diminuído visivelmente em resposta à baixa confiança no cenário prospectivo.

Criação de empregos formais pelo CAGED
Média móvel de 3 meses, em mil unidades, com ajuste sazonal



Fonte: Ministério do Trabalho

3. O desafio fiscal por trás dos juros

Como estabelecemos anteriormente, os juros elevados são a consequência de fatores concretos e de expectativas. A princípio, o Banco Central determina a taxa Selic observando o cenário externo, a atividade econômica, inflação corrente, a inflação esperada e a precificação dos juros futuros na curva. A conjuntura atual não é particularmente marcada pelo descontrole inflacionário, mas o IPCA tem rodado acima do teto da meta de inflação do Banco Central, de 4,5%, e as expectativas de inflação estão desancoradas. Estes fatores justificam algum grau de aperto monetário, mas **difficilmente explicam o patamar da Selic acima de 13%** que observamos nos últimos anos, menos ainda os prêmios de risco elevados presentes na curva de juros para prazos longos. **A causa que falta é a política fiscal do governo federal, ou melhor, a baixa confiança dos investidores na condução das contas públicas**, que os faz exigirem remuneração mais elevada para compensar o risco fiscal percebido. Nas suas últimas atas de reunião, o próprio Copom tem mencionado a política fiscal como um fator importante no prêmio de risco na curva de juros e na desancoragem das expectativas:

*"A política fiscal tem um impacto de curto prazo, majoritariamente por meio de estímulo à demanda agregada, e uma dimensão mais estrutural, **que tem potencial de afetar a percepção sobre a sustentabilidade da dívida e impactar o prêmio a termo da curva de juros**". Ata da 281ª reunião do Copom (set/26)*

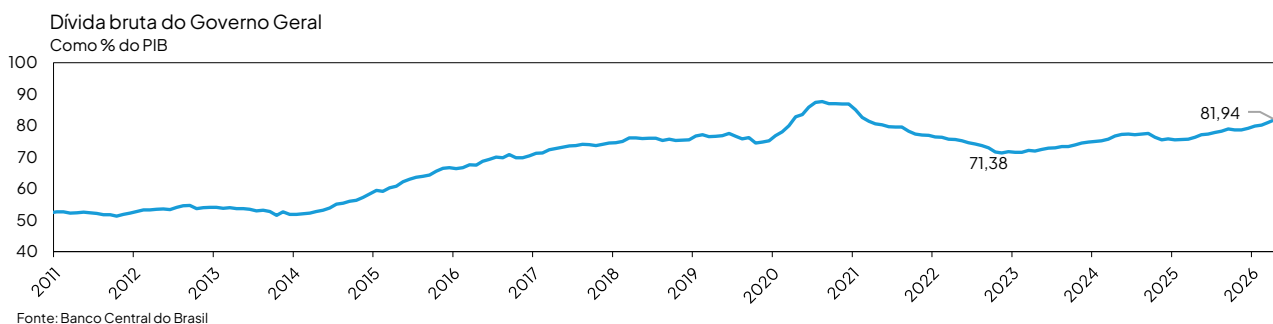
Temos, portanto, a política fiscal no centro do debate sobre os juros domésticos. A condução fiscal do governo Lula 3 foi insuficiente para conter os receios de desequilíbrio no resultado primário, na evolução da dívida e nas contas públicas de modo geral.

Desafios da conjuntura nas eleições de 2026

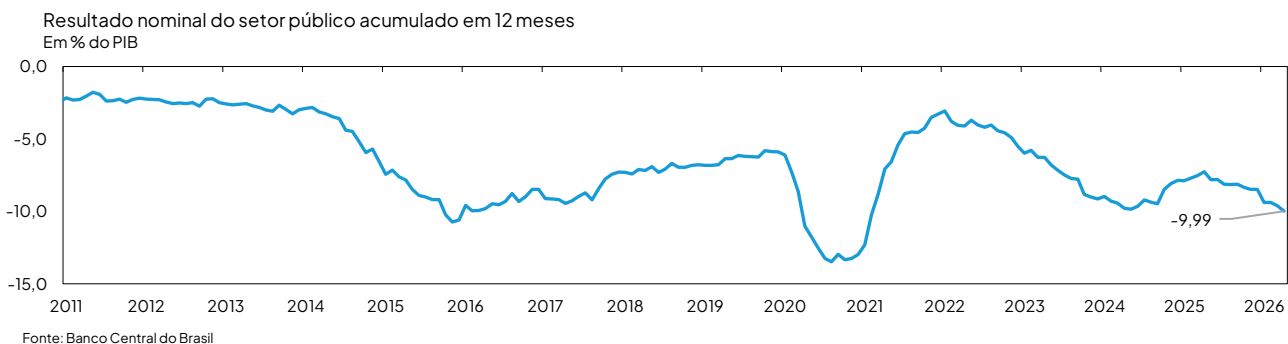
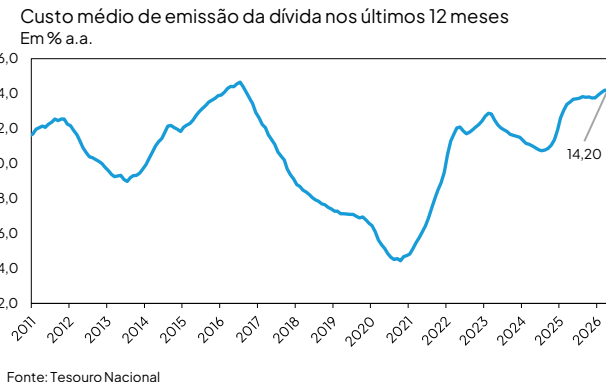
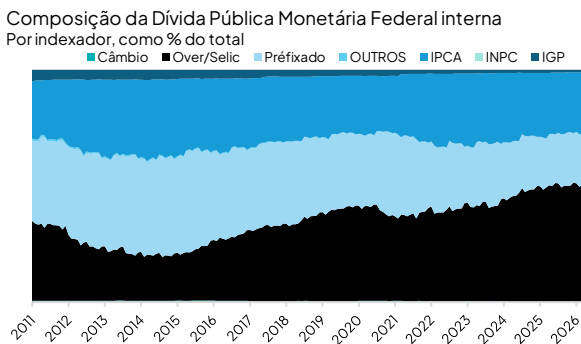
3. O desafio fiscal por trás dos juros

O esforço fiscal no governo Lula 3 não foi nulo, mas insuficiente. O Novo Arcabouço Fiscal foi bem-sucedido em compatibilizar manutenção e expansão de programas sociais com algum nível de ajuste do resultado primário, que foi de déficit de 2% do PIB em 2023 para o déficit de aproximadamente 0,50%, esperado pelo Focus para 2026. O fato de haver um ajuste gradual em curso, paradoxalmente, pode ser parte do problema por alguns motivos.

Primeiro, cria-se a ilusão de que esse ritmo pode ser mantido nos próximos anos até que se atinja um superávit – já tratamos sobre a escolha do governo federal de focar os esforços de recomposição do resultado primário via aumento das receitas, em detrimento de redução das despesas. Essa estratégia tem um teto político baixo, especialmente considerando a nova composição da Câmara dos Deputados e do Senado. Segundo, não leva em consideração o fracasso do NAF em endereçar o esmagamento das despesas discricionárias pelas obrigatórias que, em sua maioria, têm seu crescimento vinculado ao crescimento das receitas ou do salário mínimo, como é o caso dos gastos com previdência social. Terceiro, e mais importante: **o ajuste gradual não impede que a dívida pública permaneça em trajetória de expansão**, mesmo que sua principal fonte de crescimento seja o pagamento de juros, justamente em virtude dos elevados juros exigidos pelo mercado para o refinanciamento do governo. **A dívida bruta (DBGG), nesse contexto, aumentou mais de 10 pontos percentuais no terceiro mandato de Lula.**



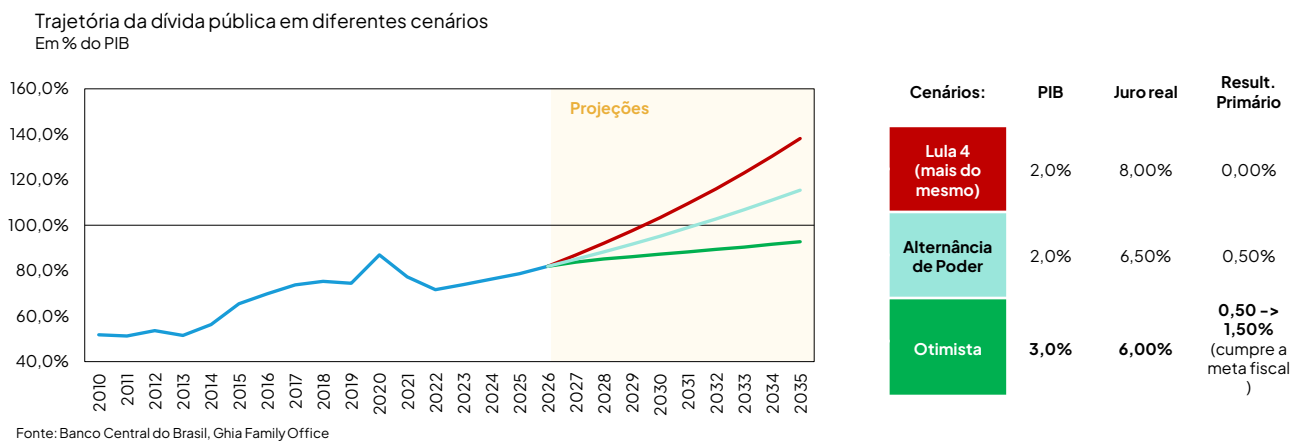
Com isso, o Tesouro Nacional é forçado a emitir novos títulos a taxas mais elevadas e, consequentemente, a administrar uma composição da dívida pública desfavorável: mais curta, mais pós-fixada e com um custo médio de emissão mais caro. A pressão é imediatamente refletida no Resultado Nominal do governo, que acumula déficits uma ordem de grandeza superiores ao Primário, justamente em virtude do elevado pagamento de juros. Para ilustrar, nos 12 meses até junho de 2026, os juros da dívida somaram R\$ 1,16 trilhão.



Desafios da conjuntura nas eleições de 2026

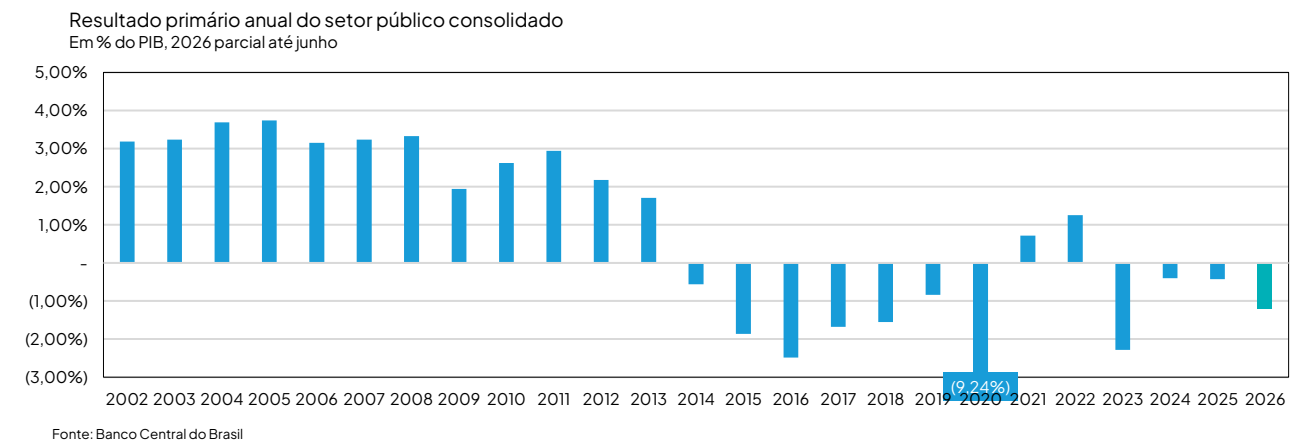
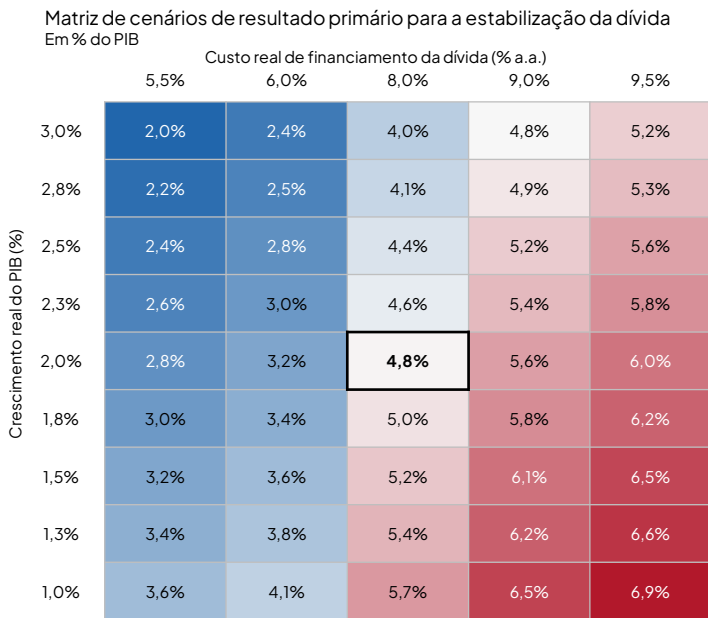
3.1. O caminho adiante

Sob as condições atuais, estabilizar a relação dívida/PIB é um desafio significativo. Traçamos alguns cenários simplificados, dependentes do resultado das eleições deste ano, para ilustrar trajetórias hipotéticas para a dívida. O primeiro deles, "Mais do Mesmo", ocorre sob um quarto mandato de Lula e supõe crescimento do PIB de 2%, manutenção do prêmio de risco sobre os juros reais, que chegaram ao patamar de 8% ao longo deste ano, e resultado primário anual neutro. O cenário "Alternância de Poder" supõe o mesmo crescimento do PIB, apoiado pela dissolução de parte do prêmio de risco do juro real, a 6,5%, e superávits primários de 0,50%. O cenário otimista imagina um contexto de forte crescimento da economia, com avanço de 3% do PIB, redução maior dos juros reais para 6% e cumprimento das metas de superávit primário a partir de 2027. Como se vê no gráfico abaixo, apenas no cenário otimista a dívida pública não chega a 100% do PIB nos próximos dez anos – e mesmo neste cenário, a dívida não se estabiliza.



Além disso, a partir de um pequeno exercício matemático de simulação, a matriz ao lado exibe os superávits primários que seriam necessários para estabilizar o crescimento da dívida pública em diferentes cenários de crescimento do PIB e de custo real de financiamento da dívida. Perceba como no cenário "Mais do Mesmo" o superávit primário exigido é de quase 5% do PIB, um ajuste virtualmente impossível de ser executado.

Desde 2002, o setor público nunca registrou um superávit primário acima de 4% do PIB.



Desafios da conjuntura nas eleições de 2026

4. Considerações finais

Concretamente, o cenário é desafiador para quem quer que saia vencedor das eleições presidenciais deste ano. Não há bala de prata para a questão fiscal no Brasil, de modo que boa parte da melhoria das condições monetárias no país – isto é, a redução dos juros – será movida, no primeiro momento, pela capacidade do Poder Executivo de **construir confiança em torno de um plano crível e efetivo para a política fiscal**.

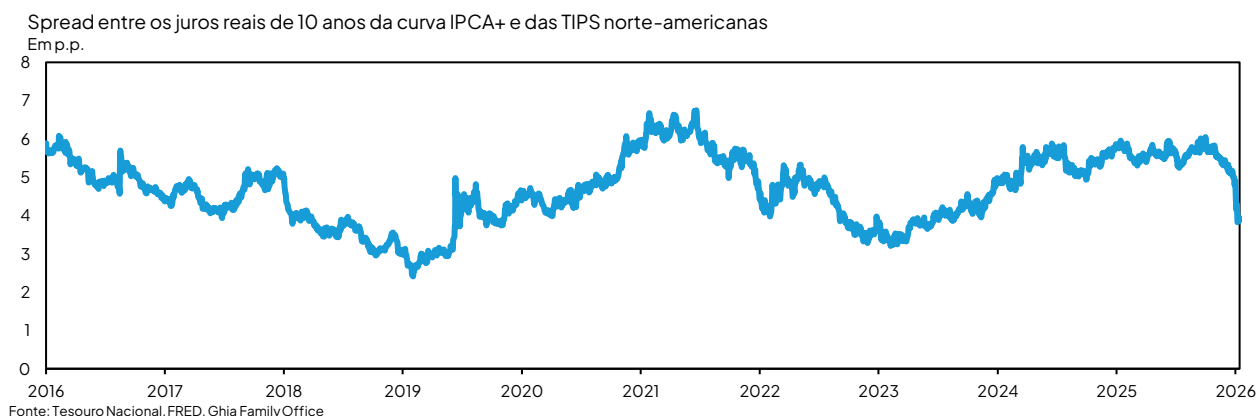
Os ativos domésticos vêm sendo sustentados pela expectativa de alternância de poder, e boa parte desse otimismo já está nos preços. Por isso, **o 2º turno tende a gerar movimentos assimétricos**. Uma vitória de Flávio Bolsonaro confirmaria o que o mercado precificou, mas o espaço para novos ganhos dependerá da rapidez com que o novo governo apresentar um plano fiscal concreto. Nossas próprias simulações mostram que a troca de governo, sozinha, não estabiliza a dívida.

Uma vitória de Lula deve devolver parte relevante dos prêmios dissolvidos depois do 1º turno. Nesse caso, o cenário internacional, já desfavorável e marcado por avanço dos juros também nas economias desenvolvidas, volta a ter peso maior sobre os ativos locais. A nova composição do Congresso limita a estratégia de ajuste pela receita, e o mais plausível é que o ajuste gradual continue, a passos curtos e com as idas e vindas dos últimos quatro anos. Em qualquer dos cenários, os juros reais seguem em patamar historicamente elevado. Para o investidor, isso combina remuneração alta na renda fixa indexada com potencial de valorização caso a agenda fiscal ganhe credibilidade.

Como nuance, vale ressaltar que O aumento dos juros reais norte-americanos, medidos pela taxa das TIPS, combinado à queda dos juros reais da curva IPCA+, diminuiriam o *spread* entre os juros domésticos e os estadunidenses.

Com isso, independentemente do resultado eleitoral, o próximo presidente lidará com um cenário externo mais adverso. A principal economia do mundo, os EUA, tem enfrentado um problema próprio de alta de seus juros futuros, motivados tanto por pressões inflacionárias no contexto da guerra do Oriente Médio quanto por preocupações com a política fiscal e evolução da dívida pública. Os mercados têm se tornado mais atentos aos problemas fiscais das economias centrais mundo afora, o que aumenta a barra de escrutínio das economias periféricas. Isso significa que, mesmo no cenário benigno, em que o mercado retoma a confiança na política fiscal brasileira, o piso para os juros domésticos está mais alto – não só por fundamentos domésticos, mas porque subiram os juros pagos pelos ativos mais seguros do mundo, as *treasuries* norte-americanas.

Nesse contexto, é especialmente importante o compromisso firme com a melhoria dos fundamentos da economia doméstica. Planos críveis, que enderecem as raízes do desequilíbrio fiscal brasileiro, serão o principal instrumento para navegar por um cenário global que cada vez mais penaliza economias endividadas e para retomar a confiança necessária para inaugurar um novo ciclo de investimentos no Brasil.



REPORT TEMÁTICO

O que está em jogo nessas eleições

OUTUBRO DE 2026

- Este material foi elaborado para uso exclusivo do destinatário final e tem objetivo meramente informativo. Não constitui recomendação, consultoria jurídica, contábil ou tributária, nem oferta de qualquer produto ou serviço. As análises aqui apresentadas refletem a leitura do nosso time de Alocação sobre acontecimentos e pesquisa de mercado. Antes de tomar qualquer decisão patrimonial ou sucessória, consulte o seu planejador e o seu advogado para que todas as circunstâncias do seu caso sejam devidamente consideradas.
- Este material é meramente informativo, não constitui orientação jurídica e não possui valor legal. Foi elaborado em Outubro 2026, com base nas regras e interpretações vigentes até então. A partir dessa data, alterações na legislação, medidas provisórias ou mudanças regulatórias podem impactar as informações aqui apresentadas.

Fortalecendo famílias, **perpetuando patrimônios.**

ghiafamilyoffice.com.br