

Neo
DEZ/24



O ESTRANHO CICLO ELEITORAL DE 2026

RELATÓRIO ECONÔMICO
por Luciano Sobral,
Economista-chefe da Neo

 Autorregulação
ANBIMA
Gestão de Recursos

O estranho ciclo eleitoral de 2026

Se existisse um manual maquiavélico para governos que tentam ganhar reeleições democráticas (ainda não li o famoso [manual para ditadores](#) de Bruce Bueno de Mesquita), certamente um dos principais capítulos seria sobre como operar o ciclo político-econômico. O assunto é documentado e estudado há muito tempo (na literatura de economia, o trabalho pioneiro, do Nobel de 2018 William Nordhaus, completa 40 anos em 2025) e há mais ainda vem sendo praticado por políticos das mais diversas geografias e orientações ideológicas. Sob a vigilância dos mercados e as restrições impostas por regras fiscais, a prescrição do manual poderia se resumir a alguma austeridade no início do mandato para poder gastar o máximo possível às vésperas da eleição. Nas palavras de outro manual pragmático, este para investidores¹:

“Os incentivos para um presidente entrante visto com ceticismo pelos mercados soar market friendly são muito altos. Afinal, a principal alternativa é ter que lidar com um colapso imediato do mercado de câmbio, o que gerará inflação e um impacto negativo no crescimento. A maioria das administrações market unfriendly, portanto, decide que é melhor ferver o sapo lentamente, em vez de despejar água fervente no mercado.”

A esta altura (o dólar opera a R\$6,27 enquanto escrevo), é óbvio notar que o governo Lula III vem rasgando tal manual desde até antes do início do governo (apoiando e ampliando a PEC da Transição, depois nomeando uma equipe econômica majoritariamente identificada com a Esquerda e propondo uma regra fiscal que, sob premissas realistas, não leva à estabilidade da relação dívida/PIB, além de outras medidas) e que, neste segundo ano de mandato, resolveu “despejar a água fervente no mercado”, colhendo o “colapso imediato do mercado de câmbio” e suas implicações (mais sobre isso adiante).

A economia política da polarização (e da paranoia)

O que levou Lula a passar por cima de uma estratégia tão consagrada e conhecida? Pode ser que, simplesmente, a preferência ideológica tenha vencido o pragmatismo. Porém, esta teria sido, no máximo, uma vitória parcial, já que o governo atual acabou, de alguma maneira, endossando várias práticas herdadas dos governos de direita anteriores, como um limite para o crescimento dos gastos, a meta de inflação de 3% e a independência (ao menos de jure) do Banco Central.

Outra explicação está em uma leitura do ambiente político pós-eleições de 2022. A vitória nas urnas por margem apertada, seguida por um (agora bem-documentado) plano de ruptura

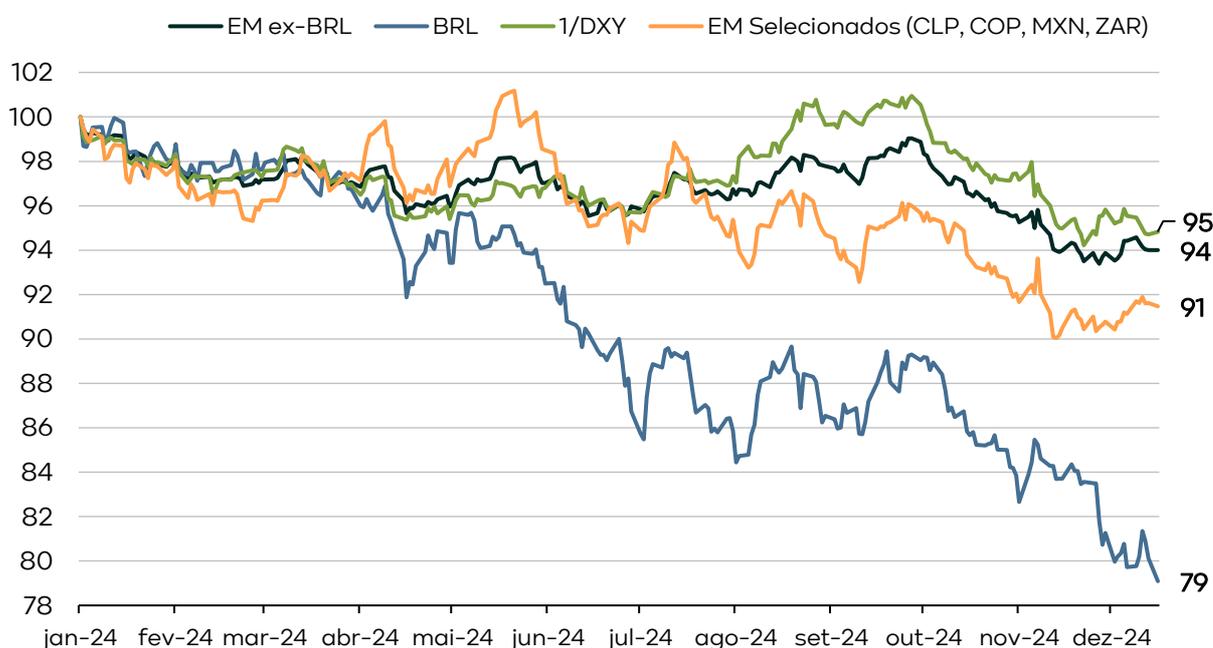
¹Willer, Bala Chandran & Lam, Trading Fixed Income and FX in Emerging Markets: A Practitioner’s Guide. Tradução livre.

antidemocrática e pelo vandalismo em Brasília em janeiro de 2023 teriam levado à conclusão que a população poderia ir às ruas para pedir a cabeça de Lula por qualquer deslize de popularidade. A solução seria manter a economia aquecida, de preferência via transferências que permitam que as faixas de menor renda da população continuem aumentando o nível de consumo. O possível aumento da inflação seria um efeito colateral que poderia ser mitigado por um ambiente global mais favorável, que levaria à valorização do real e menor pressão em preços de bens.

Certos ou errados o diagnóstico e a política econômica que o seguiu, chegamos ao início de 2024 ainda em “fervura lenta” e, de fato, com perspectiva de alguma ajuda do cenário externo. No primeiro boletim Focus de 2024, a mediana do mercado esperava queda da taxa Selic até 9,0%, com o câmbio estável ao redor de R\$5,0/US\$ e inflação anual esperada até o final do mandato presidencial entre 3,5% e 4,0%.

O “fogo” começou a aumentar entre abril e maio, com a revisão da meta fiscal para 2025 e a divisão entre “novos” e “velhos” diretores do Banco Central no que seria o último corte de juros do ano, para 10,50%. Ao final de maio, o real acumulava, no ano, desvalorização contra o dólar de 6pp a mais que as principais moedas de emergentes comparáveis (ver gráfico abaixo). Naquela ocasião, o mercado futuro de juros ainda precificava a taxa Selic estável até meados de 2025.

Índices de moedas v. USD (começo de 2024=100)



Fontes: Bloomberg, Neo.

Em outubro, com o mercado precificando a vitória de Trump nas eleições americanas, ficou claro que a ajuda do cenário externo não chegaria. Em novembro, com a apresentação da proposta de

reforma do imposto de renda de pessoa física, a água fervente foi despejada e o mercado de câmbio, como seria previsto, aprofundou o colapso.

A polarização política (que faz com que a popularidade de qualquer governante tenha pontos de partida e teto baixos, já que quase metade do eleitorado jamais achará o presidente bom) e o medo constante de ameaça ao mandato parecem ter potencializado a preferência ideológica por aumento constante de gastos públicos, quebrando a lógica do ciclo político-econômico e esgarçando a relação entre o governo e os mercados. O benefício dessa custosa deterioração só pode ser entendido se, curiosamente, voltarmos a essa lógica.

A volta do ciclo eleitoral e dominância fiscal

Como notamos acima, qualquer um que simulou a trajetória da dívida/PIB brasileira sob as regras do arcabouço e premissas realistas para juros e crescimento concluiu que mesmo o cumprimento dessas regras levaria a uma trajetória sempre crescente para aquele indicador. O arcabouço no máximo garantia um crescimento controlado da dívida e entregaria para o próximo governo um ponto de partida passível de um novo ajuste, mais duro, mas ainda gradual.

Ao longo de 2024, o mercado trabalhou na maior parte do tempo com esse entendimento. Os preços de mercado e o debate econômico descambaram para o risco de dominância fiscal apenas em novembro, após o anúncio, junto com o pacote de controle de gastos (que deve aumentar a probabilidade do arcabouço ser mantido até 2026), da intenção de isentar de impostos os rendimentos individuais até R\$5.000, promessa de campanha tantas vezes defendida e propagandeada por Lula.

A reforma da renda traz (ao menos) três problemas para os mercados. Primeiro, o risco de déficits maiores que os previstos pelo arcabouço, já que, mesmo que nas planilhas a isenção seja compensada por novas medidas de arrecadação junto aos mais ricos, aquelas causariam uma queda imediata nas receitas cuja compensação dependeria da efetividade das novas incidências de impostos, que podem ser alvo de Elisão e contestação judicial. Segundo, a transferência de renda para uma parcela da população que poupa menos e consome mais provavelmente retardaria o efeito dos juros altos no consumo, dificultando o controle da inflação. E, por último e talvez o mais relevante, se aprovada, a reforma da renda poderia ser decisiva nas eleições de 2026, ao isentar cerca de 70% dos declarantes de imposto de renda e distribuir (estimativas da Fazenda) R\$35 bilhões nos bolsos da maioria da população no ano da votação.

Voltando ao ciclo eleitoral: a operação aderente às regras orçamentárias vigentes do ciclo para 2026 exige que as medidas sejam incluídas nas propostas que serão discutidas em 2025. Era, portanto, uma questão de meses até que propostas como a reforma do IR aparecessem. A

surpresa do anúncio de novembro foi mais com a forma e o timing desastrado do que com o conteúdo. A isenção, como notamos, foi uma das propostas econômicas mais reiteradas pelo presidente e, como mostram pesquisas recentes, tem potencial para aumentar a popularidade do governo e, como consequência, suas chances de reeleição.

Aqui se encaixa a discussão de dominância fiscal. Entende-se como dominância fiscal a situação em que os mercados deixam de acreditar que o governo agirá para corrigir a trajetória de crescimento da dívida/PIB e a alternativa mais provável, já que calotes em dívida denominada em moeda local são raros, é uma aceleração deliberada da inflação, que “resolve” por vias tortas o problema do endividamento.

Até poucos meses atrás essa trajetória causava algum desconforto, mas não descontrolou nos preços de mercado. A reforma do IR colocou o gorila na sala ao aumentar a probabilidade de reeleição de um governo que, por mais que se apreciem os esforços da equipe econômica para entregar suas metas, a cada oportunidade desdenha da importância de se comprometer com políticas que ancorariam as variáveis econômicas mais importantes. Daí, acreditamos, vem a dominância fiscal: caiu a probabilidade de, a partir de 2027, termos um governo que reverta o crescimento da dívida como proporção do PIB – seja por menos chances de vitória da oposição, seja por mais indisposição do PT com a ortodoxia após uma aposta bem-sucedida (i.e. teria ganho a reeleição) no estímulo constante à demanda.

A “final de jogo único” e os próximos anos

O vice-presidente Geraldo Alckmin costuma dizer que os mandatos para o Executivo brasileiro são “de oito anos, sujeitos a à interrupção depois dos primeiros quatro”. A tirada resume a vantagem histórica (aqui e alhures) dos incumbentes, alimentada pelo conhecimento da população (recall), pelo acesso a e controle de (mesmo sem recorrer à ilicitude) recursos públicos e pela operação do ciclo econômico.

Porém, a polarização, como descrito acima, e as grandes flutuações macroeconômicas da pandemia e dos anos que a seguiram podem ter anulado ou até revertido essa vantagem. Como notou em [artigo recente](#) o ótimo John Burn-Murdoch, colunista de dados do Financial Times, os incumbentes perderam votos em todas as dez maiores eleições de 2024, a primeira vez que isso ocorreu em quase 120 anos de registros. Na América Latina, em 23 eleições livres realizadas desde 2019 o partido concorrendo à reeleição venceu apenas três² (Paraguai em 2023 e México e República Dominicana em 2024).

²[Dados do professor Gerardo L. Munck](#), completados pelo autor.

Se a vantagem do incumbente desapareceu ou foi revertida, a estratégia dos partidos candidatos à reeleição também deve mudar – como mudou a estratégia das equipes que disputam a final da Copa Libertadores da América a partir de (coincidentemente) 2019, quando o torneio passou a ser decidido em jogo único em cidade-sede previamente definida. Se antes fazia sentido correr poucos riscos no primeiro jogo (mandato) e poupar o time, sobretudo se o jogo de volta fosse disputado em casa (o equivalente futebolístico à vantagem da incumbência), não há recuperação possível para uma derrota no jogo único, e todas as forças devem ser usadas para ganhá-lo. O dia seguinte importa menos, sobretudo se, desde o início, seu time (partido) não for o favorito.

O Brasil começará 2025 em meio a uma crise de confiança nos mercados, catalisada, via erro estratégico ou efeito colateral previsto, pelo início da operação do ciclo eleitoral de 2026. Essa crise já contratou, sobretudo via depreciação cambial, um aumento na inflação para 2025 que deverá em breve afetar a popularidade do governo. O choque de juros sendo entregue pelo Banco Central também deve, via condições piores de crédito e menos crescimento, também ser detrator de popularidade. Dificilmente o governo assistirá parado à deterioração das suas perspectivas para 2026: como quem sai perdendo o jogo único, partirá para o ataque para tentar virar a partida, com o claro risco de acabar perdendo por goleada. Aqui acaba a utilidade da metáfora esportiva, já que qualquer vencedor das eleições terá que lidar com os custos deixados pelo derrotado.

A tramitação da reforma da renda no Congresso definirá parte da história dos próximos anos. O restante, entre os “conhecidos desconhecidos”, se dará (sem contar os fatores globais, como o que fará Trump uma vez que inicie o mandato) pela reação do governo a essa prevista queda de popularidade pelos prováveis aumento na inflação e desaceleração da atividade.

Um custoso aprendizado de 2024 foi que o governo ainda não deixou de apoiar medidas fiscalmente irresponsáveis ou propôs uma correção de rota por reações ruins do mercado financeiro às suas decisões. Com essa grande “tolerância a dor”, ao menos enquanto a chamada economia real estiver relativamente bem, é difícil esperar mais tranquilidade para a segunda metade do mandato presidencial.

Disclaimer

O presente relatório foi preparado pela Neo Multimercado Gestão de Recursos LTDA ("NEO") para o uso exclusivo do destinatário, não podendo ser reproduzido ou distribuído por este a qualquer pessoa sem a expressa autorização da NEO. Opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material constituem o nosso julgamento considerando-se as atuais condições de mercado e as informações às quais tivemos acesso, podendo estar sujeitas a revisões e alterações frequentes. Algumas informações desse material são baseadas em simulações de performance passadas. As simulações levam em consideração uma série de simplificações e premissas que podem ser difíceis de serem replicadas em condições reais de mercado. Ao contrário de resultados reais, as simulações de retorno não refletem operações efetivamente realizadas e, em função disso, podem subestimar ou superestimar os impactos de fatores como liquidez, diferenças entre preços de compra e venda dos ativos e outros eventuais custos de transação. As simulações possuem uma série de limitações e o resultado das mesmas não deve ser considerado como promessa ou garantia de performance pois poderão ocorrer diferenças significativas entre o resultado obtido nas simulações e o retorno real obtido pelas estratégias. As simulações não devem ser utilizadas para realizar comparações com performances efetivamente verificadas. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. AO INVESTIDOR É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO AO APLICAR SEUS RECURSOS.

