

Expectativas para o Brasil

Novembro de 2026

Caros investidores,

Nos meses anteriores à eleição, o mercado vinha alimentando a esperança de que um novo governo assumiria o Brasil e adotaria políticas econômicas com mais responsabilidade fiscal e mais apoio ao desenvolvimento de negócios. O resultado do primeiro turno excedeu as expectativas: foi eleito um Congresso mais alinhado à direita e Flávio Bolsonaro terminou à frente de Lula na contagem de votos, contrariando as pesquisas. Com as esperanças reforçadas, entre o último pregão antes do primeiro turno e o último antes do segundo, o IBOV subiu 6,8%, o dólar caiu 4,3% e a taxa de juros de longo prazo (LTN 2032) recuou de 14,15% para 12,89% ao ano.

O resultado do segundo turno destruiu a esperança do mercado subitamente, e os ajustes vieram tão rápido quanto a surpresa. Na segunda-feira após a votação, o IBOV caiu 13,9%, o dólar subiu 8,2% e os juros subiram 2,6% para 15,5% ao ano. Ao final da semana, o IBOV havia acumulado queda de 18,1%, o dólar alta de 9,0% e os juros alta de 2,4%. Foi a pior semana da bolsa desde março de 2020 e a maior alta semanal do dólar desde 2008. Hoje, há entre os investidores brasileiros um clima de mau humor, frustração e desesperança que não víamos há muito tempo.

Durante disputas eleitorais, cada candidato apresenta seu próprio plano de governo como a salvação do país e os planos de seus adversários como caminhos para a ruína. Passada a disputa, há uma inclinação de manter na memória essas narrativas recentes, que são propositalmente exageradas.

Em momentos como esse, é especialmente importante não se deixar levar pelas emoções nem pelo impulso de seguir a reação da maioria. Precisamos ser realistas quanto às expectativas para o Brasil, entender como elas afetarão as empresas locais e verificar se o impacto súbito nos preços criou oportunidades de investimento.

O plano do governo

Nos 24 anos entre a primeira vitória de Lula e hoje, o PT governou o Brasil por 17,5 anos. Tivemos apenas 2,5 anos sob o governo de centro de Temer e 4 anos sob o governo de direita de Bolsonaro, com atuação muito limitada pela pandemia. Com a

esquerda no poder por tanto tempo, o que vivemos hoje já é o resultado das políticas do PT e a linha de ação de Lula em seu próximo mandato provavelmente será a continuação do que vem sendo feito até hoje. O próprio partido pode promover eventuais ajustes de conduta, mas por autocrítica e não por pressão externa, já que o PT tem um histórico de antagonismo com o mercado e costuma atribuir pouca credibilidade às críticas que vêm dele. A questão, então, é: o que o PT e seus apoiadores defendem hoje como a melhor política econômica para o Brasil?

O programa de governo de Lula afirma que "A taxa de juros é hoje o que a inflação foi no passado no Brasil: promove concentração de renda e desorganiza a nossa economia". O diagnóstico não difere muito do que o próprio mercado aponta como um grande mal, mas as propostas do governo para solucionar o problema são frágeis.

A solução proposta para o desequilíbrio fiscal é a manutenção do arcabouço já em vigor. Sua regra principal limita o crescimento real das despesas do Estado a 70% do crescimento real da arrecadação, ou a 50% se a meta de resultado primário do ano anterior tiver sido descumprida, mas com o crescimento final sempre limitado à faixa de 0,5% a 2,5% ao ano acima da inflação. Para que a regra funcione, a arrecadação precisa crescer, seja pelo crescimento da economia, seja pelo aumento de impostos.

A aposta do governo é a saída pelo crescimento econômico. Como apoio ao crescimento, o plano apresenta a Nova Indústria Brasil (NIB), política de reindustrialização cujo principal instrumento é a oferta de crédito subsidiado para setores selecionados pelo governo. Também agregam ao pacote investimentos em infraestrutura logística, fomento à economia digital e medidas de proteção à indústria nacional, como barreiras tarifárias e benefícios condicionados a conteúdo local.

Há grande ênfase na promoção da igualdade econômica. O plano afirma que "O desenvolvimento nacional não se realiza pela soma dos crescimentos regionais, mas pela capacidade do Estado de tratar o equilíbrio territorial como critério permanente de suas políticas". Traz também propostas de incentivo aos pequenos negócios: "Vamos transformar as micro e pequenas empresas em protagonistas da inovação, das exportações e da transição verde, fortalecendo o empreendedorismo feminino."

Nada de muito novo em relação ao que o governo vem defendendo e implementando há bastante tempo. Vamos às críticas que temos a essas propostas.

Nossa visão sobre esse plano

Não há o que discutir quanto ao crescimento econômico ser a melhor saída para o problema brasileiro, mas não vemos as políticas do governo atual como eficientes para impulsionar o crescimento do Brasil.

O próprio histórico da nossa economia aponta a ineficiência dessa abordagem, que vem sendo implementada há mais de uma década. Passado o boom das commodities (2003-2011), o PIB brasileiro cresceu pouco mais de 1% ao ano, em média.

O problema não está nas metas estabelecidas. Reduzir a taxa de juros, incentivar a reindustrialização do país e investir em infraestrutura e tecnologia são objetivos dos

quais poucos discordariam. O mal está nos meios escolhidos para atingi-los, que nos parecem alheios à realidade econômica e marcados por inconsistências internas. O caso da indústria brasileira ilustra bem a dissonância entre os objetivos e os atos do governo.

Por um lado, o desenvolvimento da indústria nacional é tratado como objetivo estratégico e recebe linhas de crédito subsidiado. Por outro, o próprio governo agrava os problemas de mão de obra. A redução da jornada de trabalho de 44 para 40 horas semanais sem redução de salário, bandeira do governo promulgada como emenda constitucional em outubro, isoladamente, aumenta em 10% o custo de mão de obra. Em paralelo, o trabalho formal vem sendo desincentivado pela possibilidade de um indivíduo trabalhar na informalidade e subdeclarar sua renda ao Estado para receber benefícios sociais. Diversas empresas, inclusive investidas nossas, relatam dificuldade cada vez maior de preencher suas vagas nas faixas de salário iniciais. O problema é amplamente conhecido e há pouca ação governamental contra as fraudes de subdeclaração de renda e sonegação de impostos no trabalho informal.

Também nos parece que o governo atual não considera que a eficiência econômica, principalmente no setor industrial, está ligada à livre competição e aos ganhos de escala. O plano de promover a igualdade passa por redistribuir recursos das regiões mais bem-sucedidas do país para as menos desenvolvidas. Das grandes empresas para as pequenas. O discurso tem um apelo estético à la Robin Hood, mas prejudica o desenvolvimento econômico do país. Imaginem a aplicação desse princípio aos investimentos: para promover a igualdade entre as empresas de um portfólio, a proposta seria reinvestir os dividendos dos negócios mais lucrativos naqueles menos lucrativos. Dificilmente isso geraria bons resultados.

A própria China, governada há mais de 75 pelo partido comunista, entendeu que acelerar o crescimento e promover a igualdade por meio da redistribuição de riquezas são objetivos incompatíveis. Deng Xiaoping adotou o discurso de que nem todos os chineses poderiam enriquecer ao mesmo tempo e que o país apoiaria os que tinham mais chance de enriquecer primeiro para que esses pudessem ajudar os demais depois. O governo criou as Zonas Econômicas Especiais e, mais tarde, tolerou por anos que algumas de suas campeãs nacionais adotassem abertamente a jornada de trabalho 9-9-6: das 9h da manhã às 9h da noite, 6 dias por semana. Foi esse pragmatismo econômico brutal, e não o vermelho da bandeira chinesa, que fez o milagre econômico do século acontecer.

A reboque da baixa probabilidade de crescimento forte sob o plano deste governo, vem o problema fiscal. O arcabouço em vigor depende de crescimento para funcionar bem. Em um ano de recessão, a regra de que os gastos públicos devem crescer ao menos 0,5% acima da inflação, mesmo que a arrecadação caia, ampliaria o déficit e a dívida pública.

Essa é a fragilidade que o mercado critica há tempos e que contribui para manter elevadas as expectativas de inflação e os juros, justamente os problemas que o próprio governo aponta como preocupações centrais.

Impacto sobre as empresas locais

O Brasil não é a terra mais fértil para negócios há muito tempo. Nossos empresários são sobreviventes que resistiram a inúmeras crises e conseguiram prosperar apesar do ambiente econômico difícil. Empresas que existem há décadas não serão derrubadas pelo resultado dessas eleições. Várias delas, inclusive, continuarão prosperando, da mesma forma que prosperaram ao longo de anos sob governos do mesmo partido. Não há nenhuma grande descontinuidade à frente. O mal que enfrentaremos nos próximos anos é um mal já bem conhecido.

O que torna o futuro mais preocupante é a fase do ciclo de crédito em que estamos. Tanto o governo quanto as famílias estão em patamares de endividamento bastante altos. Cedo ou tarde, passaremos por um período de desalavancagem que terá efeito contracionista sobre a economia e provavelmente será acompanhado de inflação e repressão financeira, pela dinâmica que descrevemos em nossa carta “O Futuro dos Países Endividados“(Maio/2026).

Mesmo estando muito longe do nosso ideal, não vemos grandes ameaças existenciais pela frente. Os problemas que descrevemos são bem conhecidos pelo mercado, de modo que os preços atuais já incorporam esses cenários pessimistas e carregam um retorno implícito equivalente à taxa de juros atual somada a um prêmio de risco relevante.

Novas oportunidades

De forma agregada, a queda do IBOV parece ter feito apenas com que o índice retorne ao patamar em que esteve entre junho e agosto deste ano, mas as ações individuais oscilaram de maneira bem mais dispersa. Empresas exportadoras de commodities subiram, enquanto várias empresas dependentes do mercado local caíram muito abaixo dos níveis em que negociaram no restante do ano. É daí que surgem as oportunidades de investimento.

Na fatídica segunda-feira pós-eleição, nossos fundos estavam com mais de 27% de caixa. Fizemos algumas compras ao longo da semana, inclusive de uma ação que estava aprovada para investimento há meses e só agora chegou ao nosso preço de compra. Continuamos com um nível de caixa elevado e, por isso, vivemos a situação paradoxal de estarmos também apreensivos com o futuro do Brasil, mas, ao mesmo tempo, desejando que o desânimo geral do mercado se estenda um pouco mais e derrube os preços das ações que queremos comprar.

Essa é nossa anedota para lembrar que sempre há oportunidades no mercado e que o futuro de cada um depende mais das próprias ações do que do ambiente político e macroeconômico. Mesmo em meio a adversidades, é possível prosperar e ter uma boa vida. O que mais aumenta nossas chances de sucesso é trabalhar duro, com disciplina e racionalidade. Então, é exatamente isso que pretendemos continuar fazendo.