

CARTA SEMANAL

E agora, José?

30 DE OUTUBRO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 179

G5 Partners

O título da edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) é uma referência a um dos poemas mais famosos de Carlos Drummond de Andrade, que começa com os seguintes versos: *“E agora, José? / A festa acabou, / a luz apagou, / o povo sumiu, / a noite esfriou, / e agora, José?”*.

Troca-se “José” por “Brasil” – ou mesmo por “Lula” –, e essa é nossa situação atual: a eleição passou, e os problemas ficaram. E agora, Lula? Tentar responder a essa pergunta é o objetivo do OCM de hoje.

Mas, antes disso, vamos só fazer alguns comentários sobre a vitória do atual presidente.

A reeleição de Lula teve dois grandes alicerces: as medidas tomadas entre o primeiro e o segundo turno, principalmente o aumento do Bolsa Família, e o fortalecimento do “Exército do Lula”, grupo liderado pelo deputado André Janones (REDE/MG). No primeiro caso, apesar de podermos dizer que elevar o valor do benefício seria falar para “convertidos”, a medida não apenas reverteu uma tendência de crescimento de Flávio Bolsonaro no segmento dos beneficiários do programa, como também reforçou o discurso de que o candidato do PL poderia alterar isso. A antecipação do pagamento para os dias anteriores ao pleito foi a “cereja do bolo”. Já com relação ao “Exército do Lula”, no OCM da semana passada havíamos chamado a atenção para o perigo que essa mobilização representava para a candidatura de Flávio, e os resultados das urnas corroboraram isso. A abstenção no segundo turno foi a menor desde 2006 e acrescentou quase 3 milhões de eleitores ao universo de votos; a redução dos votos brancos adicionou mais 870 mil, e a dos nulos, 950 mil; e não há nenhuma explicação para esse movimento que não a mobilização da campanha do candidato do PT liderada pelo “Exército do

Lula”. Ou seja, aos mais de 9 milhões votos dos candidatos derrotados no primeiro turno, foi acrescentado um universo de quase 5 milhões de leitores a serem disputados, tornando mais fácil a virada de Lula. Mesmo assim, o desempenho do atual presidente foi impressionante, com 10,4 milhões de votos a mais do que no primeiro turno, o que significa que de cada 100 daqueles votos em disputa no segundo turno, ele capturou 74. E a extensão da votação teve algum efeito nesse resultado? Não, mas foi mais uma intervenção indevida do Supremo Tribunal Federal (STF) sobre as eleições que gerou uma falta de isonomia, com algumas seções abertas e outras fechadas, reforçando a necessidade de algum tipo de “freio de arrumação” na justiça brasileira em geral e no STF em particular.

Em 2022, Lula não entendeu o motivo de sua vitória e governou apenas para sua base, esquecendo-se da aliança que formou para derrotar Jair Bolsonaro. Será que vai entender agora? Pesquisas divulgadas às vésperas do pleito mostraram que mais de 50% dos entrevistados diziam que Lula não merecia ser reeleito, e grande parte delas mostrava a desaprovação de seu governo acima da aprovação. Portanto, não foi o bom governo de Lula que ganhou a eleição, mas a escolha de um candidato de oposição com alta rejeição. E qual foi o principal motivo para essa insatisfação do eleitor? Principalmente os juros altos, que aumentaram o comprometimento da população com serviços da dívida, eliminando assim todo o ganho salarial do trabalhador. A sensação do eleitor era

de estagnação, mesmo que a economia da “planilha” dissesse outra coisa. E qual é a solução para isso? A resposta a essa pergunta vai definir o que será o governo Lula 4.

Se a resposta for a que o presidente deu na entrevista à Globo – de que tem que acabar essa “*babaquice de ajuste fiscal*” –, o cenário será bastante desafiador. Os juros continuarão altos em uma economia em que a inadimplência da Pessoa Física (PF) se aproxima das máximas históricas e, pelo lado das empresas, o número de Recuperações Judiciais (RJ) bate recorde. Ou seja, a chance de “quebradeira” generalizada é real em um cenário de perda de fôlego da economia, que nos jogaria em um círculo vicioso parecido com o que vimos no segundo mandato de Dilma Rousseff.

Por outro lado, se a resposta for o reconhecimento de que o motivo para os juros altos é o aumento dos gastos, Lula terá o mercado ao seu lado, o que ajuda no processo, mas enfrentará um novo desafio: manter o foco. A economia já tem uma desaceleração contratada, e ajustes fiscais só têm efeitos positivos sobre o crescimento econômico no médio prazo; ou seja, no curto prazo esse ajuste aprofunda a perda de fôlego da atividade, o que terá impactos relevantes na popularidade do presidente. Será que Lula teria resiliência para manter o ajuste, mesmo com a piora de seus índices de aprovação? Provavelmente não, mas boa parte dessa resposta passa pela escolha dos novos ministros da Fazenda e da Casa Civil. São os dois postos-chave do governo, e os nomes a ocupá-los podem determinar a cara do Lula 4.

No caso da Casa Civil, os dois principais postulantes são Fernando Haddad, ex-ministro da Fazenda; e Camilo Santana, ex-ministro da Educação. O primeiro era “pule de dez” até o segundo turno, mas perdeu o brilho

exatamente pelo crescimento do último, considerado um dos artífices da virada de Lula na eleição. Entretanto, temos que lembrar que Santana é senador e pode ter algum cargo de liderança no Senado, onde será travada a principal guerra entre o governo e a oposição, enquanto Haddad está “desempregado” após a derrota para Tarcísio de Freitas em São Paulo. Na visão do mercado, Haddad teria mais chances de apoiar um ajuste fiscal do que Camilo. Já pelo lado do Ministério da Fazenda, os nomes que têm circulado no mercado são o vice-presidente Geraldo Alckmin e o governador reeleito do Piauí, Rafael Fonteles. Dos dois o mais qualificado seria, sem dúvida nenhuma, o último, que tem mestrado em Economia no Instituto de Matemática Pura e Aplicada (IMPA). Entretanto, ele tem um problema prático para assumir o cargo: precisaria renunciar ao posto de governador, para o qual foi reeleito com 71% dos votos. Portanto, a combinação que teria a melhor receptividade do mercado seria Haddad/Fonteles e a pior, Camilo/Alckmin. Entretanto, nomes são apenas nomes em um governo que, no fim, vai ter as políticas definidas pelo próprio Lula; e os desafios serão enormes, a começar pelas medidas tomadas entre o primeiro e o segundo turno, que pioraram o quadro fiscal para 2027 em R\$ 50 bilhões. Ou seja, o sarrafo para que medidas de ajuste nos gastos do governo tenham efeitos positivos sobre os ativos brasileiros aumentou e, em nossa concepção, o governo não entregará o que dele se espera.

É provável que boa parte das medidas a serem tomadas no início tenham como propósito mais abrir espaço no orçamento do que propriamente ajudar no equilíbrio fiscal. Um exemplo disso seria mudar o indexador dos mínimos constitucionais de saúde e educação – atualmente é a Receita Corrente Líquida (RCL) – e/ou criar um mecanismo para que eles sigam as regras do

arcabouço fiscal nos moldes da Lei Complementar nº 235, que definiu gatilhos que podem ser acionados quando houver projeção de déficit primário no Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP). No caso de um ajuste fiscal propriamente dito, podemos ver uma alteração no percentual de crescimento real das despesas dentro do arcabouço fiscal – dos atuais 2,5%, para 2,0%, por exemplo. Entretanto, medidas mais fortes – como mudar a regra do salário mínimo ou desvincular o Benefício de Prestação Continuada (BPC) dele – não devem ser tomadas, do mesmo modo que não devemos esperar reformas como a da Previdência.

Portanto, a busca de algum equilíbrio das contas públicas continuará a ser buscado através do aumento de receitas, como a tributação de títulos isentos, como LCAs, LCIs, CRIs, CRAs e debêntures incentivadas – a imposição de um Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) no momento da compra entra nesse rol –, e/ou do aumento de alíquotas de taxações já existentes, como por exemplo da tributação de lucros e dividendos, que poderia ser elevada dos atuais 10%, para 15%. Ou seja, o Lula 4 terá a “cara” do Lula 3, apenas com a vantagem de não ter uma “PEC da Transição” e a desvantagem de sair de um nível de dívida com relação ao PIB muito mais alto e com a economia em desaceleração. Como, parafraseando Albert Einstein, *“insanidade é fazer o mesmo experimento diferente vezes e esperar resultados diferentes”*, não dá para esperar que a manutenção da estrutura da política econômica dos últimos quatro anos gere, nos próximos quatro, resultados muito diferentes daqueles obtidos no último mandato. E quais seriam esses? Inflação oscilando entre 4,5% e 5,5%, o que acarreta juros estruturalmente mais altos, que dificilmente cairiam para abaixo de 11%, com o consequente crescimento da dívida pública. Por isso,

aumentamos nossa expectativa para a inflação em 2027, de 4,50% para 4,80%, e da Selic, de 11,75% a.a. para 12,50% a.a. Quanto ao dólar, para 2026 retornamos para nossa projeção de R\$ 5,50 do início do ano, com um viés de alta devido à possibilidade de haver frustração com as políticas econômicas do novo governo de Lula ao mesmo tempo que o fluxo de saída de recurso fica mais forte no final do ano; ou seja, um cenário parecido com o do final de 2024. Para 2027, duas variáveis serão determinantes – além, é claro, da postura fiscal do governo: o nível de juros e o cenário externo. Como o primeiro deve favorecer a apreciação do real e o último deve ir na direção oposta, esperamos uma estabilidade na cotação com relação ao final de 2026, uma elevação na comparação com os R\$ 5,30 do último OCM.

Onde estarão os maiores riscos do Lula 4? Primeiramente, no Banco Central do Brasil (BCB), que pode ser usado como bode expiatório dos desequilíbrios econômicos e ser cooptado pelo governo através de indicações menos ortodoxas para sua diretoria e/ou presidência, quando o mandato de Gabriel Galípolo se encerrar, ao final de 2028 – uma ressalva importante aqui é que Lula nunca fez nada parecido em seus três mandatos anteriores. Em segundo lugar, no uso de políticas públicas para eleger seu sucessor, principalmente porque, ao contrário do caso do BCB, aqui o histórico é ruim. Para eleger Dilma, Lula puxou o crescimento da economia para níveis claramente acima de seu potencial, deixando para a sucessora um quadro inflacionário com o qual ela não soube lidar. E as possibilidades positivas? Conseguir atrair investimentos estrangeiros para a exploração de minerais críticos e terras-raras e que a margem equatorial confirme as expectativas de grandes reservas de petróleo.

O final do poema de Carlos Drummond de Andrade diz:

*“Sozinho no escuro / qual bicho do mato, / sem teogonia, /
sem parede nua / para se encostar, / sem cavalo preto /
que fuja a galope, / você marcha, José! / José, para
onde?”. Neste momento, só Lula pode responder a essa
pergunta... E agora, José?*

Frase da Semana

“A política é a arte de procurar problemas, encontrá-los, fazer um diagnóstico equivocado e depois aplicar mal os remédios errados.”

Groucho Marx

G5 Partners	2024	2025	2026	2027
IPCA (%)	4,83	4,26	5,30	4,80
SELIC F.P (%)	12,25	15,00	13,75	12,50
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.