



O primeiro ano já está escrito

Expectativa eleitoral, restrição orçamentária e o que o próximo governo encontra sobre a mesa em janeiro de 2027

RICARDO VELES · MANAGING PARTNER & CIO

SÃO PAULO · LONDON

Nas primeiras semanas de setembro, o mercado brasileiro fez um movimento raro. O Ibovespa emendou doze pregões consecutivos de alta, subiu 6,3% apenas na primeira semana do mês e ultrapassou 188 mil pontos, encerrando o pregão de 8 de setembro em 187.366 pontos, alta de 16,3% no ano. O dólar comercial recuou a R\$ 5,0853, e o real consolidou-se entre as moedas de melhor desempenho global em 2026. O gatilho declarado, repetido em relatório após relatório, foi um só: pesquisa eleitoral.

Não foi lucro corporativo. Não foi revisão de balanço. Não foi ganho de produtividade. O que se moveu foi a expectativa sobre quem administrará a política econômica a partir de 2027.

Essa expectativa é legítima e pode se confirmar. Esta carta não trata de qual desfecho eleitoral é preferível, nós não temos posição sobre isso. Ela trata de uma pergunta anterior e estritamente aritmética: **o que, exatamente, o próximo presidente encontra sobre a mesa, e em quanto tempo ele consegue mudá-lo?**

A resposta importa porque há um descasamento relevante entre o horizonte em que o mercado está precificando e o horizonte em que qualquer mudança pode produzir efeito.

I. O QUE O PREÇO ESTÁ DIZENDO

Vale registrar o contraste com precisão, porque ele é o ponto de partida de tudo o que se segue. Enquanto os ativos subiam, as projeções fiscais pioravam.

Em 14 de agosto, o Prisma Fiscal do Ministério da Fazenda, que consolida as projeções de instituições de mercado, registrou deterioração em três das quatro séries relevantes: o déficit primário projetado para 2026 subiu de R\$ 58,1 bilhões para **R\$ 59,1 bilhões**; o de 2027, de R\$ 53,9 bilhões para **R\$ 55,0 bilhões**; e a dívida bruta projetada para 2027 avançou de 86,50% para **86,77% do PIB**.

Preço e fundamento andaram em direções opostas dentro da mesma janela de trinta dias. Isso não é, por si só, uma anomalia, mercados precificam o futuro, não o presente. Mas obriga a uma pergunta objetiva: o futuro que está sendo precificado é executável, e em que prazo?

Convém separar, desde já, duas fontes de retorno que se somaram em 2026 e que costumam ser lidas como uma coisa só. Parte do desempenho brasileiro tem origem real e estrutural: a transição do país a exportador líquido de petróleo cru inverteu o sinal do choque de energia sobre as contas externas, e a alta das commodities passou a entrar na conta corrente como receita. Essa perna do retorno não depende de eleição alguma. A outra parte é a reprecificação de expectativa política das últimas semanas. São naturezas distintas, com prazos e riscos distintos, e é a segunda, não a primeira, que esta carta examina.

O que mudou em setembro não foi a restrição orçamentária brasileira. Foi a expectativa sobre quem irá administrá-la.

II. A PRIMEIRA TRAVA: 92% DO ORÇAMENTO JÁ ESTÁ COMPROMETIDO

Em 1º de setembro de 2026, antes, portanto, do primeiro turno, o Poder Executivo enviou ao Congresso a proposta de Orçamento para 2027. Os números merecem leitura atenta, porque descrevem o espaço real de manobra de qualquer governo que tome posse em janeiro.

O orçamento total soma R\$ 7,4 trilhões, incluindo o refinanciamento da dívida. O número que importa, porém, é outro: o limite de despesas primárias sujeito ao arcabouço fiscal, de **R\$ 2,6 trilhões**. Dentro desse limite, as despesas obrigatórias consomem **R\$ 2,38 trilhões, 92%**. Sobram **R\$ 222,1 bilhões** em despesas discricionárias, ou 8,5% do limite, e é desse resíduo que saem custeio da máquina pública, manutenção de serviços e investimento.

ORÇAMENTO 2027 , PROPOSTA ENVIADA EM 01/09/2026	R\$	% DO LIMITE
Limite de despesas primárias (arcabouço)	2,60 tri	100,0%
Despesas obrigatórias	2,38 tri	91,5%
Despesas discricionárias , todo o espaço de escolha	222,1 bi	8,5%
dos quais, investimentos	133,8 bi	5,1%
Benefícios previdenciários (dentro das obrigatórias)	1,20 tri	46,2%
Benefícios tributários estimados (fora do limite)	567 bi	—

Um único item , os benefícios previdenciários , consome quase metade de todo o limite de despesa. E os benefícios tributários, que não passam pelo limite mas reduzem receita, somam R\$ 567 bilhões, **2,5 vezes tudo aquilo que o governo pode discricionariamente decidir gastar.**

A consequência prática é direta: um presidente que tome posse com o mandato mais claro possível para mudar a política fiscal encontra 92% do orçamento já endereçado por lei, por Constituição ou por vinculação. Alterar esse percentual não é matéria de decreto nem de vontade , exige emenda constitucional, negociação legislativa e, em vários casos, transição de anos. O tempo político disso não se mede em meses.

III. A SEGUNDA TRAVA: A DÍVIDA CRESCE PELO CARREGO, NÃO PELO GASTO NOVO

Há um segundo mecanismo, menos discutido e mais determinante, e ele independe por completo de quem governa.

Nos doze meses encerrados em março de 2026, o setor público brasileiro pagou **R\$ 1,08 trilhão em juros nominais , 8,35% do PIB.** No mesmo período, a Dívida Bruta do Governo Geral alcançou 80,1% do PIB, ou R\$ 10,4 trilhões.

A decomposição divulgada pelo Banco Central é o dado central desta carta. Do aumento de 1,4 ponto percentual do PIB na dívida bruta, **2,4 pontos vieram da incorporação de juros nominais** e apenas 0,4 ponto de emissões líquidas. Em outras palavras: mesmo com o resultado primário próximo do equilíbrio, a dívida cresce por conta própria, pelo custo de carregá-la.

Para dimensionar: a conta anual de juros equivale a **4,9 vezes todo o orçamento discricionário** da União e a 8,1 vezes tudo o que está previsto em investimento para 2027. Nenhum programa de corte de gastos plausível, em nenhum cenário político, produz economia dessa ordem de grandeza no curto prazo.

A conta de juros de um ano equivale a quase cinco vezes tudo aquilo que o governo federal pode escolher gastar.

Isso cria uma circularidade que nenhum resultado eleitoral desfaz por decreto. Reduzir a conta de juros exige queda da Selic e do prêmio de risco. A queda sustentada do prêmio de risco exige credibilidade fiscal. A credibilidade fiscal exige melhora do primário. E a melhora do primário exige mexer nos 92% obrigatórios , o que, por sua vez, exige tempo legislativo. O ciclo se fecha, e ele se fecha em anos, não em trimestres.

Com a Selic em 14,00% ao ano desde 5 de agosto e o CDI corrente em 13,90%, esse carregó é simultaneamente o problema fiscal do país e o prêmio que remunera o investidor local. É a mesma variável entrando duas vezes na conta, com sinais opostos , e é por isso que ela raramente é lida corretamente.

IV. A TERCEIRA TRAVA: O PRIMEIRO ANO JÁ FOI ESCRITO

A terceira restrição é a mais simples de verificar e a menos mencionada.

A proposta orçamentária de 2027 foi enviada ao Congresso em 1º de setembro de 2026. O próximo presidente toma posse em 1º de janeiro de 2027. **Ele governará o primeiro ano de mandato sob um orçamento que não elaborou,** discutido e aprovado por um Congresso eleito na mesma eleição, mas cujo texto-base foi construído antes da apuração.

Um novo governo pode enviar créditos, remanejar dentro dos limites e propor alterações. O que não pode é reescrever a estrutura do gasto de 2027 dentro de 2027. A primeira peça orçamentária efetivamente sua será a de 2028, elaborada ao longo de 2027 e executada a partir de janeiro de 2028.

Some-se a isso o tempo de nomeação de equipe econômica, de construção de base parlamentar e de tramitação de qualquer matéria estruturante, e o horizonte realista para que uma inflexão de política fiscal apareça em dado observável , não em discurso , é **2028.**

V. O DESCASAMENTO DE HORIZONTES

Reunindo as três travas, chega-se ao ponto que motivou esta carta.

O mercado está precificando em setembro de 2026 uma mudança cujo efeito prático sobre a aritmética fiscal começa, na hipótese mais favorável, dezesseis meses depois. Entre uma coisa e outra, o investidor local carrega a posição a um custo de oportunidade de aproximadamente 14% ao ano , porque é isso que o caixa remunerado rende enquanto ele espera.

Três consequências decorrem, e nenhuma delas depende de preferência eleitoral.

A assimetria se inverteu. Depois de doze pregões consecutivos de alta, o cenário que o mercado espera está, por definição, majoritariamente incorporado ao preço. O cenário alternativo não está. O acerto paga pouco; o erro cobra caro.

O instrumento de convicção é frágil. A base informacional do movimento é pesquisa eleitoral, que carrega margem de erro estatística e instabilidade temporal. É um alicerce adequado para dimensionar um trade de evento; é insuficiente para dimensionar uma posição estrutural de patrimônio.

A categoria da posição está trocada. Um investimento cujo gatilho é político e cuja data é conhecida é, tecnicamente, um trade de evento, e exige o dimensionamento, o horizonte e o ponto de saída de um trade de evento. Tratá-lo como alocação estrutural de longo prazo é o erro que costuma aparecer depois, quando já não há o que fazer.

VI. O QUE ISSO SIGNIFICA PARA A ESTRUTURA DE PATRIMÔNIO

Nada do que está escrito acima constitui uma recomendação de reduzir exposição a Brasil, e esta carta não faz recomendação alguma. O que ela propõe é uma disciplina de classificação.

Primeiro, **separar prêmio de risco de prêmio de narrativa.** Parte do retorno de 2026 remunera fundamento, termos de troca, resultado corporativo, diferencial de juros. Parte remunera expectativa política. As duas parcelas têm naturezas, prazos e riscos diferentes, e a carteira que as soma em uma linha só não sabe qual está carregando.

Segundo, **datar a tese.** Se a exposição foi montada por expectativa eleitoral, ela tem data de verificação. Uma posição com data pede um plano para essa data, definido antes dela, não depois.

Terceiro, **medir a exposição líquida ao evento.** Bolsa doméstica, prefixado, crédito privado local e câmbio respondem de maneira distinta, e em parte oposta, a um mesmo desfecho político. Uma carteira agregada sob o rótulo “Brasil” costuma esconder essas exposições em vez de revelá-las.

A eleição altera a probabilidade de um ajuste fiscal. Não altera o tamanho dele.

VII. O QUE NOS FARIA MUDAR DE OPINIÃO

Uma tese que não define suas próprias condições de falseamento é uma opinião. Três desenvolvimentos nos levariam a rever o que está escrito aqui, e listá-los é parte da disciplina.

Uma agenda estruturante aprovada, não anunciada. Se, ao longo de 2027, matéria que altere a rigidez dos 92%, desvinculação, revisão de indexadores, reforma de benefícios tributários, avançar efetivamente no Congresso, e não apenas for enviada, o horizonte de 2028 se antecipa e a precificação atual deixa de parecer apressada. O teste é aprovação em plenário, não intenção declarada.

Uma inflexão na composição da dívida. Se o crescimento da dívida bruta passar a ser explicado majoritariamente por emissões líquidas e não por incorporação de juros, isso indicará que o carregamento cedeu, e o carregamento é a variável que trava tudo o mais. É um dado observável mensalmente nas estatísticas fiscais do Banco Central, e não depende de interpretação.

Uma queda do prêmio de risco que sobreviva ao evento. Se, passada a data eleitoral, a curva longa e o prêmio de crédito permanecerem comprimidos por alguns trimestres, a hipótese de que o movimento foi estrutural, e não de posicionamento, ganha força. O contrário, compressão que se desfaz nas semanas seguintes à apuração, confirmaria a leitura de trade de evento.

Nossa leitura, em síntese: a expectativa que moveu os preços em setembro é plausível, e o país tem mérito no movimento, a virada nos termos de troca é real e estrutural. Mas a distância entre a expectativa e a execução é medida em anos, e o preço de setembro parece descontar um prazo mais curto do que a aritmética permite.

Não escrevemos sobre quem deve ganhar. Escrevemos sobre o que já está pago. Ganhando quem ganhar, a conta continuará sobre a mesa em janeiro.

Ricardo Veles

MANAGING PARTNER & CHIEF INVESTMENT OFFICER · SIGMA TRUST

Fontes. Ibovespa e câmbio: fechamento de 08/09/2026. Sequência de altas e desempenho da primeira semana de setembro: Money Times, 03/09/2026. Projeções de déficit primário e dívida bruta: Prisma Fiscal, Ministério da Fazenda, edição de 14/08/2026. Orçamento 2027: proposta enviada ao Congresso Nacional em 01/09/2026, conforme Portal da Câmara dos Deputados. Juros nominais acumulados em doze meses e decomposição do crescimento da dívida bruta: Banco Central do Brasil, dados até março de 2026, via Agência Brasil. Selic: decisão do Copom de 05/08/2026. Razões e percentuais derivados são cálculos próprios sobre os valores citados.

Aviso. Documento de caráter informativo e educacional, elaborado para clientes e relacionamento institucional da Sigma Trust. Não constitui recomendação de investimento, análise individualizada, oferta pública, solicitação de investimento ou promessa de rentabilidade. As opiniões refletem a leitura da Sigma Trust na data de publicação e estão sujeitas a alteração sem aviso. Rentabilidade passada não é garantia de resultado futuro. Setembro de 2026.

<https://www.sigmatrust.com.br>

<https://www.sigmatrust.co.uk>