

PERSPECTIVAS ECONÔMICAS

A economia depois da eleição **A eleição está decidida. A conta fiscal continua a mesma.**

Cenários fiscais, custo de capital e decisões empresariais para
2027-2030.

Ismael Santos · Sócio fundador
Erik Figueiredo · Sócio, Inteligência Econômica

Data-base: 26/10/2026 · Mercado: fechamento de 26/10/2026 · Dados fiscais até ago/2026

WWW.ALTORIS.COM.BR · TERMOMETRODEVALOR.ALTORIS.COM.BR

SUMÁRIO

Da eleição ao orçamento das empresas.

MÉTODO

O estudo combina três bases: as contas públicas oficiais, a curva de juros e o câmbio de mercado, e os indicadores de 235 companhias abertas do Termômetro de Valor. A partir delas, construímos três cenários para juros, câmbio, inflação e atividade até 2030 e medimos seus efeitos sobre o retorno, o custo de capital e o caixa das empresas. Cada efeito é traduzido em premissa de orçamento ou em decisão de capital.

PARTE I · NOSSA POSIÇÃO

Nossa posição	03
---------------	----

PARTE II · A ELEIÇÃO E O MERCADO

01 O dia seguinte	04
02 A agenda do governo eleito	05

PARTE III · A CONTA FISCAL

03 Para onde vai o dinheiro	06
04 Trinta anos de contas	07
05 O espaço para decidir	08
06 O que move a dívida	09
07 O que a história mostra	10
08 Cenários 2026–2036	11
09 Juros e dívida	12
10 Alternativas de política	13

PARTE IV · O CUSTO DE CAPITAL E AS EMPRESAS

11 Retorno, custo de capital e alocação	14
12 Por setor e por porte	15

PARTE V · O ORÇAMENTO

13 Premissas para o orçamento	16
14 Teste de estresse	17
15 Oito decisões	18

ANEXO

16 Método, limites e fontes	19
-----------------------------	----

NOSSA POSIÇÃO

A eleição define o caminho. A aritmética fiscal não muda.

EM UMA FRASE

O novo mandato começa com dívida em alta e juros elevados por mais tempo. Construímos três cenários para 2027–2030 e traduzimos seus efeitos sobre as empresas em premissas de orçamento e decisões de capital.

O presidente Lula foi reeleito ontem com 51,79% dos votos válidos, contra 48,21% de Flávio Bolsonaro. O mercado reagiu com força: no fechamento, o Ibovespa recuou 13,9%, o dólar subiu 8,2% e os juros futuros de prazo mais longo avançaram 2,54 pontos. Parte do movimento reflete o desmonte de posições montadas para outro resultado e tende a se reverter; parte é reprecificação do risco fiscal.

Nossa leitura é estrutural, não partidária: **não há solução fiscal de curto prazo**. A dívida bruta está em 82,9% do PIB, os juros do governo central somam 8,1% do PIB em 12 meses e cerca de 90% da despesa primária é obrigatória por lei. Em todos os caminhos de política que simulamos, a dívida termina o mandato acima do ponto de partida.

O governo reeleito propõe manter o arcabouço fiscal, com meta de superávit de 0,5% do PIB em 2027. Duas mudanças já aprovadas entram nos orçamentos com data marcada: em janeiro de 2027, a CBS substitui o PIS e a Cofins; em meados de dezembro, a jornada máxima cai para 42 horas semanais, e para 40 horas um ano depois.

Para as empresas, o efeito central é um custo de capital elevado por mais tempo. E elas partem de uma posição frágil: em 2025, a companhia aberta típica obteve retorno de **9,9%** sobre o capital investido, para um custo de capital de **17,1%**; medida empresa a empresa, a diferença mediana foi de 6,7 pontos.

Construímos três cenários para juros, câmbio, inflação e atividade e medimos seus efeitos sobre o retorno, o custo de capital e o caixa das empresas. A orientação que deles resulta tem três partes: **orçar 2027 no cenário Central**, que usa os juros precificados hoje (Selic média de 14,75%) e supõe a regra fiscal inalterada; **dimensionar caixa e dívida no cenário Adverso**; e **recalcular o custo de capital antes de aprovar investimentos**. Para quem tem balanço sólido, a reprecificação também abre oportunidades de aquisição.

Os números do Central partem de um dia de tensão máxima e serão confirmados à medida que o mercado se acomodar. A conclusão não depende deles: com retorno abaixo do custo de capital e juros altos por mais tempo, **o orçamento de 2027 precisa ser revisto sob a ótica do valor econômico**. Recomendamos que cada empresa revise suas premissas à luz desses cenários e teste resultado, caixa e cláusulas de dívida no Adverso antes de aprovar o plano.

A eleição muda as expectativas. A disciplina na alocação de capital continua sendo o que separa empresas que criam valor daquelas que apenas sobrevivem.

Porto Alegre, 26 de outubro de 2026.

Ismael Santos

Sócio fundador

Erik Figueiredo

Sócio · Inteligência Econômica

01 · O DIA SEGUINTE

O mercado reprecificou o Brasil em um pregão.

-13,9%

Ibovespa (fechamento); mínima de -17,3% e circuit breaker às 9h57

R\$ 5,403

Dólar comercial (fechamento), +8,2%; PTAX do dia R\$ 5,50

15,195%

DI janeiro/2035 (fechamento), +2,54 pontos

-26,9%

Índice de small caps (fechamento): empresas domésticas e alavancadas

INDICADOR	FECHAMENTO, 23/10	FECHAMENTO, 26/10	VARIÇÃO
Ibovespa, pontos	205.089	176.608	-13,9%
Dólar comercial, R\$	4,993	5,403	+8,2%
DI janeiro/2028, % a.a.	12,825	14,905	+2,08 pontos
DI janeiro/2035, % a.a.	12,655	15,195	+2,54 pontos

Fonte: InfoMoney e Money Times, fechamento de 26/10/2026; PTAX de venda (R\$ 5,5007): Banco Central, SGS 1. Todas as variações comparam o mesmo indicador na mesma base; a PTAX é informada à parte. O Tesouro cancelou os leilões da semana e recomprou cerca de R\$ 7,1 bilhões em prefixados.

Leituras do mercado sobre a causa

- **Fiscal:** analistas citam a incerteza sobre as contas públicas a partir de 2027 e o risco de medidas expansionistas sem compensação (Ouro Preto, Capital Economics). O BTG afirma que a equipe econômica e medidas concretas definirão a duração da pressão.

Leituras que relativizam o movimento

- **Posicionamento:** parte dos investidores havia comprado ações e vendido dólar apostando no outro resultado (Wiser, Janus Henderson). O Banco Central avalia que parte da desvalorização pode se reverter; a Gavekal vê oportunidade de compra.

LEITURA ALTORIS

Para o orçamento importa menos a queda do dia do que **o nível em que a curva de juros vai se acomodar**, isto é, quanto o mercado vai cobrar para emprestar por prazos longos. Com o DI de janeiro de 2028 em 14,905%, acima da Selic de 13,75%, o mercado deixou de embutir os cortes que o consenso pré-eleição previa para 2027 (fim de ano em 11,75%). É essa curva que ancora o cenário Central desta carta.

O QUE ACOMPANHAR NAS PRÓXIMAS SEMANAS

- Anúncio da equipe econômica e das primeiras medidas fiscais.
- Votação do Orçamento de 2027 e da meta de superávit de 0,5% do PIB; proposta de gatilhos para as despesas obrigatórias.
- Entrada em vigor da escala 5x2 e das 42 horas, em meados de dezembro, e a regulamentação da transição.
- Ação anunciada pelo candidato derrotado no TSE, pedindo a cassação da chapa eleita; o pedido de anulação da eleição foi abandonado (Gazeta do Povo, 26/10). Sem protocolo até a data desta carta.
- Comunicação do Copom e o nível em que a curva de juros e o câmbio se acomodam.

O mercado reagiu ao que espera do novo mandato. O que o governo eleito propõe?

DI: taxa de juros futuros negociada na B3 para cada vencimento; o DI janeiro/2028 indica o juro médio esperado até o fim de 2027 · **Curva de juros:** conjunto dessas taxas por prazo · **PTAX:** taxa de câmbio de referência do Banco Central · **Circuit breaker:** interrupção automática dos negócios na B3 após queda de 10% do Ibovespa.

02 · A AGENDA DO GOVERNO ELEITO

O que foi proposto, o que já está aprovado e o impacto nas empresas.

O programa de governo e as declarações recentes indicam continuidade das regras atuais, com meta de superávit de 0,5% do PIB em 2027 e ampliação do investimento público. O grau de detalhamento varia entre as medidas.

TEMA	SITUAÇÃO	IMPACTO NAS EMPRESAS
Regra fiscal	Proposta: manter o arcabouço. Meta de superávit de 0,5% do PIB (R\$ 73,2 bilhões) em 2027, em votação no Congresso. O ministro da Fazenda discute gatilhos para conter despesas obrigatórias.	A credibilidade da meta define o prêmio nos juros e no câmbio: é a principal premissa do orçamento.
Jornada de trabalho	Emenda Constitucional nº 141, promulgada em 16/10. O Senado aprovou em 14/10 o fim da escala 6x1 (75 a 1 nos dois turnos). Escala 5x2 e 42 horas semanais 60 dias após a publicação, em meados de dezembro de 2026; 40 horas 14 meses após, sem redução salarial.	Custo certo a partir de dezembro, com data: custo por hora, escalas e quadro no varejo, nos serviços e na indústria em turnos.
Reforma tributária	Lei em vigor. Em 2027 a CBS substitui o PIS e a Cofins, o IPI é zerado (exceto Zona Franca) e começa o Imposto Seletivo. Alíquota de referência de IBS e CBS estimada em 27,91%.	Preços, contratos, créditos, sistemas e capital de giro em 2027.
Salário mínimo	Regra vigente: inflação mais o PIB de dois anos antes, com ganho real limitado a 2,5% ao ano.	Custo de pessoal e demanda das famílias de menor renda.
Investimento e crédito público	Proposta: nova edição do Novo PAC, concessões, Nova Indústria Brasil, crédito do BNDES, fundos garantidores para pequenos negócios e Plano Safra maior.	Oportunidades em infraestrutura e linhas incentivadas; em contrapartida, mais demanda por crédito.
Impostos	Mantidas a isenção do IR até R\$ 5 mil e a tributação de fundos exclusivos e offshores. Proposta de "justiça tributária" e revisão de "privilégios e distorções", sem detalhamento.	Risco sobre benefícios e regimes especiais setoriais.

Fonte: programa de governo, conforme Forbes Brasil (6/10/2026) e InvestNews; meta de 2027: proposta do Executivo ao Congresso; jornada: Senado Federal, 14/10/2026, e EC nº 141/2026 (Diário do Grande ABC, Poder360); reforma tributária: Lei Complementar 214/2025 e Comitê Gestor do IBS.

LEITURA ALTORIS

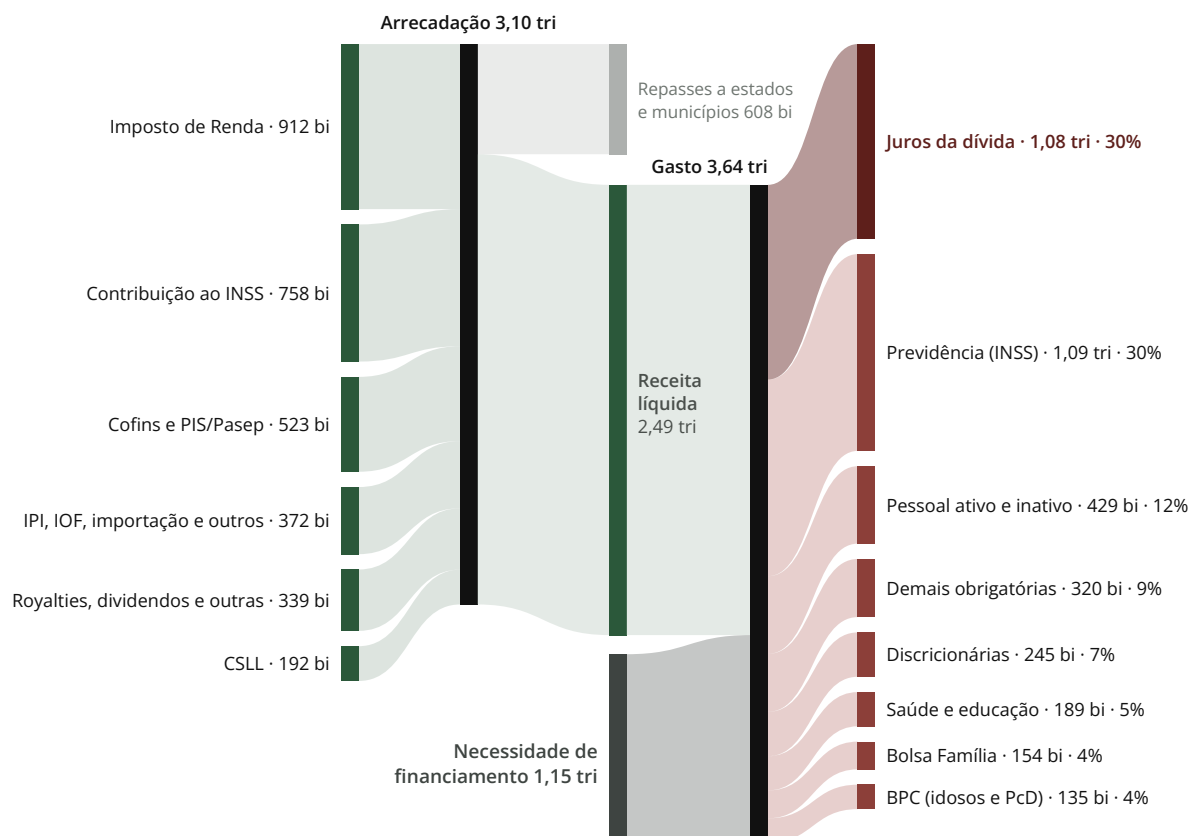
Nenhuma das propostas altera, por si, a conta que leva a dívida para cima: a despesa obrigatória crescendo acima do PIB e os juros sobre um estoque de 82,9% do PIB. O sinal mais relevante para as premissas das empresas é a **regra de contenção das despesas obrigatórias**: se for crível, tende a reduzir o prêmio de risco embutido nos juros; sem ela, o prêmio permanece.

Se nenhuma proposta muda a conta, por quê? Começamos pelo destino do dinheiro.

03 · PARA ONDE VAI O DINHEIRO

Os juros já custam o mesmo que a Previdência.

GOVERNO CENTRAL, R\$ BILHÕES, 12 MESES ATÉ AGOSTO DE 2026



Fonte: Receitas e despesas primárias: Tesouro Nacional, Resultado do Tesouro Nacional (RTN). Juros nominais do governo central: RTN, apurados pelo Banco Central, 12 meses até agosto (no setor público consolidado, 8,9% do PIB). Elaboração Altoris.

Leitura

À esquerda, o que o governo central arrecada, por tributo: R\$ 3,1 trilhões em 12 meses. Ao centro, os R\$ 608 bilhões repassados a estados e municípios e a receita que fica com a União, R\$ 2,5 trilhões. À direita, o destino do dinheiro, inclusive os juros. As bases são diferentes: receitas e despesas primárias vêm do Tesouro; os juros, do Banco Central.

O que significa

A União gastou R\$ 2,56 trilhões fora os juros, mais do que arrecadou, e mais R\$ 1,08 trilhão com juros (8,1% do PIB), valor praticamente igual ao da Previdência. A diferença, R\$ 1,15 trilhão, é a **necessidade de financiamento** do período (o déficit nominal), e não a emissão bruta de títulos, que também inclui a rolagem da dívida que vence.

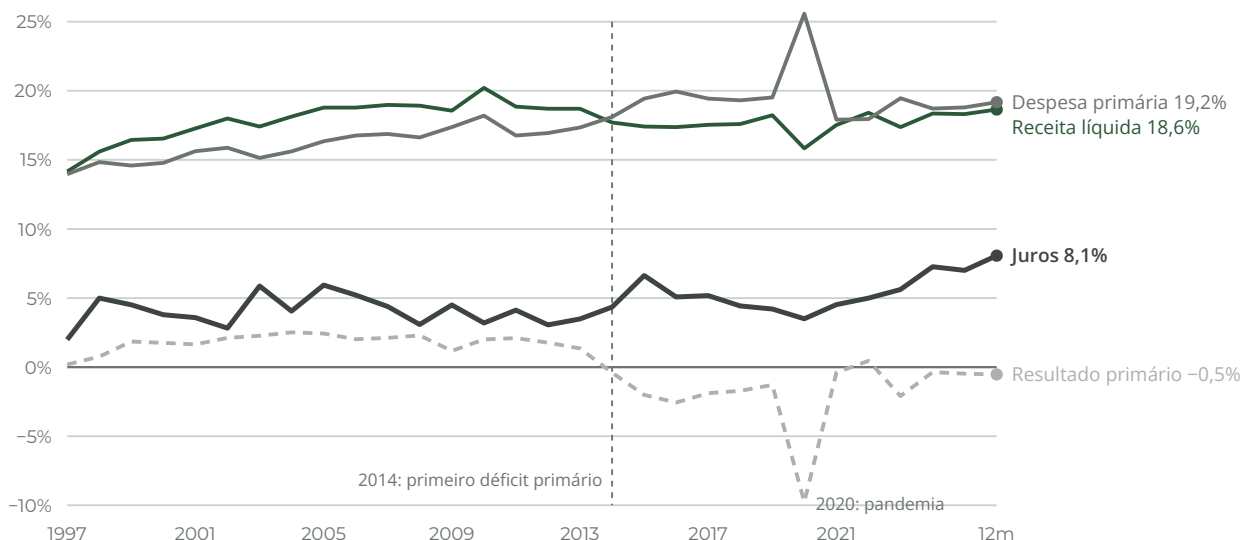
Esse desequilíbrio é recente?

Receita líquida: arrecadação federal menos as transferências a estados e municípios · **Despesas discricionárias:** gastos definidos a cada orçamento, como investimento e custeio; as demais são obrigatórias por lei.

04 • TRINTA ANOS DE CONTAS

Desde 2014 a despesa supera a receita, exceto em 2022, e os juros chegaram a 8% do PIB.

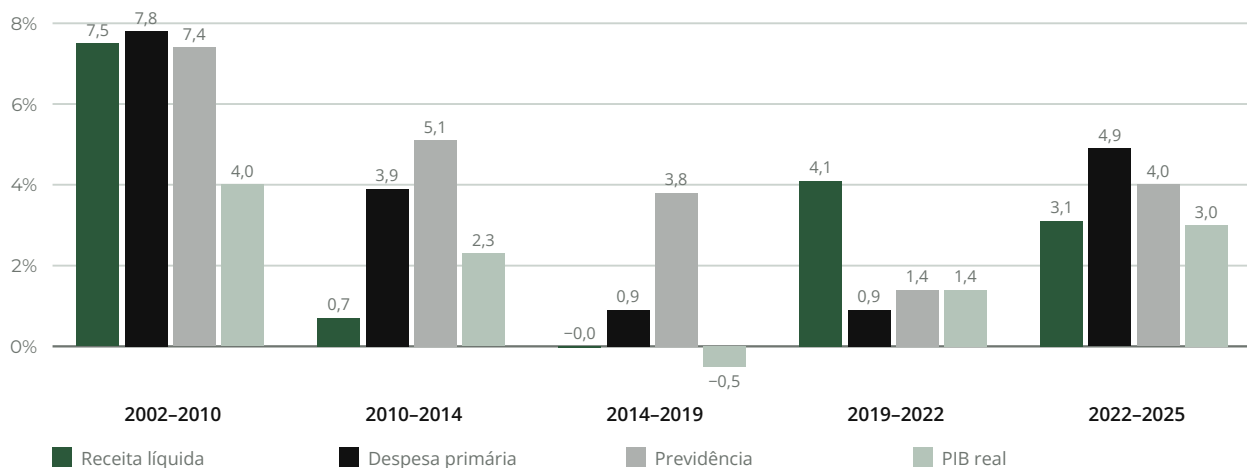
GOVERNO CENTRAL, % DO PIB, 1997 A 2025 E 12 MESES ATÉ AGOSTO DE 2026



Fonte: Tesouro Nacional (RTN) e Banco Central (PIB 12 meses, SGS 4382). Cálculo Altoris.

Leitura. Cada linha é uma conta medida como fatia do PIB, o que tira o efeito da inflação e permite comparar 1997 com 2026. A linha tracejada é o resultado primário: acima de zero, superávit; abaixo, déficit. **O que significa.** A receita está parada perto de 18% do PIB há duas décadas, enquanto a despesa subiu de 14% para 19%. Os juros do governo central chegaram a 8,1% do PIB, o maior nível da série. **Conciliação.** Nos 12 meses até agosto, receita líquida de 18,65% e despesa primária de 19,18% do PIB resultam em primário de -0,53%; os rótulos do gráfico mostram os valores arredondados.

CRESCIMENTO REAL MÉDIO ANUAL, POR PERÍODO



Fonte: Tesouro Nacional (RTN) deflacionado pelo IPCA; PIB real: IBGE (SGS 7326).

Leitura. Cada grupo de barras é um período; a altura é o crescimento anual médio acima da inflação, com o PIB real como referência. **O que significa.** Em quatro dos cinco períodos, a despesa cresceu mais que a receita. A Previdência cresceu acima do PIB em quatro períodos e empatou no quinto, por regras de reajuste e pelo envelhecimento da população: é despesa que cresce sem decisão anual.

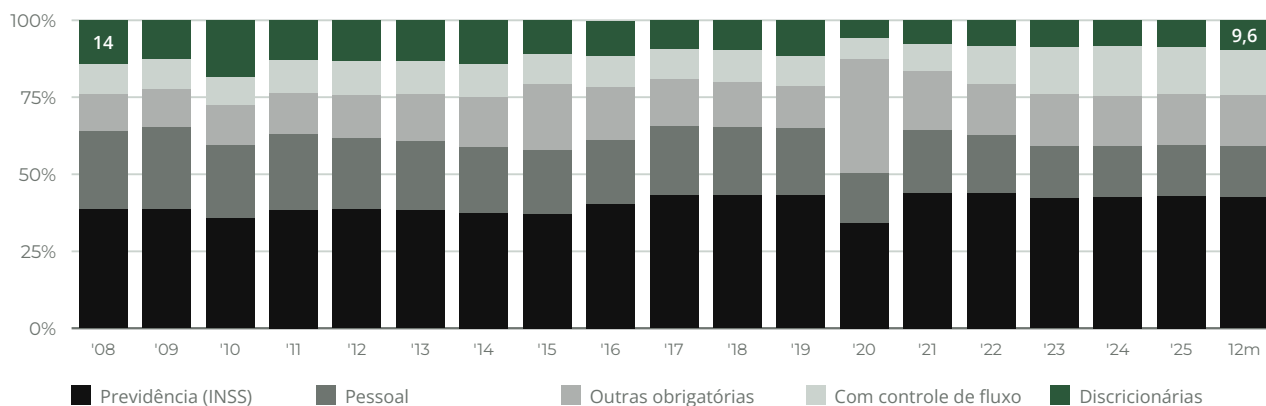
Se a despesa cresce por força de lei, quanto resta para decidir?

Resultado primário: receitas menos despesas do governo, excluídos os juros da dívida.

05 · O ESPAÇO PARA DECIDIR

Nove de cada dez reais já têm destino: o espaço para decidir é mínimo.

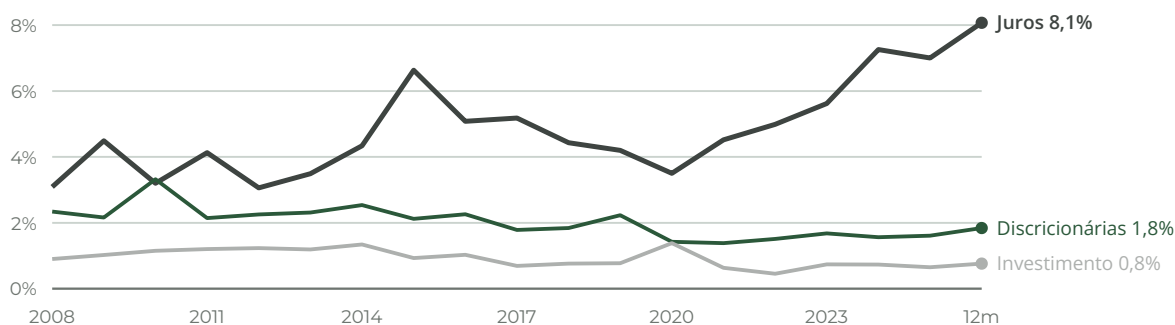
COMPOSIÇÃO DA DESPESA PRIMÁRIA FEDERAL, % DO TOTAL



Fonte: Tesouro Nacional (RTN). Abertura disponível a partir de 2008; 12m: até agosto de 2026.

Leitura. Cada barra é a despesa de um ano, em fatias que somam 100%. Os tons escuros e cinza são despesas obrigatórias por lei; o verde são as discricionárias, que dependem de decisão anual. Hoje, menos de 10% da despesa é discricionária.

JUROS, DESPESAS DISCRICIONÁRIAS E INVESTIMENTO DO GOVERNO CENTRAL, % DO PIB



Fonte: Tesouro Nacional (RTN) e Banco Central.

O que significa. Os juros custam 4,4 vezes as discricionárias e 10,6 vezes o investimento público. Em termos corporativos, equivale a uma despesa financeira dez vezes superior ao investimento. Por isso o ajuste depende de mudar regras das despesas obrigatórias, o que leva anos, e não de cortes anuais.

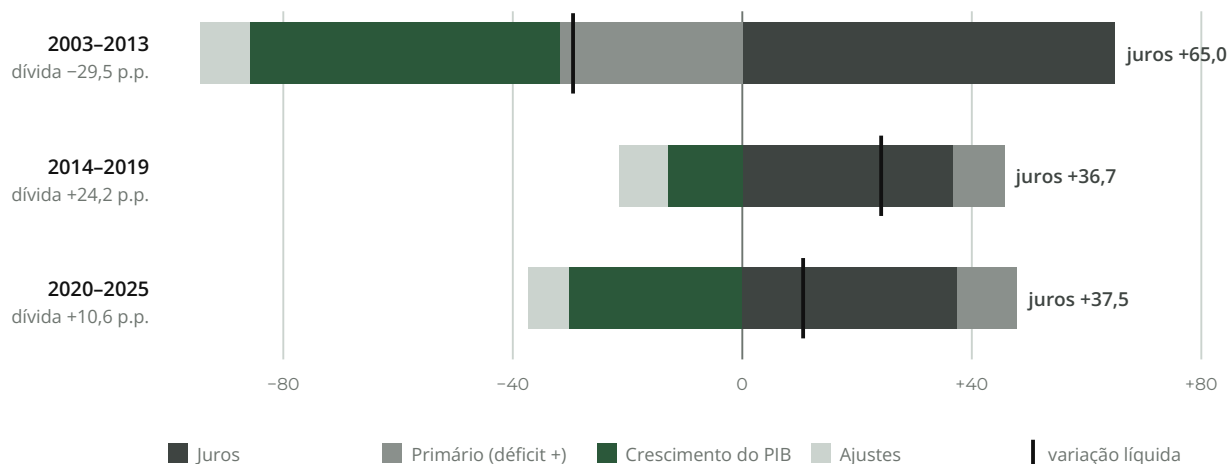
Com pouco espaço para cortar, o que faz a dívida crescer?

Despesas obrigatórias: determinadas por lei, como Previdência, pessoal e pisos de saúde e educação · **Controle de fluxo:** despesas obrigatórias cujo ritmo de pagamento o governo pode administrar.

06 · O QUE MOVE A DÍVIDA

A dívida cresce mais pelos juros do que pelo déficit de cada ano.

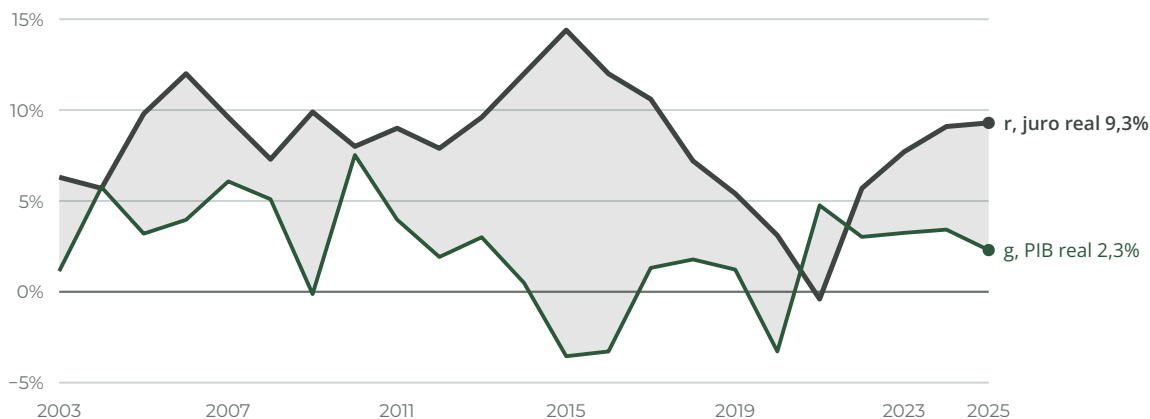
CONTRIBUIÇÃO PARA A VARIAÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA, PONTOS DO PIB ACUMULADOS NO PERÍODO



Fonte: Banco Central (SGS 4513, 4478, 5760, 5793) e PIB nominal. Cálculo Altoris.

Leitura. Cada barra decompõe quanto a dívida variou no período. À direita do zero, o que aumentou a dívida; à esquerda, o que reduziu; a linha preta é o resultado líquido. **O que significa.** De 2003 a 2013, superávits e crescimento superaram os juros e a dívida caiu 29,5 pontos. De 2020 a 2025, os juros somaram 37,5 pontos e não houve superávit para compensar.

JURO REAL DA DÍVIDA (R) E CRESCIMENTO REAL DO PIB (G), % AO ANO



Fonte: Banco Central (SGS 5760, 4478, 433) e IBGE (SGS 7326). Cálculo Altoris.

Leitura. A área sombreada mede a diferença entre o juro real e o crescimento, a força que eleva a dívida quando nada mais muda. **O que significa.** Quando o juro real supera o crescimento, a dívida aumenta por conta própria, mesmo sem novo déficit. É o cartão de crédito cujos juros crescem mais que o salário: em 2025, o juro real foi de 9,3% e a economia cresceu 2,3%. Para segurar a dívida, a sobra anual precisaria ser de cerca de 5,5% do PIB. Hoje é negativa.

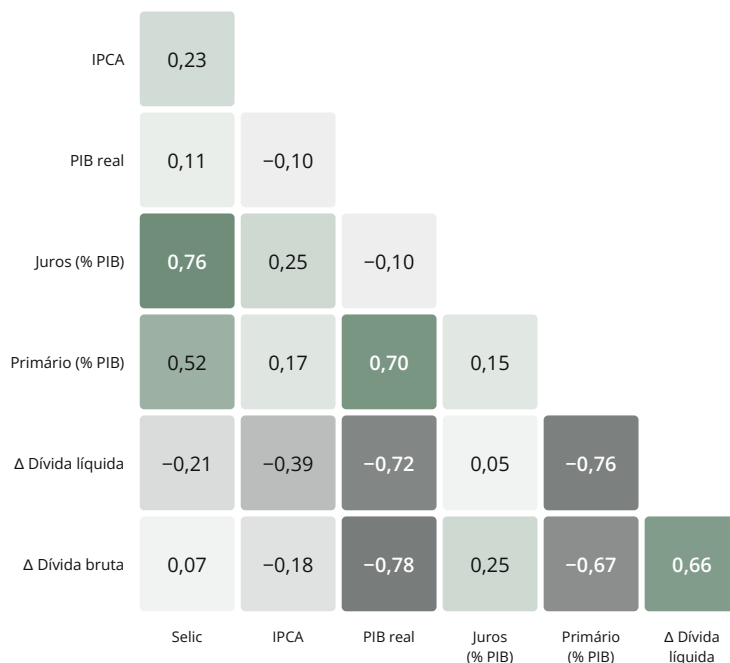
Quais variáveis explicam esse movimento, e quais dependem de decisão de governo?

Dívida líquida: dívida do setor público descontados os seus ativos, como as reservas internacionais · Juro real: juro descontada a inflação.

07 · O QUE A HISTÓRIA MOSTRA

Crescimento, primário e juros: as variáveis que definem a trajetória da dívida.

CORRELAÇÃO ANUAL ENTRE VARIÁVEIS FISCAIS E MACROECONÔMICAS, 2003 A 2025



Fonte: Banco Central e IBGE. 23 observações anuais. Cálculo Altoris.

As relações mais fortes

PIB real × dívida bruta (-0,78): quando a economia cresce, a dívida cai como proporção do PIB. **Primário × dívida líquida (-0,76):** economia do governo reduz a dívida no mesmo ano. **Selic × juros (+0,76):** a política monetária chega rápido ao orçamento. **PIB × primário (+0,70):** crescer melhora a arrecadação.

Limites

São 23 observações, com choques em 2015–2016 e 2020. Os coeficientes são descritivos, não causais, e parte da relação entre PIB e dívida é a própria aritmética da razão dívida/PIB. Os juros pesam pouco na variação de cada ano, mas acumulam o maior efeito ao longo de uma década, como mostra a página anterior.

LEITURA ALTORIS · DA HISTÓRIA AOS CENÁRIOS

As três variáveis com relação mais forte com a dívida são também as que dependem de decisão do governo e do Banco Central: o primário responde à regra de despesa e às medidas de receita; o crescimento, ao ambiente de negócios e ao investimento; os juros, à credibilidade fiscal e à política monetária. Por isso os cenários da página seguinte variam exatamente essas três alavancas, combinadas em cinco caminhos de política, da inércia ao ajuste estrutural.

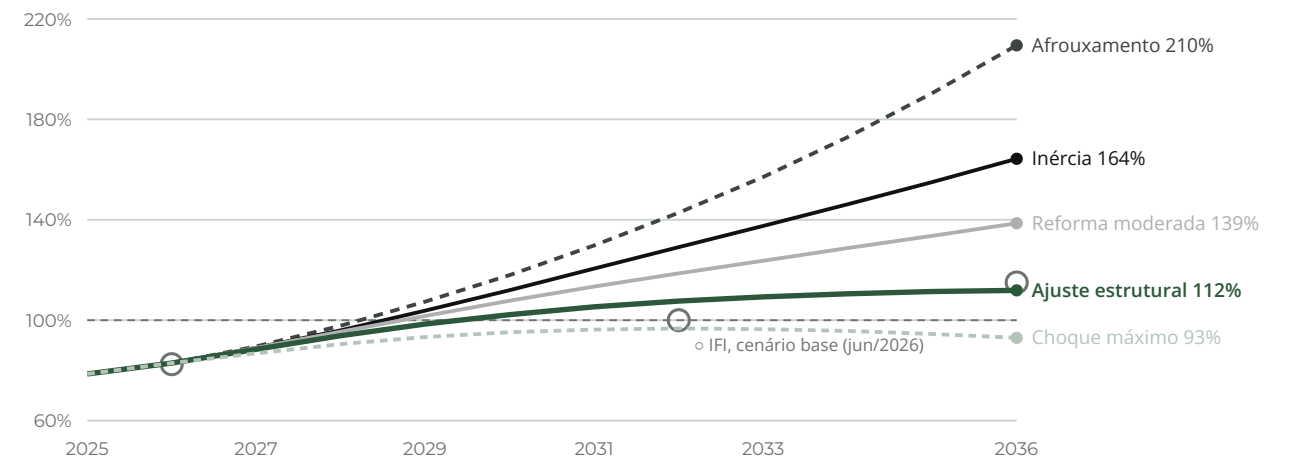
O que acontece com a dívida até 2036 em cada combinação de decisões?

Correlação: medida de -1 a +1 de quanto duas variáveis se movem juntas; não indica causa.

08 · CENÁRIOS 2026-2036

A dívida sobe no mandato em todos os caminhos; as reformas aparecem depois de 2030.

DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL, % DO PIB, POR CENÁRIO · PONTO DE PARTIDA COMUM EM 2026



Fonte: Simulação Altoris (Monitor Fiscal); Banco Central; curva de juros de 26/10/2026; IFI, RAF nº 113.

CENÁRIO	DECISÕES DE GOVERNO, A PARTIR DE 2027	SELIC MÉDIA 2027 → 2030	PRIMÁRIO 2030	DÍVIDA 2030	DÍVIDA 2036	REGRAS DE DESPESA
Choque máximo	Teste de limite: despesa real -1% ao ano, obrigatórias congeladas, +1,5 ponto de receita	13,5% → 9,0%	+2,5%	95,2%	93%	Não se aplica
Ajuste estrutural	Obrigatórias a 0,8% reais; teto real de 1%; +1 ponto de receita recorrente	13,75% → 9,75%	+1,3%	102,2%	112%	Cumprida
Reforma moderada	Obrigatórias a 2,0%; +0,5 ponto de receita recorrente	14,25% → 10,75%	0,0%	107,8%	139%	Deixa de caber em 2032
Inércia	Arcabouço como está; obrigatórias a 3,3% reais	14,75% → 12,5%	-1,2%	112,0%	164%	Deixa de caber em 2027
Afrouxamento	Exceções ao teto; despesa a 3,5% real	15,5% → 14,25%	-2,4%	118,0%	210%	Sem limite efetivo

Leitura. Todos os cenários partem de 82,9% do PIB no fim de 2026; as decisões de governo começam com a posse, e a Selic de cada caminho reflete a credibilidade da política fiscal (página seguinte). **O que significa.** Nenhum caminho reduz a dívida até 2030: estabilizá-la já em 2027 exigiria primário de cerca de 5,5% do PIB, ante -0,5% hoje. As reformas fazem diferença, mas o mandato que as faz não colhe o resultado; o seguinte colhe. **Sensibilidade.** Se o custo da dívida acompanhar a Selic a 25% ou a 50% ao ano, em vez de 35%, a dívida de 2030 e a de 2036 mudam até 2 pontos nos quatro primeiros cenários; no afrouxamento, até 5 pontos em 2036.

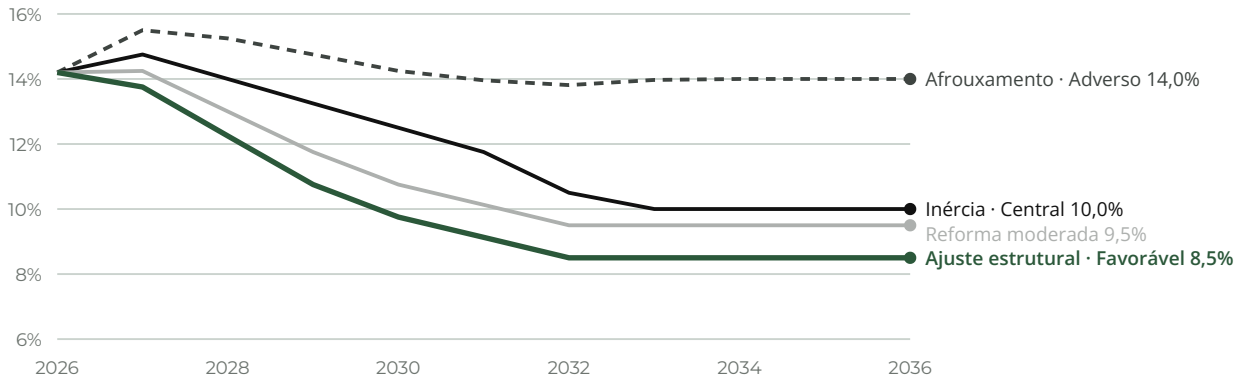
Qual o papel dos juros em cada trajetória?

Dívida bruta: total das obrigações do governo geral, em proporção do PIB · Selic de longo prazo: nível para o qual a Selic converge em cada cenário depois de 2028.

09 · JUROS E DÍVIDA

A credibilidade do ajuste vale tanto quanto o próprio ajuste.

SELIC MÉDIA POR CENÁRIO FISCAL, % AO ANO, 2026 A 2036



Fonte: Simulação Altoris (Monitor Fiscal). 2026: realizado e Focus. 2027–2030: curva de juros de 26/10/2026 e cenários de orçamento desta carta. Choque máximo segue caminho próximo ao do ajuste estrutural.

CENÁRIO FISCAL	CENÁRIO DE ORÇAMENTO	SELIC MÉDIA 2027	SELIC MÉDIA 2030	SELIC DE LONGO PRAZO	JUROS SOBRE A DÍVIDA BRUTA 2036, % PIB	DÍVIDA BRUTA 2036
Choque máximo	—	13,5%	9,0%	8,5%	7,8%	93%
Ajuste estrutural	Favorável	13,75%	9,75%	8,5%	9,2%	112%
Reforma moderada	—	14,25%	10,75%	9,5%	12,3%	139%
Inércia	Central	14,75%	12,5%	10,0%	15,1%	164%
Afrouxamento	Adverso	15,5%	14,25%	14,0%	25,1%	210%

Como a Selic entra na conta

Até 2030, a Selic de cada caminho parte da curva de juros de hoje e se afasta dela conforme a credibilidade fiscal: o ajuste estrutural corresponde ao cenário Favorável, a inércia ao Central e o afrouxamento ao Adverso. Depois de 2030, converge para um nível de longo prazo: 8,5% com ajuste crível, juro real perto de 5% com inflação na meta; 10% na inércia; no afrouxamento, cada ponto de alta anual da dívida acrescenta 0,25 ponto à Selic. O custo médio da dívida acompanha a Selic com defasagem, ajustando-se 35% ao ano.

Leitura. Selic média do ano, não a de fim de período. 2026 é comum a todos os cenários. A partir de 2027, as três primeiras colunas da tabela vêm dos cenários de orçamento (Parte V); a Selic de longo prazo é premissa de cada cenário fiscal, não resultado do modelo.

O peso da credibilidade

O mesmo ajuste estrutural, sem a queda de juros que a credibilidade traz, termina 2036 com dívida de 131% do PIB, e não de 112%: cerca de 19 pontos de diferença, comparável às alavancas mais potentes da página seguinte. Quem já renegociou dívida conhece a lógica: o mesmo plano, apresentado com credibilidade, sai mais barato. A correlação histórica confirma o canal e o tempo: Selic e juros pagos andam juntos (0,76), mas o efeito sobre a dívida de cada ano é fraco (0,07), porque se acumula.

Quais alavancas mudam a trajetória, e quando?

Custo médio da dívida: juros pagos pelo governo divididos pelo estoque da dívida bruta · **Selic de longo prazo:** nível para o qual a Selic converge em cada cenário.

10 · ALTERNATIVAS DE POLÍTICA

A alavanca mais potente é conter as despesas que crescem automaticamente.

ALAVANCA	HIPÓTESE TESTADA (CONTRA A INÉRCIA), A PARTIR DE 2027	DÍVIDA 2030	DÍVIDA 2036	CONTRAPARTIDA
Regra ancorada na dívida	Teto real de 1% e obrigatórias a 1%	-3,1	-22,7	Exige reformas das obrigatórias para ser crível
Conter as obrigatórias	Crescimento real de 1,5% em vez de 3,3% (indexação, previdência, BPC, pisos e vinculações)	-2,3	-18,1	Efeito distributivo; exige aprovação no Congresso
Crescimento maior	PIB real de 2,5% em vez de 2,0%	-3,0	-13,0	Depende de produtividade
Receita recorrente	+1 ponto do PIB até 2030 (revisão de gastos tributários)	-3,0	-10,8	Eleva a carga de setores beneficiados
Custo de capital do país	Caminho de juros do ajuste estrutural (13,75% → 8,5%) em vez do Central (14,75% → 10%)	-4,3	-20,2	Depende de credibilidade e do cenário externo

Efeito sobre a dívida bruta, em pontos do PIB, contra o cenário de inércia. Simulação Altoris (Monitor Fiscal), ponto de partida comum em 2026 e curva de juros de 26/10/2026.

Os efeitos não se somam linearmente. Combinadas no ajuste estrutural, as alavancas levam o primário a 1,3% do PIB em 2030 e praticamente estabilizam a dívida perto de 112% em 2036. Nesse ano, a conta de juros sobre a dívida bruta seria de 9,2% do PIB, contra 15,1% na inércia: a dívida é 52 pontos do PIB menor e o custo médio dela, 1,6 ponto mais baixo. Todas as alavancas têm contrapartidas, e a escolha entre elas é política; o que a aritmética mostra é o tamanho e o tempo de cada uma.

PELA LENTE DA GESTÃO BASEADA EM VALOR

É a mesma recomendação que fazemos a uma empresa que destrói valor: atacar primeiro a estrutura de custos que cresce automaticamente, depois o custo do capital, e só então a receita. Receita extraordinária, como royalties e dividendos de estatais (1,5% do PIB em 12 meses), não deve financiar despesa permanente.

O QUE OBSERVAR NO NOVO MANDATO

A proposta de gatilhos para as despesas obrigatórias, em discussão no Ministério da Fazenda, é o ponto que mais conversa com a alavanca de maior efeito desta tabela. O desenho, o alcance e a aprovação no Congresso definirão quanto do prêmio de risco de hoje será devolvido.

Juros elevados chegam às empresas pelo custo de capital. Em que posição elas estão?

11 · RETORNO, CUSTO DE CAPITAL E ALOCAÇÃO

As empresas entram no ciclo destruindo valor, e a conjuntura pressiona os três lados da equação.

9,9%

ROIC mediano das companhias abertas em 2025

-6,7 p.p.

Mediana, empresa a empresa, do ROIC menos o próprio custo de capital (WACC mediano: 17,1%)

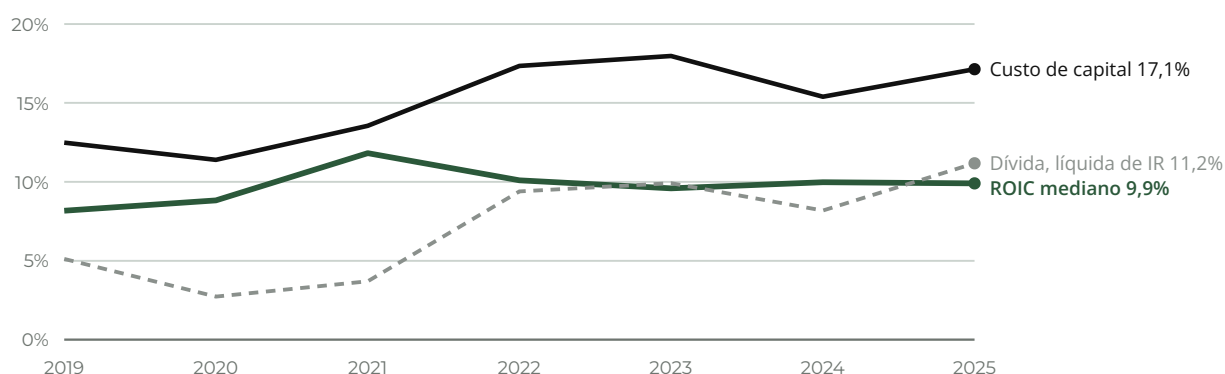
≈ 11,2%

Custo mediano da dívida após IR (16,9% antes do imposto)

18%

das companhias criaram valor em 2025 (ROIC acima do custo de capital)

COMPANHIAS ABERTAS NÃO FINANCEIRAS DA B3, MEDIANAS ANUAIS, % AO ANO



Fonte: Termômetro de Valor (Altoria), safra de 13/10/2026, 235 companhias. Custo da dívida após IR estimado com alíquota de 34%.

Retorno (ROIC)

Crescimento menor, margens pressionadas por câmbio e jornada, e mais capital de giro para financiar clientes reduzem o retorno. O ROIC mediano está parado perto de 10% desde 2022.

Custo de capital (WACC)

Juros mais altos e prêmio de risco maior elevam o retorno exigido e reduzem o valor presente de todo investimento. Quanto da alta de 2,1 a 2,5 pontos nos juros futuros chega a cada empresa depende de beta, estrutura de capital, prazo e financiamento; por isso a tratamos como sensibilidade, não como regra.

Alocação de capital

Preservar liquidez, revisar investimentos, desmobilizar ativos que não remuneraram o próprio custo e reavaliar a estrutura de financiamento passam a ser as decisões centrais do orçamento.

Leitura. A linha verde é o retorno da empresa típica; a preta, o custo de todo o capital; a tracejada, o custo da dívida já descontado o benefício fiscal. Retorno abaixo do custo de capital é lucro contábil com destruição de valor econômico. O ICVA, índice anual da Altoria supervisionado pelo Comitê do Índice, do qual faz parte Erik Figueiredo, ficou em -5,9 em 2025: R\$ 5,90 abaixo do custo do capital a cada R\$ 100 investidos.

LEITURA ALTORIA

Um retorno que fica, na mediana, 6,7 pontos abaixo do próprio custo de capital significa que, na empresa típica, cada real investido sem critério econômico destrói valor. A conjuntura não altera essa régua; reduz a margem de erro.

A pressão é a mesma para todas?

ROIC: lucro operacional após impostos dividido pelo capital investido por sócios e credores · **Custo de capital (WACC):** retorno mínimo exigido por sócios e credores, ponderado pela estrutura de capital · **ICVA:** Índice de Criação de Valor Altoria, lucro econômico agregado das companhias abertas a cada R\$ 100 investidos.

12 · POR SETOR E POR PORTE

Empresas menores operam com retorno menor e menos folga financeira.

A pressão não é homogênea. Entre as companhias abertas, as menores rendem menos e têm menos folga para absorver juros mais altos. Empresa a empresa, o ROIC do quartil menor ficou, na mediana, 10 pontos abaixo do próprio custo de capital, contra 5,2 pontos nos dois quartis maiores.

POR PORTE · QUARTIS DE RECEITA LÍQUIDA, MEDIANAS DE 2025

RECEITA ANUAL	EMPRESAS	ROIC	CUSTO DE CAPITAL	DÍVIDA APÓS IR	COBERTURA DE JUROS	CRIAM VALOR	COBERTURA ABAIXO DE 1,5X
Até R\$ 1,1 bilhão (mediana R\$ 460 milhões)	59	6,9%	18,4%	12,4%	1,2x	20%	41%
De R\$ 1,1 a 3,1 bilhões	59	10,0%	17,3%	10,7%	2,3x	14%	24%
De R\$ 3,1 a 11,9 bilhões	59	10,1%	16,5%	10,7%	2,1x	20%	32%
Acima de R\$ 11,9 bilhões	58	11,2%	16,3%	11,2%	2,0x	17%	36%

O que significa. No quartil de menor receita, o ROIC mediano foi de 6,9% contra custo de capital de 18,4%, a cobertura de juros foi de 1,2 vez e 41% das empresas pagaram juros com menos de 1,5 vez o lucro operacional. Se o custo de capital subir 2 pontos com a curva de hoje, a fatia das companhias que criam valor cai de 18% para 14%. A fatia que cria valor no quartil menor (20%) não é inferior à dos demais: o aperto aparece no retorno e na folga de caixa, não na proporção de empresas que criam valor. As empresas fechadas não estão nesta base, e companhias abertas, mesmo menores, têm acesso a capital e governança diferentes: os números são uma referência observável das pressões que também atingem as empresas fechadas, não uma medida do mercado de médias empresas.

POR SETOR · SETORES COM 7 OU MAIS COMPANHIAS, MEDIANAS DE 2025

SETOR	EMPRESAS	ROIC	CUSTO DE CAPITAL	DIFERENÇA	DÍVIDA APÓS IR	COBERTURA DE JUROS	CRIAM VALOR	CICLO DE CAIXA, DIAS
Construção civil e imobiliário	34	8,1%	17,0%	-8,9	11,2%	2,0x	26%	270
Varejo	33	9,1%	18,1%	-9,0	11,2%	1,9x	9%	43
Energia elétrica	26	10,6%	14,1%	-3,5	10,2%	2,8x	15%	17
Bens de capital e indústria	17	11,9%	20,4%	-8,5	10,7%	1,6x	24%	125
Transporte e logística	16	10,0%	16,2%	-6,2	12,4%	1,4x	13%	-5
Tecnologia e telecom	15	13,4%	18,5%	-5,1	10,1%	4,2x	27%	51
Siderurgia e metalurgia	14	7,1%	18,3%	-11,2	11,2%	1,4x	14%	92
Consumo e vestuário	14	14,4%	16,8%	-2,4	10,0%	4,1x	43%	162
Alimentos e bebidas	13	8,1%	17,1%	-9,0	14,3%	1,4x	23%	-4
Saúde	13	7,9%	17,6%	-9,7	11,4%	1,5x	15%	53
Petróleo e gás	9	10,8%	14,9%	-4,1	11,4%	1,7x	11%	11
Saneamento	7	10,0%	14,1%	-4,1	10,1%	3,4x	14%	12
Educação	7	10,1%	16,0%	-5,9	11,4%	1,5x	0%	9
Todas (235)	235	9,9%	17,1%	-7,2	11,2%	2,0x	18%	50

Fonte: Termômetro de Valor (Altoris), safra de 13/10/2026 (DFP 2025, ICVA v2.1), 235 companhias abertas não financeiras. Diferença: mediana do ROIC menos mediana do custo de capital, em pontos; não é a mediana das diferenças empresa a empresa (-6,7 pontos no total). Medianas por grupo; setores com poucas companhias devem ser lidos com cautela.

Com que números orçar 2027?

Cobertura de juros: lucro operacional dividido pela despesa de juros · **Ciclo de caixa:** dias entre o pagamento ao fornecedor e o recebimento do cliente.

13 · PREMISSAS PARA O ORÇAMENTO

As premissas anteriores à eleição perderam validade em um pregão: o orçamento deve partir das de hoje.

Três cenários, com Selic, inflação, PIB e dólar ano a ano. Para comparação, o consenso anterior à eleição (Focus de 26/10/2026, coletado antes do segundo turno) previa Selic de 11,75% no fim de 2027 e dólar a R\$ 5,15.

CENÁRIO E PREMISSA	2027	2028	2029	2030
Central · os juros que o mercado cobra hoje se mantêm e cedem aos poucos a partir de 2028			USE PARA ORÇAR	
Selic média, % a.a.	14,75	14,0	13,25	12,5
IPCA, %	5,0	4,5	4,2	4,0
PIB real, %	1,0	1,3	1,6	1,8
Dólar fim de ano, R\$	5,60	5,75	5,85	5,95
Adverso · o mercado cobra ainda mais pelo risco fiscal e a Selic fica acima do Central			USE PARA CAIXA E DÍVIDA	
Selic média, % a.a.	15,5	15,25	14,75	14,25
IPCA, %	5,6	5,0	4,8	4,5
PIB real, %	0,5	0,8	1,2	1,5
Dólar fim de ano, R\$	6,00	6,30	6,50	6,70
Favorável · medidas fiscais críveis anunciadas cedo fazem os juros cederem			OPORTUNIDADE	
Selic média, % a.a.	13,75	12,25	10,75	9,75
IPCA, %	4,5	3,8	3,5	3,3
PIB real, %	1,5	2,2	2,5	2,5
Dólar fim de ano, R\$	5,30	5,30	5,35	5,40

Como calibramos as premissas. Selic: Central pela curva de juros de 26/10/2026, com devolução gradual do prêmio a partir de 2028; Adverso com prêmio adicional; Favorável convergindo ao Focus pré-eleição. IPCA: Focus mais o repasse do câmbio de cada cenário. PIB: Focus de 2027 (1,3%) menos 0,3 ponto no Central e 0,8 no Adverso. Dólar: PTAX de 26/10 com trajetória coerente com juros e prêmio de cada cenário. São julgamentos da Altoris, explicitados para que cada empresa possa substituí-los pelos próprios.

LEITURA ALTORIS · EM QUE CENÁRIO ORÇAR

Orçamento oficial no Central, porque é o que a curva de juros precifica hoje; como 26/10 foi dia de estresse, a âncora deve ser confirmada pela curva média dos próximos pregões. **Caixa, cláusulas de dívida (covenants) e prazo da dívida testados no Adverso. Troca de cenário por gatilho:** DI janeiro/2028 acima de 15,5% ou dólar acima de R\$ 6,00 por 30 dias aciona o Adverso; DI abaixo de 13,5% e dólar abaixo de R\$ 5,30, também por 30 dias, liberam o Favorável. O teste de estresse, na página seguinte, aplica o Adverso ao caixa e às cláusulas de dívida.

O orçamento resiste ao cenário Adverso?

Selic média: média da taxa ao longo do ano, que determina o custo efetivo da dívida pós-fixada · **Prêmio de risco:** parcela dos juros que remunera o risco percebido nas contas públicas.

14 · TESTE DE ESTRESSE

O Adverso no orçamento, 2015–2016 nas cláusulas: onde a empresa resiste e onde precisa de proteção.

O teste aplica ao orçamento as premissas do cenário Adverso: juros acima do Central por dois anos, real mais fraco e atividade mais lenta. Não supõe ruptura; supõe que o prêmio de risco observado em 26/10 persista. É o desvio com probabilidade relevante que mais custa quando não está no plano.

PREMISSA	CENTRAL 2027	ADVERSO 2027	CENTRAL 2028	ADVERSO 2028
Selic média, % a.a.	14,75	15,5	14,0	15,25
Dólar, fim de ano, R\$	5,60	6,00	5,75	6,30
PIB real, %	1,0	0,5	1,3	0,8
IPCA, %	5,0	5,6	4,5	5,0

Premissas Altoris; cenário Central ancorado na curva de juros de 26/10/2026, a ser confirmado pela média dos próximos pregões.

LEITURA ALTORIS · PARÂMETROS DO TESTE

- **Volume:** 2 a 3 pontos abaixo do orçado no comércio e no varejo, 1 a 2 na indústria e até 1 nos serviços, em 2027 e 2028. Em 2015–2016, o varejo oscilou cerca de 2,5 vezes o PIB; aplicamos sensibilidade semelhante ao PIB 0,5 ponto menor do Adverso, com margem para o crédito mais caro.
- **Câmbio:** dólar a R\$ 6,00 em 2027 e R\$ 6,30 em 2028 sobre insumos importados, contratos indexados e dívida em moeda estrangeira.
- **Juros e crédito:** Selic média de 15,5% em 2027 e 15,25% em 2028; crédito bancário 1 ponto mais caro e renovação de linhas com prazos mais curtos.
- **Recebíveis:** prazo médio de recebimento 5 a 10 dias maior, com alta moderada da inadimplência.

A pergunta do teste: **a empresa atravessa 2027 e 2028 no cenário Adverso sem quebrar cláusulas de dívida e sem depender de crédito novo?** Se a resposta for negativa, o plano de contingência deve ser aprovado junto com o orçamento.

Segunda camada · as cláusulas de dívida na magnitude de 2015–2016

EMPRESA MEDIANA DO MENOR QUARTIL DE RECEITA	LUCRO OPERACIONAL	CUSTO DA DÍVIDA	COBERTURA DE JUROS
2025, observado	base	base	1,2 vez
Cenário Adverso	–5%	+0,75 ponto	1,1 vez
Ruptura nos moldes de 2015–2016	–20%	+3 pontos	0,8 vez

Termômetro de Valor, safra de 13/10/2026: quartil de receita até R\$ 1,1 bilhão; 41% das empresas já operam com cobertura abaixo de 1,5 vez. Em 2015–2016, o PIB recuou 6,7% em dois anos, e o volume de vendas do varejo ampliado (IBGE, PMC) recuou 16,5% no mesmo período. Cálculo Altoris, ilustrativo.

O Adverso é o desvio provável; a ruptura é o teste de sobrevivência. Na magnitude de 2015–2016, a empresa típica desse porte deixa de pagar os juros com o lucro operacional. **O conselho deve conhecer, antes de aprovar o orçamento, em que nível de queda do resultado cada cláusula de dívida se rompe, e qual é a resposta já decidida para esse dia.**

Quais decisões tomar agora?

Prazo médio de recebimento: dias entre a venda e o recebimento do cliente · **Covenants:** limites contratuais impostos por credores, como dívida máxima em relação ao EBITDA.

15 · OITO DECISÕES

Oito decisões de capital para 2027–2030.

CAPITAL E RETORNO

01 Recalcular o custo de capital, projeto a projeto.

A alta de 2,1 a 2,5 pontos nos juros futuros não se transmite integralmente a todas as empresas: o efeito depende do risco do negócio, da estrutura de capital e da forma de financiamento. Como teste, com 2 pontos a mais no custo de capital, um projeto cujo retorno se concentra entre 8 e 10 anos perde de 14% a 17% do valor presente; um com payback de dois anos, menos de 3%. A prioridade são projetos com valor presente positivo ao custo de capital de hoje e caixa resiliente no Adverso; maturação longa não desqualifica, mas exige provar valor sob juros mais altos. A referência é o custo de capital da própria empresa, não a mediana do mercado (17,1%), base também da remuneração variável.

02 Desalavancar onde o retorno não cobre o custo da dívida.

O ROIC mediano das companhias abertas, de 9,9%, ficou abaixo do custo mediano da dívida após impostos, de 11,2%. Onde isso se repete na empresa, dívida que financia ativos de retorno inferior reduz valor; a decisão depende do retorno marginal desses ativos e do risco de liquidez. Entre as menores, 41% têm cobertura de juros abaixo de 1,5 vez. A desalavancagem deve vir do capital de giro e da venda de ativos que não se pagam, não de ações emitidas em baixa.

03 Tratar o capital de giro como fonte de financiamento.

O ciclo de caixa mediano é de 50 dias. Em uma empresa com receita de R\$ 500 milhões, cada 10 dias de ciclo imobilizam cerca de R\$ 14 milhões, com custo anual próximo de R\$ 2 milhões aos juros atuais. Prazo concedido ao cliente é financiamento e deve estar no preço; estoques e prazos de fornecedores são fontes de recursos.

ORÇAMENTO E RISCO

04 Orçar no Central, com gatilhos objetivos de mudança de cenário.

Orçamento oficial no cenário Central: Selic média de 14,75% em 2027, dólar a R\$ 5,60, PIB de 1,0% e IPCA de 5,0%. Junto com o orçamento, o conselho aprova as regras de transição: juros futuros de 2027 (DI janeiro/2028) acima de 15,5% ou dólar acima de R\$ 6,00 acionam o Adverso; juros abaixo de 13,5% e dólar abaixo de R\$ 5,30, o Favorável; ambos após 30 dias. Cada gatilho traz a resposta definida para investimento, dividendos e contratações. O Central parte da curva de um dia de tensão e deve ser confirmado pela média dos próximos pregões.

05 Proteger a margem nos contratos antes da virada de 2027.

Em 2027, a CBS substitui o PIS e a Cofins; a jornada de 42 horas vale a partir de meados de dezembro de 2026, e a de 40 horas, um ano depois. As cláusulas de repasse de tributos, câmbio e reajuste devem ser revistas desde já, e o custo da nova jornada deve entrar no orçamento por escala e com data, sobretudo no varejo, nos serviços e na indústria que opera em turnos.

06 Proteção cambial seletiva.

Com juros de mercado perto de 15% e juros externos muito menores, o hedge cambial é caro, porque o diferencial de juros entra no preço do contrato a termo. A proteção deve cobrir os fluxos dos próximos 12 meses e as dívidas em moeda estrangeira; no restante, convém privilegiar o hedge natural, como receitas em dólar e cláusulas de repasse.

BALANÇO E OPORTUNIDADE

07 Escolher a estrutura da dívida pelo custo total nos três cenários.

Prazo, indexador e proteção se definem comparando o custo total e o risco de cada alternativa nos três cenários, e não por regra geral. Com juros elevados ao longo da curva, alongar tende a compensar; prefixar hoje pode ser vantajoso para quem tem receita previsível e taxa competitiva, e oneroso para quem depende de uma queda rápida dos juros.

08 Comprar quando outros precisam vender.

As ações das empresas menores caíram 27% em um único pregão, e são justamente elas as que têm menor folga para o serviço da dívida. Ativos e concorrentes devem chegar ao mercado. Para quem tem balanço sólido, abre-se uma janela de aquisições e consolidação, avaliadas pela mesma régua: retorno acima do custo de capital recalculado, com a integração no preço.

Valor presente: valor de hoje dos fluxos futuros, descontados pelo custo de capital · Hedge: contrato que protege contra a variação do câmbio ou dos juros.

16 · MÉTODO, LIMITES E FONTES

Da análise ao orçamento: a mesma régua.

Método

A dívida segue $d(t) = d(t-1) \times (1 + i) / (1 + g)$ – primário. O custo efetivo da dívida parte de 10,9% em 2025 e se move 35% ao ano na direção da Selic média. Todos os cenários compartilham 2026; as decisões de governo começam em 2027. A Selic de 2027 a 2030 segue os cenários de orçamento, ancorados na curva de juros de 26/10/2026; depois, converge a no máximo 1,5 ponto por ano para o nível de longo prazo de cada cenário. PIB e inflação seguem premissas de médio prazo; os cenários de orçamento têm PIB menor e inflação maior em 2027–2028, com PIB nominal, o que pesa na dívida, praticamente igual. Na inércia, a despesa segue a regra fiscal vigente. O teste de estresse aplica o Adverso, com volume calibrado pela relação entre PIB e varejo em 2015–2016, e as cláusulas de dívida na magnitude daquela crise. Custo da dívida após IR: alíquota de 34%.

Fontes

Tesouro Nacional, RTN (jan/1997 a ago/2026). Banco Central, SGS: 13762, 4513, 5793, 5727, 4189, 433, 7326 e PTAX. Boletim Focus de 19/10 e 26/10/2026. IBGE: Contas Nacionais, PMC e PNAD Contínua. IFI, RAF nº 113. Termômetro de Valor e ICVA, safra de 13/10/2026. Mercado: InfoMoney e Money Times, fechamento de 26/10/2026; PTAX de venda (R\$ 5,5007): Banco Central, SGS 1. Resultado eleitoral: Gazeta do Povo e InfoMoney (TSE, 100% das urnas). Propostas: Forbes Brasil e InvestNews. Jornada: Senado Federal. Lei Complementar 214/2025.

Aviso

Material de análise econômica para planejamento. Não avalia candidatos ou governos. Cenários são simulações, não previsões, e este estudo não constitui recomendação de investimento.

A Altoris

A Altoris Estratégias de Valor assessora acionistas, lideranças e conselhos na definição de estratégias consistentes e na alocação disciplinada de capital, conectando estratégia, capital e execução. O Método V.A.L.O.R. leva o critério desta carta, o lucro econômico, para dentro de cada empresa.

V Visão Estratégica e Diagnóstico Econômico

A Alavancas de Criação de Valor

L Ligação entre Estratégia, Orçamento e Capital

O Organização da Governança e dos Incentivos

R Revisão e Correção de Rota

Altoris Estratégias de Valor

Av. Dr. Nilo Peçanha, 2800, sala 1004 · Porto Alegre/RS
contato@altoris.com.br · +55 51 3017.1251
www.altoris.com.br · termometrodevalor.altoris.com.br

LIMITAÇÕES E CONTRAPONTO

- O modelo não captura o efeito do ajuste sobre o crescimento no curto prazo nem choques externos.
- O custo efetivo da dívida (10,9% em 2025) é inferido e reage à Selic com defasagem; é a premissa mais incerta.
- Não inclui ajustes cambiais e patrimoniais, privatizações ou receitas extraordinárias.
- Defensores do gradualismo argumentam que um ajuste rápido pode reduzir crescimento e arrecadação.
- Parte das obrigatórias é proteção social, com efeito distributivo que a aritmética da dívida não captura; investimento público tem retorno de longo prazo.
- Os juros dependem também da política monetária, da inflação e do cenário externo.

altoris ESTRATÉGIAS
DE VALOR

Decisões que **criam valor**