

Artigo

Eureca econômica

Gabriel Barros

Economista-chefe da ARX Investimentos

Após o primeiro turno, a alternância de poder no Brasil deixou de ser uma especulação e passou a representar um evento de elevada probabilidade. A vitória maiúscula da oposição, acompanhada pelo fortalecimento de sua representação no Congresso e nos governos estaduais, altera a natureza do debate econômico. Até aqui, os preços operavam entre a esperança de mudança e o risco de continuidade. De agora em diante, o foco deve migrar para a qualidade da transição e, particularmente, para a capacidade de medir o tamanho, a profundidade e os mecanismos do desequilíbrio que serão herdados em janeiro de 2027.

Transições de governo costumam ser tratadas como um rito administrativo, composto pela transferência de documentos, apresentação de organogramas e reuniões entre equipes. Desta vez, isso será insuficiente. O quadro econômico não se deteriorou apenas pelo resultado fiscal registrado nas estatísticas convencionais. A desancoragem das expectativas sobre as políticas fiscal e monetária tem endereço conhecido: a condução equivocada da política econômica, apoiada na expansão simultânea dos canais fiscal, parafiscal e de crédito.

A tarefa da equipe de transição deve ser reconstruir o perímetro efetivo da ação do Estado, tornando visíveis despesas, riscos e estímulos dispersos entre orçamentos, fundos, garantias, bancos e empresas estatais. Antes de anunciar metas ou economias, será necessário responder a uma questão básica: qual é, efetivamente, o ponto de partida? Sem essa resposta, qualquer plano de consolidação correrá o risco de ser construído sobre uma base incompleta e posteriormente frustrado por passivos, compromissos e políticas que não apareciam na fotografia inicial.

O primeiro vetor de deterioração é o fiscal. A busca unilateral por arrecadação criou distorções econômicas, jurídicas e distributivas que precisam ser inventariadas. A multiplicação de medidas tributárias elevou o custo de conformidade, aumentou a incerteza

e produziu tratamentos diferentes para atividades semelhantes. Algumas iniciativas podem ter elevado a receita no curto prazo, mas também alteraram decisões de investimento, estruturas de financiamento e preços relativos.

Não basta, portanto, projetar a arrecadação de 2027. É necessário identificar a origem de cada ganho, sua recorrência, o risco jurídico associado e os efeitos produzidos sobre o funcionamento da economia. Receita extraordinária, antecipação de fluxo, alteração de base de incidência e mudança de interpretação administrativa não podem ser confundidas com melhora estrutural. A transição deverá distinguir aquilo que é permanente do que é transitório e, sobretudo, mensurar os custos econômicos das medidas criadas para ampliar a receita.

O mapeamento da despesa é igualmente importante. Sucessivas exclusões reduziram a capacidade informativa do limite de gastos. Precatórios, despesas de defesa e outras rubricas passaram a receber tratamento excepcional, embora produzam efeitos econômicos e financeiros semelhantes aos das despesas submetidas à regra. A discussão não deve se limitar à legalidade de cada exclusão. O ponto econômico é mais simples: toda despesa demanda financiamento, afeta a dívida e altera, em algum grau, a demanda agregada.

A equipe de transição deverá reconstruir uma série sob perímetro constante, explicitando o montante retirado da regra, as obrigações postergadas e os compromissos já contratados para os próximos anos. Regras fiscais perdem valor quando seu perímetro pode ser continuamente redesenhado. Quanto maior o número de exceções, menor a capacidade de os agentes distinguirem uma regra efetiva de uma meta meramente indicativa.

A transparência sobre o passado não deve ter caráter punitivo. Sua função é permitir que a nova administração estabeleça uma linha de base verificável e não seja posteriormente surpreendida por obrigações formalmente fora da regra, mas economicamente dentro do Estado. A credibilidade do novo regime fiscal dependerá, em grande medida, da qualidade dessa reconstrução.

O segundo vetor é o parafiscal. Fundos públicos e privados foram utilizados de forma ativa para contornar a restrição orçamentária tradicional, financiar políticas e sustentar a demanda. O Fundo Social do pré-sal, os fundos de ciência e tecnologia e instrumentos semelhantes devem ser examinados não apenas pelo saldo disponível, mas pela governança, pelos compromissos assumidos, pelos fluxos futuros e pela possibilidade de transferência de risco ao Tesouro.

Uma política pode não aparecer no resultado primário corrente e ainda assim criar uma obrigação, um subsídio ou uma perda patrimonial futura. O fato de os recursos transitarem por um fundo não retira sua natureza econômica. Se a decisão de gasto é pública, se o risco final pertence ao Estado ou se a política amplia a demanda por determinação governamental, seus efeitos precisam ser incorporados à avaliação fiscal ampliada.

A mesma lógica vale para as empresas estatais. A transição deve separar dependentes e não dependentes, mas não pode se limitar a essa classificação jurídica. Será necessário avaliar geração de caixa, necessidade de aportes, política de investimentos, endividamento, passivos contingentes, antecipação de dividendos e operações realizadas a pedido do controlador.

Uma estatal não dependente pode deteriorar sua posição financeira sem demandar aporte imediato, transferindo o custo para o futuro. Da mesma forma, um investimento executado por empresa pública pode funcionar como estímulo parafiscal, ainda que não transite pelo orçamento da União. A fotografia relevante não é a do governo central isoladamente, mas a do setor público consolidado.

O terceiro vetor é o crédito. A expansão por fundos garantidores, bancos públicos, empresas estatais e subsídios implícitos precisa ser consolidada em uma única matriz. O volume anunciado de crédito não corresponde necessariamente ao risco fiscal, mas tampouco pode ser tratado como neutro. Garantias possuem probabilidade de execução; taxas inferiores às condições de mer-



cado carregam subsídio; aportes em fundos têm custo de oportunidade; carências e renegociações deslocam perdas no tempo.

É imperativo estimar a exposição, a alavancagem, a inadimplência esperada e a responsabilidade final por cada programa. O canal de crédito merece atenção adicional porque seus efeitos aparecem com defasagem. No momento da concessão, registram-se atividade mais forte, aumento do consumo, investimento ou preservação de empresas. O custo fiscal pode surgir apenas depois, quando garantias são honradas, carteiras se deterioram ou instituições financeiras necessitam recomposição de capital.

Uma análise restrita ao desembolso inicial subestima o risco e superestima o benefício. A transição deve produzir cenários de perda, e não apenas somar valores concedidos. O teste relevante é quanto o Tesouro poderá ser chamado a absorver sob hipóteses adversas de crescimento, juros e inadimplência.

Mapear esses três vetores não é um exercício de arqueologia contábil. É a primeira etapa da política econômica do próximo governo. Expectativas são formadas a partir da diferença entre o problema percebido e a capacidade esperada de enfrentá-lo. Se o ponto de partida é nebuloso, o mercado atribui prêmio à incerteza e desconfia tanto das metas quanto das economias anunciadas. Se o diagnóstico é transparente, abrangente e tecnicamente defensável, os agentes conseguem distinguir a deterioração herdada, as medidas de transição e a trajetória proposta.

Comunicação e substância deverão caminhar juntas. A nova administração não deveria exagerar o problema para justificar medidas futuras, tampouco suavizá-lo para preservar uma lua de mel política. A sobriedade é um ativo. O relatório de transição deve apresentar metodologias, bases, perímetros e hipóteses que permitam a reprodução dos resultados. Deve separar passivos certos de riscos contingentes; impacto primário de efeito financeiro; gasto recorrente de despesa excepcional; subsídio explícito de benefício implícito.

O objetivo não é construir uma narrativa, mas produzir uma referência comum para governo, Congresso, órgãos de controle, investidores e sociedade. Quanto mais sólida for essa referência, menor será a dispersão das expectativas e maior a possibilidade de os efeitos positivos da nova orientação econômica aparecerem antes da execução integral do ajuste.

Muito do que precisa ser feito para restabelecer a racionalidade da política econômica é conhecido. O desafio fiscal passa por conter o crescimento automático da despesa, revisar indexações e vinculações, reorganizar políticas sociais, reformar carreiras, reduzir privilégios e eliminar incentivos de baixo retorno. O parafiscal requer governança, limites, avaliação de custo-benefício

e cláusulas de encerramento. O crédito demanda transparência do subsídio, precificação do risco e limites para garantias.

Conhecer o destino, porém, não elimina a necessidade de saber exatamente de onde se parte. A medida do ponto inicial é fundamental para a alocação do capital político. Nenhum governo dispõe de energia ilimitada, maioria automática ou tempo abundante. As reformas devem ser ordenadas segundo impacto fiscal, viabilidade legislativa, velocidade de implementação e efeito sobre a produtividade.

Sem diagnóstico, corre-se o risco de gastar capital político em medidas de pequeno alcance enquanto problemas maiores continuam crescendo. Com o mapa correto, providências administrativas podem antecipar resultados, reformas legais consolidam as economias e mudanças constitucionais atacam as fontes estruturais do desequilíbrio. Transparência, nesse caso, não é apenas um princípio de governança, mas uma tecnologia de execução.

Há também um benefício distributivo. A opacidade protege grupos organizados, subsídios pouco visíveis e despesas que escapam da comparação com outras prioridades. Ao trazer todo o perímetro para uma mesma base, a transição permite discutir escolhas reais. Quanto custa determinada exceção? Quem recebe o benefício? Qual política deixa de ser financiada? Qual o impacto sobre dívida, juros e inflação?

Responsabilidade fiscal não é apenas reduzir números. É submeter o uso dos recursos públicos a critérios transparentes e comparáveis. Uma consolidação legítima deve mostrar não apenas quanto será economizado, mas quais distorções serão removidas, quais grupos deixarão de receber privilégios e quais políticas socialmente relevantes serão preservadas ou aprimoradas.

A boa notícia é que o resultado eleitoral reduziu uma parte importante da incerteza. Uma oposição fortalecida, com representação legislativa relevante e conhecimento técnico acumulado, parte de condições melhores para construir maioria e executar uma agenda. Isso não torna o desafio trivial. Coalizões precisam ser administradas, interesses coordenados e reformas comunicadas. Entretanto, com o mapeamento em mãos, apoio legislativo e equipe preparada, o problema deixa de ser desconhecido e passa a ser essencialmente executivo.

Essa é a eureca econômica. Não se trata de descobrir uma fórmula inédita, mas de reconhecer que uma transição bem conduzida pode transformar transparência em credibilidade e credibilidade em redução do custo do ajuste. Ao explicitar a posição fiscal efetiva, o novo governo melhora a gestão das expectativas, estabelece uma linha de base honesta e cria condições para que os benefícios da consolidação sejam antecipados pela curva de juros, pelo câmbio e pelas decisões de investimento.

A transição deve, portanto, ser tratada como parte do próprio programa econômico. O país não precisa apenas de um inventário patrimonial ou de uma lista de contratos. Precisa de uma auditoria macroeconômica do Estado ampliado, organizada nos eixos fiscal, parafiscal e de crédito. Quanto mais cedo o diagnóstico for concluído e comunicado, menor a possibilidade de surpresas, menor o prêmio de incerteza e maior a capacidade de aprovar medidas estruturais no início do mandato.

O governo que assume em janeiro de 2027 encontrará um quadro difícil, mas não insolúvel. O maior risco seria iniciar o mandato discutindo soluções sem ter medido o problema, prometendo economias sobre bases incompletas ou repetindo a fragmentação que contribuiu para a perda de credibilidade. O caminho mais eficiente é o inverso: transparência primeiro, priorização depois e execução desde o primeiro dia.

Com maioria legislativa, conhecimento técnico e clareza sobre a herança recebida, o desafio fica menor, os custos da transição caem e os benefícios econômicos podem chegar antes.

O texto não reflete necessariamente as opiniões da empresa.

Gabriel Barros escreve a cada bimestre.