

Carta Mensal

Junho 2026

"O Estado é a grande ficção através da qual todos se esforçam para viver às custas de todos."

- Frédéric Bastiat, em "O Estado" (1848)

O trem da alegria

O ciclo eleitoral brasileiro de 2026 entrou em sua fase aguda. O governo Lula, após dois anos de retórica fiscal frouxa e execução pior ainda, abandonou qualquer pretensão de disciplina e desencadeou um pacote de medidas eleitoreiras de magnitude raramente vista fora dos episódios de **Dilma I (2014) e Bolsonaro (2022)**. **A diferença é uma só: desta vez, os mecanismos são mais sofisticados, mais difusos e, sobretudo, desenhados para correr fora do orçamento primário.**

O que se anuncia como “estímulo à classe trabalhadora” é, na essência, **um trem da alegria mirando 4 de julho de 2026**, data-limite para vigência das medidas de campanha no calendário eleitoral.

O inventário dos fatos. Antes de qualquer juízo de valor, vale o levantamento sistemático do que está em curso ou em tramitação acelerada. A tabela a seguir consolida as principais medidas com data, status e custo estimado, com fontes primárias.

Medida	Status	Custo / Impacto	Fonte	Período
Isenção IR até R\$ 5.000/mês	Lei 15.155/2025 (vigor 2026)	Renúncia -R\$ 25,8 bi/ano	RFB/Tesouro	2026+
Crédito do Trabalhador (consignado privado)	Vigente desde mar/2025	R\$ 22,9 bi (jan-mar/26); pot. R\$ 80 bi	Itaú, BCB	Contínuo
Bolsa Família	LOA 2026	R\$ 158 bi (1,3% PIB)	Orçamento União	2026
Pé-de-Meia (ensino médio)	Fundo CEF (parafiscal)	R\$ 12+ bi/ano, fora do orçamento	MEC/CEF	Contínuo
Auxílio Gás reformulado (PL 3335/24)	Em tramitação	Parafiscal (via CEF, fora primário)	PL Executivo	2026
Fundos parafiscais (FNDIT, FNIS)	Lei 14.947/24 + novos	Funding BNDES sem hit primário	BNDES/Tesouro	Contínuo
PEC 8/2025 + PEC 221/2019 (escala 6x1)	Admissibilidade aprovada C CJ 22/abr/26	Custo de pessoal: +14,6% (cen. 36h)	BTG 16/mar/26	Em curso
Crédito imobiliário/veículos subsidiado (CEF)	Vigente	Subsídio implícito + risco soberano	Caixa/MFaz	2026
Move Aplicativo (BNDES): financ. troca de carro p/ taxistas e motoristas de app	MP mai/26; operação a partir 19/jun/26	Até R\$ 30 bi; juros 11,5–12,6% a.a. (vs. Selic -15%)	BNDES/MFaz/gov.br	2026+
Reajuste real do salário mínimo (PIB t-2)	Lei vigente desde 2023	-R\$ 50–60 bi/ano de pressão	STN/IFI	Recorrente
Estudo de fim do imposto sobre importados (Shein/Shopee)	Em estudo (MFaz)	Pressão reversa sobre indústria	MFaz/MDIC	Estudo
Total Agregado	Em curso	R\$ 221 bi (EM) / R\$ 295 bi (IFI) / 1,4 p.p. PIB ~ R\$ 180 bi (XP, Itaú)	EM, IFI, XP, Itaú	2026

Fontes: Esp. relatório Bruno Martins/BTG Pactual (16/03/2026); Itaú Research (mai/2026); IFI (Instituição Fiscal Independente); XP Macro (mai/2026); Estado de Minas e Acessa.com (mai/2026); Tesouro Nacional; PL 3335/24; PEC 8/2025; PEC 221/2019; MP do Move Brasil Táxi e Aplicativos (mai/2026).

Cada uma dessas medidas tem racional político defensável: ninguém é contra reduzir desigualdade, ninguém é contra a qualidade de vida do trabalhador. O ponto, o único ponto que nos cabe analisar, é outro: **o conjunto é fiscalmente insustentável, macroeconomicamente expansionista e foi desenhado para vencer uma eleição, não para resolver um problema estrutural.** O timing prova o objetivo: o calendário eleitoral termina em 4 de julho. As medidas vigoram até lá.

O 6 x 1 que pode virar um 0 x 7...

De todas as medidas, a PEC 8/2025 (Erika Hilton, PSOL-SP) e a PEC 221/2019 (Reginaldo Lopes, PT-MG), ambas em tramitação acelerada com o objetivo declarado de reduzir a jornada máxima, merecem atenção redobrada. A CCJ da Câmara aprovou a admissibilidade em 22 de abril de 2026, em votação simbólica. O texto avança agora à comissão especial. As propostas originais reduzem a jornada de 44h para 36h, mas a leitura política dominante no Congresso e nas conversas com a base aliada aponta para um **desfecho intermediário em 40h, provavelmente com transição plurianual.**

É esse o cenário em que centramos a análise. O BTG, em nota técnica de 16/03/2026 assinada por Bruno Martins, quantificou o impacto usando os microdados da RAIS 2024. Os números merecem leitura linha a linha, porque **75,5% dos contratos formais do Brasil hoje operam exatamente no limite constitucional de 44h**, ou seja, a legislação atual já é uma restrição ativa no mercado de trabalho. Qualquer redução do teto produz choque imediato.

Impacto da redução para 40h	Efeito direto	c/ hora extra	c/ informal	Modelo
Horas trabalhadas (queda)	-7,7%	n/a	n/a	n/a
Custo de pessoal (alta)	+6,5%	+9,7%	+5,1%	+9,6%
Custo total das empresas (médio)	+2,1%	n/a	n/a	n/a
Impacto mensal em massa salarial	R\$ 10,0 bi/mês	n/a	n/a	n/a
Setores mais afetados (cust. pessoal)	Alojamento 9,1%	Agropec. 8,8%	Const. civil 8,7%	Comércio 8,6%
Porte mais afetado: micro (1-9 emp.)	+7,9%	+11,8%	+6,2%	+10,8%

Fonte: BTG Pactual / Macro High Frequency, 16/03/2026, autoria de Bruno Martins, com base em RAIS 2024 e pesquisas do IBGE (PIA, PAS, PAC, PAIC) 2023. Modelo econométrico com 66,8 milhões de observações.

Não é um ajuste marginal. É, na linguagem técnica do próprio BTG, “**um típico choque negativo de oferta no mercado de trabalho**”, com cinco vetores: (i) elevação do custo do trabalho, (ii) queda nas horas trabalhadas e/ou no emprego, (iii) repasse de custos via inflação, (iv) aumento da informalidade, (v) queda da atividade econômica no curto prazo. No cenário 40h, o mais provável de prosperar no Congresso, o choque é menor que na proposta original de 36h, mas ainda assim representativo: **R\$ 10 bilhões mensais em massa salarial adicional e até 9–10% de pressão sobre o custo de pessoal nas reposições via hora extra ou via modelo econométrico**. Os efeitos positivos defendidos por proponentes, qualidade de vida, eventual ganho de produtividade, existem, mas “dificilmente sobreporão os efeitos econômicos negativos no curto prazo”.

As micro e pequenas empresas, que respondem por parcela dominante do emprego brasileiro, são as mais afetadas. O setor agropecuário, motor das exportações, também. Não por acaso, as PECs avançam em ano eleitoral, quando o cálculo político de curto prazo se sobrepõe a qualquer análise estrutural. Importante frisar que isso não é algo específico de um partido, tem amplo apoio em toda a classe política. **Os empresários, em tempos de IA, decerto irão analisar com carinho automações e demissões.**

O déficit que não cede, mesmo com a receita crescendo...

Os números fiscais atuais não deixam dúvida sobre o estado das contas públicas brasileiras. A dívida bruta do governo geral atingiu **80,1% do PIB em abril de 2026**, segundo o Banco Central, com dívida líquida em ~65,0% do PIB e estoque da Dívida Pública Federal em **R\$ 8,6 trilhões**. O Prisma Fiscal de maio/2026 projeta déficit primário do Governo Central em R\$ 57,8 bi no ano; após deduções de precatórios, saúde, educação e defesa, o resultado para fins de cumprimento da meta fica positivo em R\$ 3,5 bi, ainda dentro da banda de tolerância. Cumprir a meta da LDO virou um exercício de engenharia contábil que enche os olhos de quem não lê notas de rodapé, mas não engana ninguém.

A receita corrente líquida está em ~18,2% do PIB, patamar elevado historicamente, acima da média dos últimos 25 anos. Mesmo assim, o gasto primário corre em 20,2% do PIB. Projeções indicam trajetória de **dívida/PIB atingindo 100% até 2032** em cenário sem medidas adicionais. E aqui vale o lembrete cirúrgico de Manoel Almeida, Marcos Lisboa, Marcos Mendes e Samuel Pessôa, em texto de outubro de 2024: “o presidente Lula não fez escolha nenhuma”. Mudou indexadores de salário-mínimo, mínimos constitucionais de saúde e educação, sem construir espaço fiscal correspondente. O gasto primário subiu 1 ponto percentual do PIB, de 18% para 19%, e agora corre a 20%. Em quatro anos, isso significa R\$ 345 bi em gasto real

adicional (deflacionado pelo IPCA), conforme cálculo dos autores. **Desde 2023 o governo soltou nada menos que 37 medidas de aumento de impostos, o modelo é claro, taxar mais para gastar mais. Sem preocupação com a eficiência dos gastos.**

O que disseram os melhores gestores do país. A Verde Asset, em carta de novembro/2024, foi cirúrgica: “A opção pelo populismo ficou patente na resolução que o governo deu ao pacote fiscal. (...) Ao fim, a nesga de credibilidade fiscal que restava ao atual governo foi jogada fora”. A BRCG (Lívio Ribeiro), na mesma data, classificou as medidas como “rudimentares: em conteúdo, em forma e na comunicação”, parafraseando ironicamente a própria Dilma Rousseff de 2005. Ambos cravaram que a renúncia do IR seria amplamente aprovada pelo Congresso, enquanto a contrapartida (tributação dos mais ricos) teria probabilidade muito menor de prosperar. Foi exatamente o que aconteceu e era previsível.

O efeito é sempre inflacionário...

O ponto técnico aqui é simples: o pacote não é fiscalmente neutro, e jamais foi macroeconomicamente neutro. Em uma economia que cresceu acima do potencial em 2024 e 2025, com hiato do produto positivo e mercado de trabalho aquecido, liberar renda à classe média via isenção de IR, expandir crédito consignado privado em ordem de R\$ 80 bi e subsidiar consumo de bens duráveis equivale a **pisar no acelerador com o motor sobreaquecido**. O resultado mecânico é mais inflação, juros estruturalmente mais altos e câmbio sob pressão.

A boa notícia, e não é trivial, é que o Banco Central, independente desde 2021, segue como o único contrapeso institucional crível. O ciclo de aperto monetário recente, com Selic terminal próxima a 14,00%, é a resposta técnica correta diante de uma política fiscal expansionista. A má notícia é que essa tensão entre fiscal expansionista e juros restritivos vai parar na curva pré-fixada longa, no câmbio e na atividade pós-eleição. Já vimos esse filme em 2015. Sabemos como termina. **O custo financeiro mata as empresas e não sem motivo as recuperações judiciais estão no ponto mais alto da série histórica.**

Os gastos parafiscais são a verdadeira armadilha. O Pé-de-Meia, o Auxílio Gás reformulado, os fundos do BNDES (FNDIT, FNIS), as operações do FGO/FGI-PEAC, todos são desenhados para **não impactar o resultado primário, mas impacta a dívida. A “criatividade contábil” denunciada pelos economistas em outubro de 2024 evoluiu e se sofisticou.** O governo internalizou de forma equivocada que entregar a meta da LDO basta para granjear credibilidade fiscal. **O arcabouço fiscal perdeu, já faz tempo, a sua credibilidade e navegamos sem a menor âncora fiscal.**

Este é o segundo maior ciclo populista da história recente...

O estudo de Manoel, Lisboa, Mendes e Pessôa documentou com método os ciclos populistas brasileiros recentes. Dilma I (2014) gastou **3,1% do PIB** em medidas pré-eleitorais, somando gasto visível (1,4% do PIB) e gasto encoberto (1,7% do PIB, em precatórios postergados e restos a pagar). Bolsonaro (2022), apesar do narrativa contrária, gastou apenas **0,2% a 0,9% do PIB**, com gasto visível chegando a cair, dada a ausência de reajuste real do salário-mínimo e do funcionalismo.

Em 2026, pelas estimativas convergentes de XP (1,4 p.p. PIB em estímulo de crédito, subsídios e renda), IFI (R\$ 295 bi \approx 2,4% PIB em medidas classificadas como populistas), Itaú (R\$ 180 bi em injeção líquido) e Estado de Minas (R\$ 221 bi em bondades), **o ciclo populista de Lula III é o segundo maior da história recente, perdendo apenas para Dilma I**, exatamente o ciclo que precedeu a recessão de 2015-2016, o downgrade soberano e o ajuste de 3,5% do PIB que coube ao governo seguinte.

Aqui cabe o debate, muitos acreditam (sonham) que em um eventual governo Lula 4, o presidente será obrigado a fazer um ajuste fiscal. Temos nossas dúvidas, Lula 2026 não é o mesmo Lula 2002, ele é mais rancoroso e mais dogmático, não escuta a ala moderada do PT e se cerca de militantes mais radicais. **O mais provável é que este eventual governo acelere ainda mais o aumento de impostos e gaste ainda mais. Será um governo mais intervencionista e populista.**

A conta chegará, ela sempre chega...

O preço dessas medidas será pago em três tempos, com personagens distintos.

Curto prazo (2026–2027): inflação acima da meta. O IPCA segue acima do teto da banda, com serviços e administrados resistentes. O choque adicional de oferta da escala 6x1, se aprovada, adiciona pressão em itens com peso relevante no IPCA (alimentação, restaurantes, comércio, transporte). Quem paga: assalariado de renda fixa, aposentado, micro/pequeno empresário.

Médio prazo (2027–2029): juros estruturalmente mais altos. A curva pré-fixada longa já precifica taxas próximas a 14% nos vértices de 2030+, o que significa precificar Brasil-2014. Quem paga: tomador de crédito (PF e PJ), Tesouro Nacional (cresce o serviço da dívida).

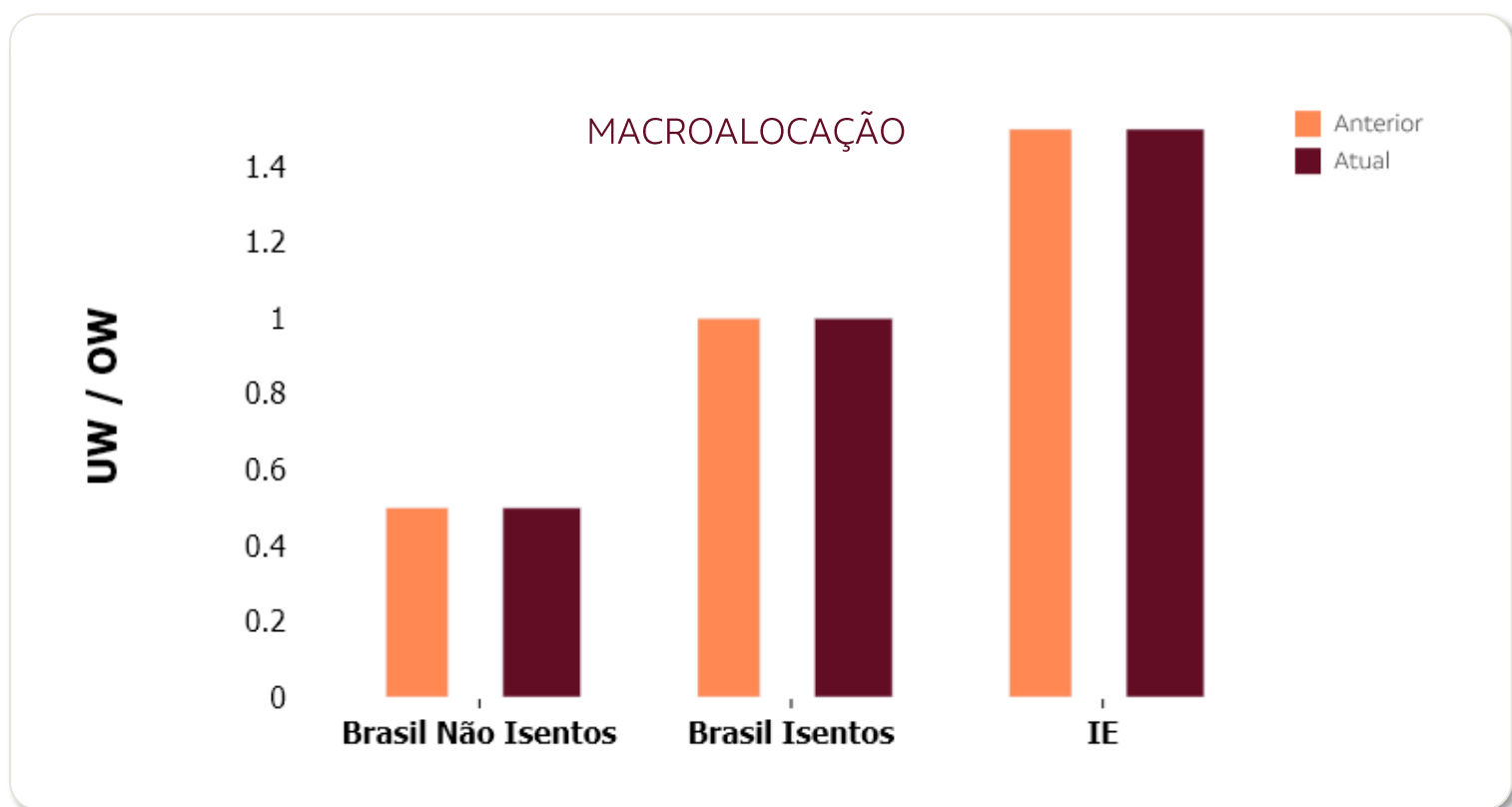
Longo prazo (2030+): o preço mais grave. Comprometimento da capacidade de investimento público. Quando saúde, educação e infraestrutura forem sufocadas pelo crescimento automático das despesas obrigatórias, o ajuste virá de onde menos deve vir: por meio de **inflação corrosiva (repressão financeira)** ou por meio de **choque fiscal pós-eleitoral no estilo de 2015**, com PIB negativo, desemprego alto e perda real de renda. Quem paga: a sociedade inteira, mas com peso desproporcional sobre os mais pobres; ironicamente, os mesmos que o pacote alega proteger.

Em comum a todos os três tempos, a expansão monetária para financiar a farrá. Em português claro, a saída usual do Brasil diante desse conflito distributivo é ligar a impressora e pintar mais papel. Pela lei de oferta e demanda, com mais oferta de moeda, a mesma perde o seu valor.

Nosso posicionamento. Primeiramente, recomendamos ao menos 30% do seu patrimônio em moeda forte, o dólar. O Brasil representa cerca de 1% dos ativos investíveis, tem volatilidade política e macro e um quadro fiscal que aponta para mais inflação e desvalorização estrutural da moeda. Você tem investimentos no Cazaquistão? Possivelmente não, certo? Porém, o país da Ásia Central é grau de investimento e o Brasil não é. As eleições serão disputadas e o desafio fiscal é algo que não vemos vontade em Lula e tampouco em Flávio Bolsonaro (Centrão). **Nos ativos domésticos, nosso foco é sempre proteção inflacionária com ativos IPCA, títulos públicos e boas empresas pagando 7% ou mais de juro real isento de IR**, são uma aposta defensiva contra a corrosão inflacionária. Afinal, o limite da repressão financeira é juro baixo com inflação alta, um cenário possível em um cenário de deterioração fiscal. Um ponto importante, o Brasil hoje, neste modelo econômico tosco, não tem nada de grau de manobra, se o ciclo de commodities virar, teremos problemas bem sérios e em pouco tempo.

O ponto final. Em 1848, Bastiat escreveu que o Estado seria a grande ficção pela qual todos buscam viver às custas de todos. **Em 2026, a frase ganha tradução brasileira: o Estado é a grande ficção pela qual o presente busca viver às custas do futuro.** Quem paga a conta não é Lula, não é Haddad, não é o Congresso. Quem paga é o engenheiro de 35 anos com financiamento de 30 anos, é o aposentado que depende da sua pensão, é o pequeno empresário do comércio que terá pressão de custo de pessoal entre 6% e 10% (cenário 40h), é a criança de 10 anos que herdará dívida pública próxima de 100% do PIB. **Não há trem da alegria. Há apenas a passagem comprada antes e cobrada depois. Com juros.**

Termômetro de Alocação



O radar "Macroalocação" da TAG é o primeiro passo da equipe de Gestão no desenvolvimento das Carteiras Modelo TAG. Esse painel busca refletir a nossa convicção em 3 "áreas" de investimento: ativos brasileiros isentos da tributação de Imposto de Renda (ex. debêntures incentivadas, CRAs, CRIs, LCIs, e LCAs, entre outros), ativos brasileiros não-isentos, e ativos de Investimento no Exterior.

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

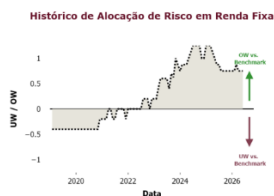
INCLINAÇÃO

HITÓRICO DE ALOCAÇÃO DE RISCO

ALOC. AÇÕES



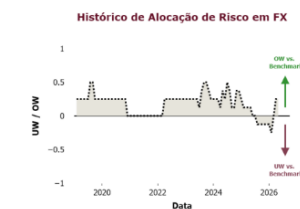
ALOC. RENDA FIXA



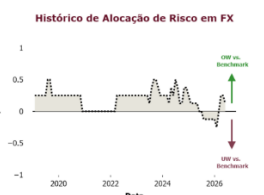
ALOC. CRÉDITO



ALOC. FX



ALOC. ALTERNATIVOS



Glossário

Termômetro de Alocação

Inclinação

Cada painel da série "Inclinação" reflete as perspectivas TAG sobre uma certa classe de ativos e suas componentes. Em nossa construção de cenário, dividimos o universo em 5 classes: Ações, Juros, Crédito, FX (ie. Moedas/Câmbio e Ouro), e Alternativos (ie. Ilíquidos, Imobiliário, e outros).

Dentro de cada classe, vamos além, e segmentamos o universo TAG em um segundo nível.

- Para Ações, temos 5 países/regiões: Brasil, Estados Unidos, Europa, China, e Países Emergentes (ie. ex-China e ex-Brasil).
- Para "Ações", onde antes tínhamos 5 países/regiões discriminados - "Brasil", "Estados Unidos", "Europa", "China", e "Países Emergentes" (ie. ex-China e ex-Brasil) - hoje, temos "Brasil", "DMs" (ie. Developed Markets, que contempla as nossas perspectivas para os EUA e Europa, entre outros países desenvolvidos), e "EMs (ex-Brasil)" (ie. Emerging Markets, que reflete a nossa visão sobre países em desenvolvimento como China e outros, exceto Brasil).
- Em "Renda Fixa" - a popular classe de Juros - nos guiamos por ativos "Pós" e "Pré" (ie. ativos Brasil pós-fixados e pré-fixados), além de títulos atrelados ao IPCA, e "Global Soberanos" (ie. renda fixa e títulos de dívida soberana ex-Brasil).
- Quanto à parcela de Crédito, dividimos da seguinte forma: ativos brasileiros High Grade e High Yield, ativos globais Investment Grade e High Yield (ie. onde o foco são os papéis de regiões desenvolvidas, os DMs), e os "Global EMs (ex-Brasil)" (ie. ativos de Crédito de países emergentes).
- Em FX, pontuamos as nossas perspectivas para a apreciação/depreciação de alguns pares/moedas. Onde antes discriminamos essas perspectivas como Dólar, Euro, Ouro, e Real, hoje resolvemos pontuar os pares que olhamos diretamente de forma explícita: "USD/DXY" (ie. a DXY é uma cesta de moedas globais, na qual balizamos as nossas perspectivas para o Dólar), "USD/EUR", "BRL/USD", "Ouro/USD".



TAG

INVESTIMENTOS

Este material não deve ser considerado como material de venda ou divulgação, e pode ser usado para simular resultados futuros com base em informações passadas, sem qualquer garantia de que os resultados simulados serão obtidos ao longo do tempo.

