

Lições e possíveis propostas fiscais para 2027

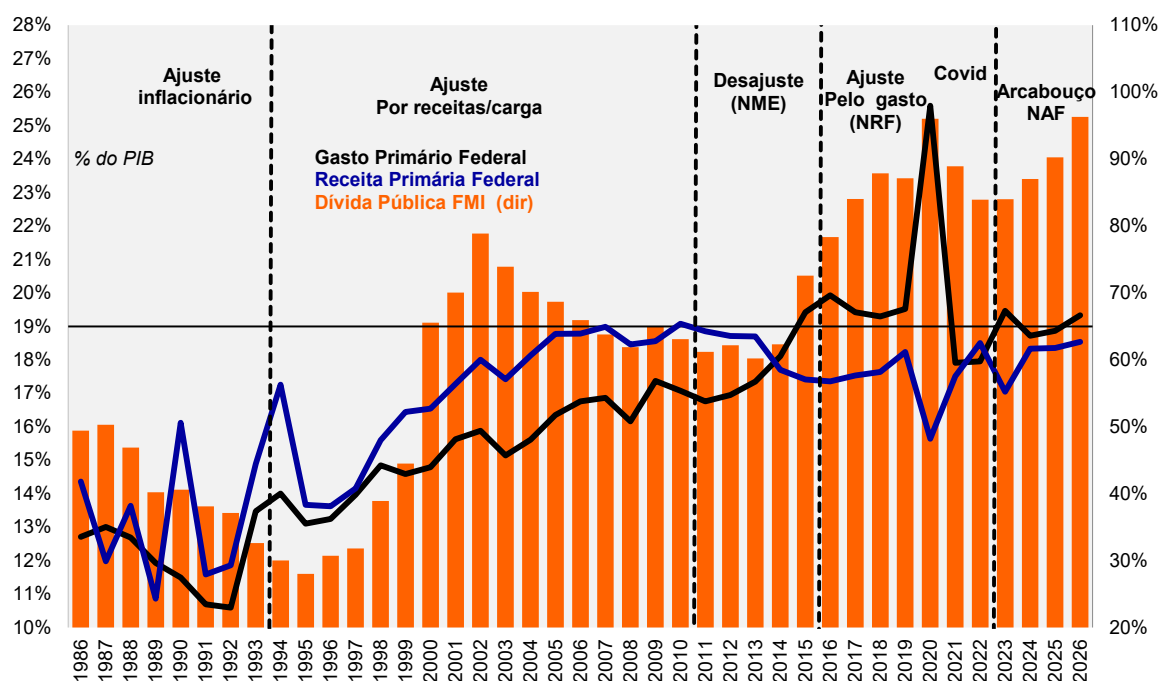
- ▶ O Brasil segue seu histórico fiscal de buscar o equilíbrio predominantemente por meio de aumentos de arrecadação, sem enfrentar de forma robusta a dinâmica estrutural dos gastos. Esse modelo perpetua o ambiente de juros reais elevados e crescimento baixo. Estimamos que, mantidas as regras atuais, sem nenhuma correção de curso, o ajuste fiscal necessário para estabilizar a dívida pública, hoje em torno de 4 p.p. do PIB, será crescente e de magnitudes ainda mais expressivas. Um ajuste efetivo exigirá uma estratégia crível e reformas profundas no orçamento público e nas regras fiscais. Neste texto, consideramos uma proposta abrangente de ajuste fiscal para o Brasil, que poderia para ser implementada a partir de 2027.
- ▶ Há estratégias alternativas de ajuste fiscal, a começar pelo ritmo de implementação. Estudos sobre o tema indicam que ajustes fiscais acelerados tendem a gerar ganhos mais imediatos de credibilidade e de redução do prêmio de risco, enquanto processos graduais não raramente perdem força ao longo do tempo. Ajustes focados na redução de despesas são mais eficazes em sanar desequilíbrios fiscais, além de menos recessivos do que os baseados em aumento de receitas – isso é particularmente relevante em contexto de taxas de juros elevadas, como no Brasil. Regras de despesa simples, previsíveis e impositivas são superiores às regras de resultado primário ou dívida, pois buscam controlar diretamente a origem do desequilíbrio. Assim, o formato de um plano de ajuste efetivo passaria por medidas com impacto relevante de curto prazo e maior foco na contenção de despesas. Junto a essas medidas, uma regra de gastos vinculada à trajetória da dívida, que ao menos temporariamente levasse a um retorno ao regime de crescimento real zero das despesas primárias poderia ajudar a aumentar a probabilidade de um ajuste fiscal bem-sucedido.
- ▶ Para tanto, o ajuste incorporaria um conjunto robusto de medidas, incluindo temas notoriamente difíceis, como a relação entre gastos e o salário-mínimo e pisos constitucionais, reformas na Previdência e assistência social, corte de subsídios e revisão de benefícios tributários, visando uma melhora no resultado primário de 6,8 p.p. do PIB até 2036 na comparação com o cenário sem reformas, sendo cerca de 70% disso proveniente do controle de despesas. A implementação das medidas poderia gerar superávit primário de cerca de 1,3% do PIB já em 2028 e de até 3,7% do PIB em 2036, além de levar a dívida pública para patamares abaixo dos atuais, criando bases para um crescimento sustentável com juros reais reduzidos. As medidas contempladas têm graus variados de viabilidade política, mas julgamos que os políticos são mais qualificados do que os técnicos para apontar o que pode ou não ter apoio suficiente, a cada momento do tempo.

1 - Histórico fiscal e tamanho do ajuste necessário

Ao longo das últimas décadas, o Brasil alternou diferentes estratégias fiscais sem resolver de forma estrutural e duradoura o desequilíbrio das contas públicas. Antes do Plano Real (1994), o ajuste ocorria de forma implícita via inflação. Com a estabilização, recorreu-se à elevação expressiva da carga tributária, o que se mostrou insustentável tanto politicamente quanto estruturalmente quando fatores favoráveis, como o *boom* da China e dos preços das commodities, se esgotaram. Sem ajuste, a expansão contínua de gastos (a uma média anual de crescimento de 6% em termos reais ao ano), desonerações de receitas e iniciativas de crédito subsidiado culminaram na crise de 2014–2016. A reação foi a tentativa mais ambiciosa de controle das despesas com o teto de gastos, regime voltado a mudar a assimetria da política fiscal e limitar o crescimento do tamanho do Estado como proporção da economia, que estava previsto para ser mantido por uma década, mas este perdeu credibilidade diante de sucessivas exceções e foi definitivamente rompido com a chamada PEC da Transição em 2022. O Novo Arcabouço Fiscal, que o substituiu, introduziu maior flexibilidade, mas sua parametrização não assegura a estabilização da dívida sem forte aumento de receitas. Na prática, o país segue preso a um modelo que privilegia a arrecadação adicional,

sem enfrentar a dinâmica estrutural do gasto, perpetuando desequilíbrios fiscais, que pressionam os juros reais e penalizam o crescimento econômico.

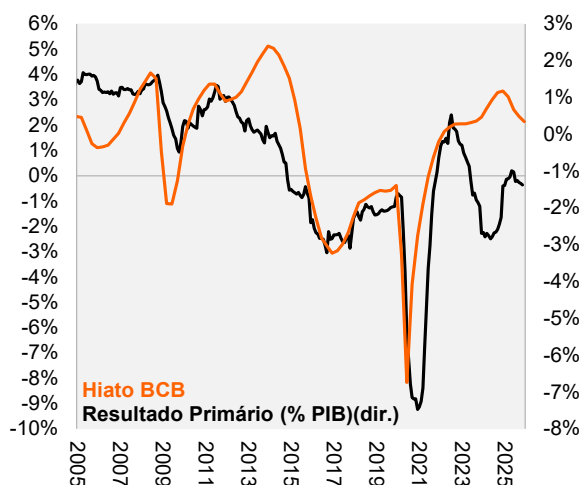
Regimes fiscais diferentes não impediram tendência de aumento de gastos



Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

Em particular, nos últimos anos, não houve melhora concreta na trajetória fiscal. O resultado primário tem oscilado entre -0,5% e -1,0% do PIB com algum crescimento da receita primária (hoje em torno de 18% do PIB, pouco acima do patamar de 2019 e próximo do máximo histórico registrado em 2010). Esse avanço foi compensado por crescimento das despesas primárias, que hoje se situam em cerca de 19% do PIB, também próximas às máximas, desconsiderando a pandemia. Em outras palavras, o país vem optando pelo aumento do tamanho do Estado na economia, com o aumento das despesas sendo parcialmente compensado por iniciativas de recomposição de receitas - muitas delas meritórias e justificadas como correções de distorções tributárias e de combate à elisão fiscal – mas que são insuficientes para entregar estabilidade no resultado primário, a despeito de um crescimento econômico acima do potencial.

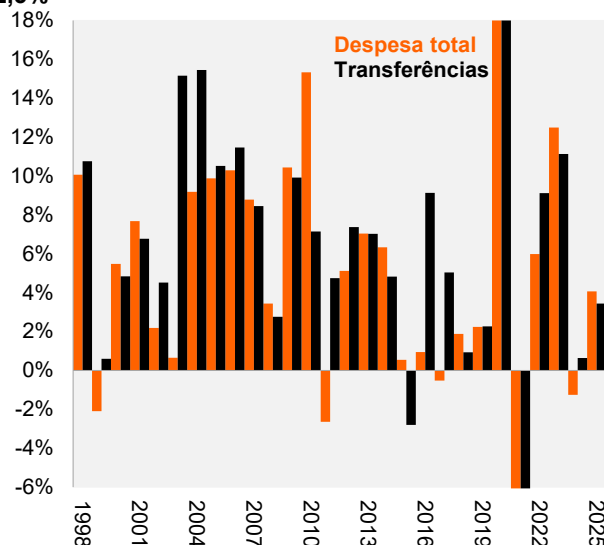
Primário deficitário a despeito de hiato aberto



Fonte: Tesouro Nacional, Banco Central, Itaú

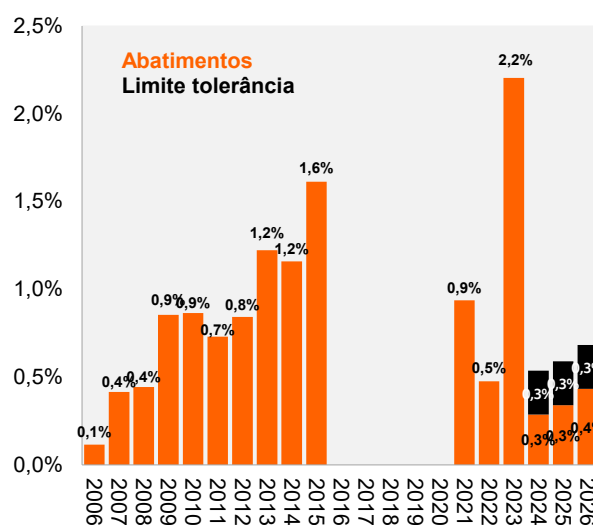
Essa dinâmica recente decorre da parametrização e da aplicação prática do arcabouço. Embora estabeleça um limite formal de 2,5% para o crescimento real anual das despesas, na prática, os gastos mais relevantes para a atividade econômica, como as transferências sociais, têm crescido em torno de 6%, impulsionados pela dificuldade de controlar o contingente de beneficiários da Previdência e Assistência Social e pelos aumentos reais do salário-mínimo. Assim, a política fiscal permanece expansionista mesmo quando a economia já cresce acima do potencial (o contrário do que seria recomendável) e comprime-se os gastos discricionários, levando a pressões para flexibilizações do limite agregado. A multiplicação de exceções e exclusões do limite de despesas e das metas de resultado primário enfraquece a transparência e a previsibilidade e sinaliza possível ambiguidade com o próprio regime, apesar da existência de bandas justamente para absorver choques. Inclusive, a prática recente de conduzir a gestão fiscal mirando o piso da banda de tolerância, em vez do centro da meta, agrava esse problema ao consumir espaço fiscal que teoricamente deveria ser utilizado apenas esporadicamente, para suavizar choques. Como resultado, a disciplina insuficiente na trajetória das despesas e a promessa de melhora fiscal que não se materializa levam a um aumento do prêmio de risco e juros reais altos.

Despesas com transferências crescendo acima de 2,5%



Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

Abatimentos da meta fiscal crescendo novamente

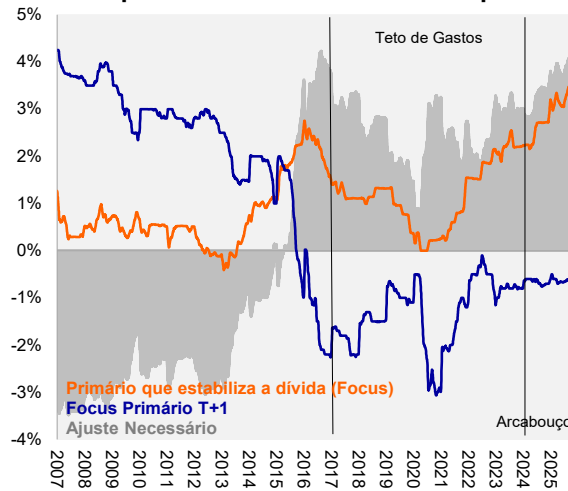


Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

As regras atuais geraram, portanto, um ambiente de política fiscal expansionista, que aumenta tanto as expectativas de crescimento quanto de juros, com um efeito líquido de aumento do esforço necessário para estabilizar a dívida pública. A equação básica da dinâmica da dívida (d abaixo) estabelece que sua estabilização exige um superávit primário (s) igual à diferença entre juros reais (r) e crescimento (g), multiplicada pelo estoque da dívida. Os dados do boletim Focus mostram que, enquanto no período do teto de gastos a percepção do ajuste requerido (a diferença entre o primário que estabiliza e o primário efetivo) caiu de forma significativa, sob o atual arcabouço fiscal ela continuou aumentando, alcançando hoje cerca de 4 pontos do PIB com juros reais próximos a 6% e PIB com crescimento potencial de 2%.

$$\Delta d = d * (r - g) - s$$

Arcabouço não tem sido capaz de reduzir ajuste necessário para estabilizar a dívida visto pelo Focus

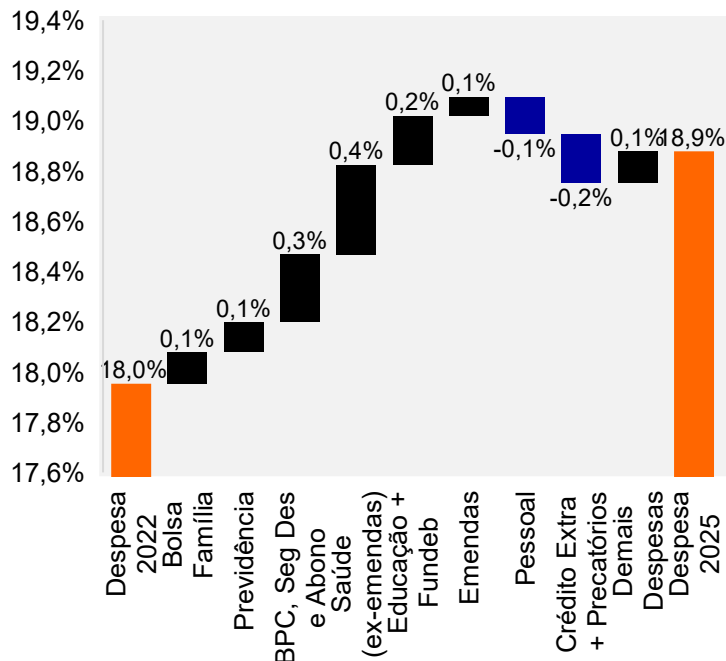


Fonte: Banco Central, Itaú

Mesmo o ajuste modesto implícito no arcabouço não está assegurado, dado o comportamento das despesas obrigatórias. Uma parcela relevante do gasto é indexada ao salário-mínimo ou vinculada a regras constitucionais, e o envelhecimento populacional, aliado ao baixo controle e à judicialização, tende a ampliar o número de beneficiários da Previdência e da assistência social.

De fato, desde 2022, a maior parte dos grupos de despesa cresceu como percentual do PIB. O aumento da despesa primária federal como percentual do PIB de 18% em 2022 para 18,9% em 2025 foi puxado por essa parcela indexada ao salário-mínimo - como Previdência, BPC, seguro-desemprego e abono salarial - e pelos gastos com saúde e educação. Uma das poucas linhas de despesa que recuaram foi a com Pessoal, mas o esperado é que ela volte a subir em 2026 com reajustes acima da inflação e contratações recentes.

Alta praticamente generalizada de despesas em % do PIB desde 2022



Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

Sob as regras atuais, as despesas tendem a gerar uma deterioração automática para as contas públicas por crescerem cerca de 3% em termos reais ao ano. Esse resultado decorre das hipóteses: (i) a manutenção da regra

atual do salário-mínimo, com os mecanismos vigentes de reajustes de pensões e aposentadorias, (ii) que o crescimento de beneficiários da Previdência ficará próximo ao ritmo atual de 3%, (iii) que os servidores terão reajustes apenas pela inflação e sem contratações líquidas, (iv) que os gastos com saúde e educação crescem em linha com as receitas e o PIB de 2% e (v) que, em termos líquidos, as demais despesas, como Precatórios, subsídios e Bolsa Família crescem 1% em termos reais ao ano. Esse crescimento subsequente é acima do limite de 2,5% do arcabouço, o que sugere que o ponto de partida de um cenário sem reformas será mais realista se considerar projeções linha a linha, do que se for pautado pelo limite agregado da regra.

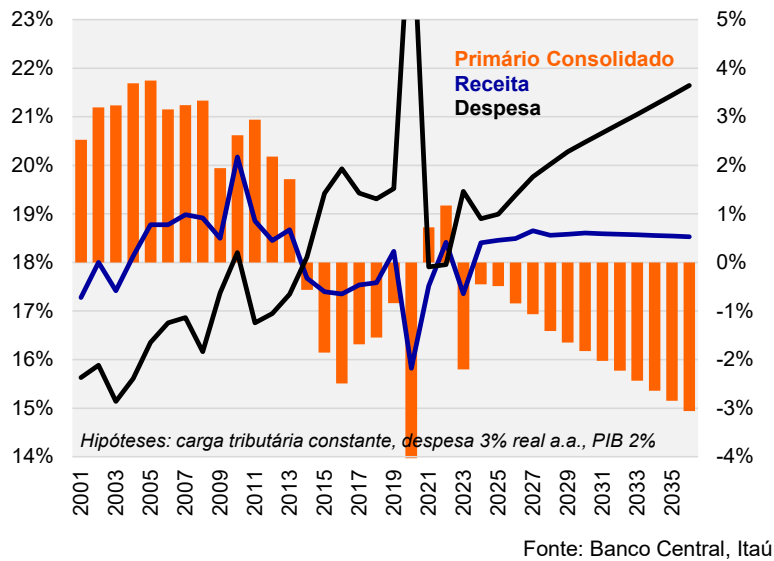
Sob regras atuais, gastos crescem ao menos 3% ao ano em termos reais

Crescimento real gasto primário federal a.a					
função (quantidade Prev+ BPC & servidores)		Regra salário mínimo atual (Inflação + PIB, limitado a 2,5%)			
		Crescimento beneficiários Prev + BPC			
		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
Servidores (~20% gasto total) (reajuste)	0% nominal + 50% rep.	1,3%	1,8%	2,3%	2,8%
	0% real + 50% rep.	1,9%	2,4%	2,9%	3,4%
	0% real + 100% rep.	2,1%	2,6%	3,1%	3,6%
	0.5% real + 100% rep.	2,2%	2,7%	3,2%	3,6%
	0.5% real + 150% rep.	2,3%	2,8%	3,3%	3,8%

Memo: Demais gastos 30% total (precatórios, subsídios, bolsa família, saúde e educação) ~1,5% real a.a; investimento = cte % PIB (regra arcabouço ~2%
* PIB = 2.0% a.a

Nesse cenário, o déficit primário pode atingir cerca de 3% do PIB até 2036. Em particular, a dinâmica das despesas é tal que sob a hipótese de crescimento do PIB de 2% (próximo ao potencial), o déficit primário aumenta cerca de 0,2 a 0,25 ponto percentual do PIB por ano. Enfatizamos que esse cenário é uma projeção baseada na dinâmica atual. Não está pré-determinado, mas evitá-lo requer uma correção de curso.

Sem reformas, déficit primário de 3% do PIB em 2036



Esse quadro se agrava em um contexto de deterioração fiscal global. Os países desenvolvidos têm ampliado as dívidas públicas após a pandemia, com maiores gastos sociais e de defesa. A consequência dessa política são juros globais mais elevados, o que encarece o financiamento também para países emergentes. Nesse cenário, o Brasil se destaca negativamente: sua dívida pública é uma das mais altas entre os emergentes e segue em trajetória ascendente e em nível preocupante, perto de 90% do PIB na métrica do FMI, bem acima dos 40% a 60% observados em pares da América Latina e dos cerca de 50% dos emergentes com grau de investimento. Isso eleva o prêmio de risco do país, os juros estruturais e limita o crescimento da economia ([ver Macrovisão: Deterioração Fiscal Global](#)).

Assim, o tamanho do ajuste necessário para estabilizar a dívida nos próximos dez anos pode alcançar patamares bastante elevados, a depender do nível dos juros reais. Isso reforça a importância não só de iniciativas de melhora do primário, mas de uma estratégia crível, que consiga reduzir o prêmio de risco, em um momento de juros internacionais mais elevados. Uma condição necessária, mas não suficiente, seria o redesenho das regras fiscais vigentes. Além disso, acreditamos que o ganho de credibilidade seria maior quanto mais rápida e antecipada (*“front-loaded”*) for a melhora de resultado primário. Uma nova regra fiscal pode até fazer o país ganhar tempo, mas se não vier acompanhada de medidas para frear o crescimento das despesas obrigatórias e gerar melhora de curto prazo no resultado primário, o ganho de credibilidade será menor e o custo do ajuste poderia seguir aumentando.

Tamanho do ajuste primário em p.p. do PIB para estabilizar a dívida em 80% do PIB

	Com primário de 2025 de -0,5% do PIB	Com primário de -3,1% do PIB sem reformas em 2036
Com PIB 2%, juro real atual de 7%	4,6%	7,1%
Com PIB 2%, juro real da Focus de 6%	3,8%	6,3%
Com PIB 2%, juro real de 5% (i.e, com ganho de credibilidade)	3,0%	5,5%

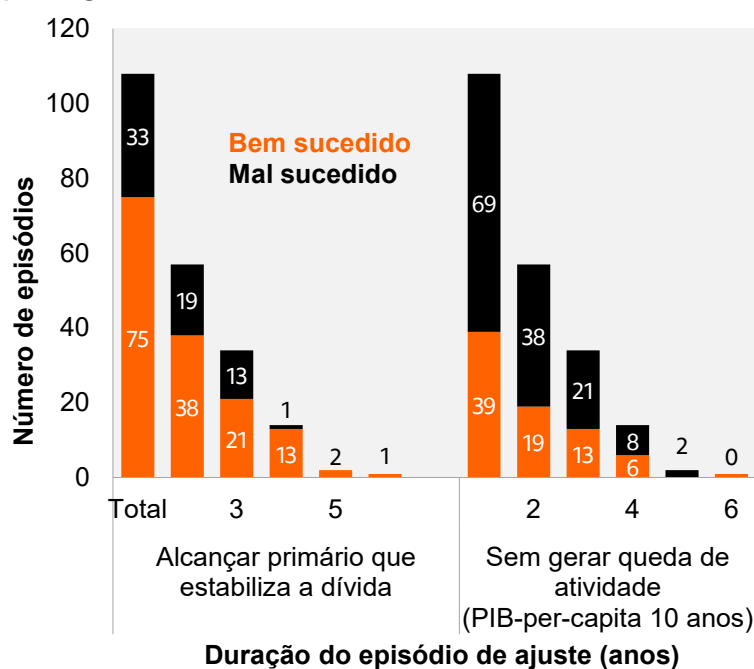
2 - Lições sobre planos de ajuste fiscal e o papel da credibilidade

Os governos costumam alternar entre duas estratégias principais de consolidação fiscal: os ajustes graduais, implementados de forma lenta e contínua ao longo de vários anos, e os ajustes acelerados (ou *front-loaded*), que concentram o esforço fiscal nos primeiros anos do plano.

Ajustes fiscais mais rápidos tendem a gerar ganhos imediatos de credibilidade. Sinalizam compromisso com a correção dos desequilíbrios, reduzindo prêmio de risco, juros e pressões inflacionárias, o que é particularmente relevante em economias emergentes, onde a sensibilidade dos juros à situação fiscal é maior e choques são mais frequentes. Além disso, a concentração inicial do esforço ajuda a mitigar a chamada “fadiga de reformas”, comum em ajustes excessivamente prolongados, que acabam sendo naturalmente diluídos por ciclos políticos e mudanças de governo. É por isso que, usualmente, ajustes graduais frequentemente são acompanhados de regras fiscais, idealmente, simples, impositivas e previsíveis para preservar credibilidade. **Por outro lado, ajustes muito abruptos podem ter impacto de curto prazo sobre a atividade e o emprego, principalmente quando não baseados em medidas estruturais que viabilizem a queda das taxas de juros.**

Evidências do Banco Mundial indicam que governos têm dificuldade em manter o esforço fiscal por muito tempo, mas que quando o fazem, a taxa de sucesso aumenta. O estudo “A Primer on Restoring Fiscal Space and Sustainability” identifica 108 episódios de ajuste entre 1980 e 2023, cuja duração média é de 2,7 anos. Por outro lado, quando o esforço é mantido por quatro anos ou mais, a probabilidade de estabilizar a dívida sobe de 67% para mais de 90%. Quando incluído o critério adicional de não ter gerado uma queda de atividade (em termos da média de 10 anos do PIB per-capita antes do início do ajuste), a taxa de sucesso decai, o que sugere algum custo de curto prazo em iniciativas de ajuste.

Países tem dificuldade de manter esforço fiscal por período prolongado



Uma outra dimensão dos ajustes é a sua qualidade em termos de aumentos de receita ou redução de despesa.

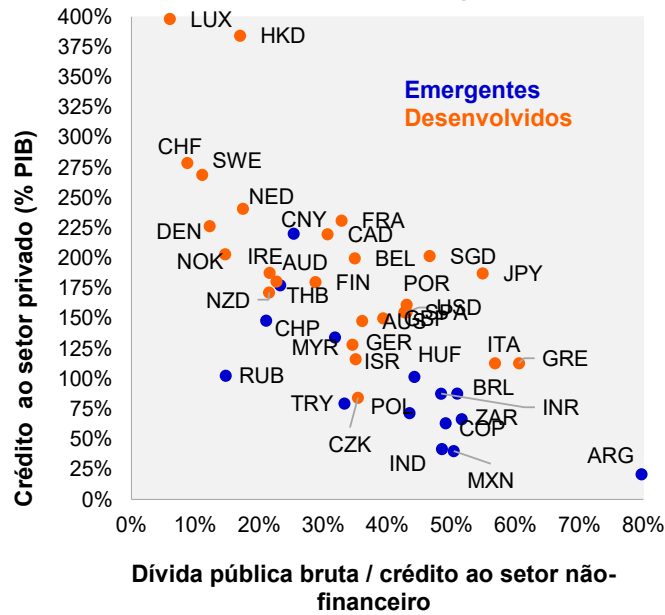
Ajustes por redução de despesa costumam ter efeitos mais duradouros e ser mais eficazes no propósito de estabilização da dívida pública. Isso ocorre porque, ao conter o crescimento do gasto, o governo corrige a raiz estrutural do desequilíbrio, o que reduz o prêmio de risco e contribui para a queda dos juros reais. Segundo o estudo do Banco Mundial, 83% dos ajustes baseados em despesa conseguiram estabilizar a dívida, contra apenas 49% dos baseados em receita.

Outra vantagem dos ajustes pelo lado da despesa é a evidência empírica de que são menos recessivos e, em alguns casos, até neutros, em comparação aos baseados em aumento de impostos. Os trabalhos de Alberto Alesina e Francesco Giavazzi¹ analisaram mais de 200 episódios de consolidação em países da OCDE e concluíram que, em média, um ajuste de 1% do PIB via despesa reduz o crescimento em apenas 0,25 ponto percentual, enquanto um ajuste da mesma magnitude via aumento de impostos provoca uma contração de 2 a 3 pontos percentuais e pode prolongar a recessão por até quatro anos. Basicamente, ajustes de cortes de gastos sinalizam maior compromisso com a solvência fiscal e reduzem expectativas de aumento futuro de impostos, estimulando investimento e consumo privado, compensando ao menos parte do efeito recessivo.

Além disso, é razoável supor que a contenção do gasto público ajuda a liberar recursos no mercado de crédito (*crowding-in*) e a reduzir pressões inflacionárias, o que tende a favorecer o crescimento de longo prazo. De forma geral, países com dívida pública elevada como proporção do tamanho do mercado de crédito ao setor não-financeiro têm menor crédito ao setor privado em proporção do PIB.

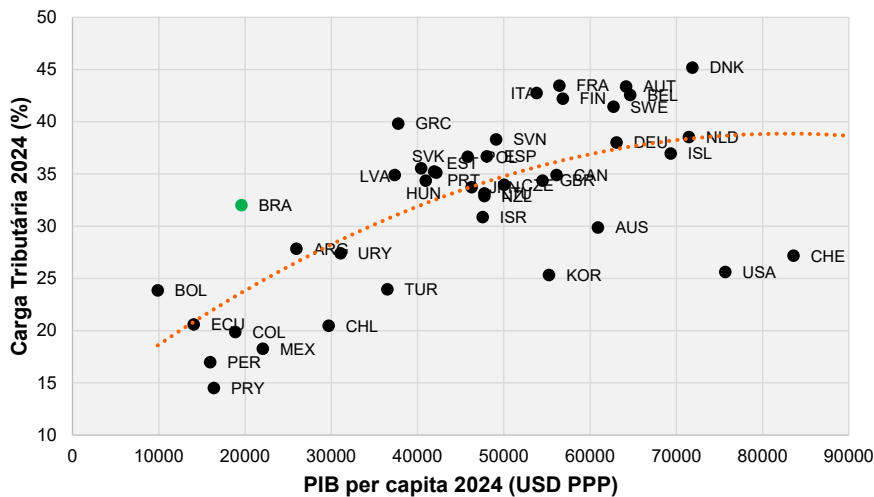
¹ "The Output Effect of Fiscal Consolidation Plans" (Alesina, Favero e Giavazzi, 2015) e "Effects of Austerity: Expenditure- and Tax-based Approaches" (Alesina, Favero e Giavazzi, 2019)

Países com endividamento público elevado tem menor desenvolvimento mercado de crédito privado



Para o Brasil, essa evidência sugere que um plano fiscal crível deveria combinar resultados iniciais rápidos e reformas estruturais com foco no controle dos gastos públicos. Isso não significa que não haja medidas meritórias de arrecadação. Medidas de receita podem complementar o ajuste, sobretudo quando focadas na redução de isenções, subsídios e distorções, em que a evidência é de menor custo em termos de crescimento², mas estas não substituem o controle do gasto, especialmente em um país como o Brasil, cuja carga tributária já é elevada para seu nível de renda.

Brasil tem carga tributária elevada para seu nível de renda



Adicionalmente, a credibilidade da estratégia de ajuste é tão relevante quanto o tamanho do ajuste, pois expectativas de solvência e risco soberano influenciam diretamente os juros de longo prazo, sobretudo em

² Um estudo de pesquisadores do FMI (Dabla-Norris, M. E., & Lima, F. (2018). *Macroeconomic effects of tax rate and base changes: Evidence from fiscal consolidations*) analisou em torno de 2500 medidas de tributação em 10 países da OCDE e encontrou que medidas de aumento da base de tributária (como redução de gastos tributários) levam a menores quedas de PIB e emprego (multiplicador de 0,3 no 1º ano e 0,4 no segundo ano) do que medidas de aumento de alíquota sobre uma mesma base (multiplicador de 1,2 e 1,6 após dois anos).

países emergentes. Evidências empíricas mostram que planos de consolidação críveis reduzem spreads soberanos e tornam o ajuste menos contracionista, enquanto aumentos persistentes de déficit e dívida elevam significativamente os juros ao longo do tempo, efeito que é mais intenso em países com endividamento elevado e em um contexto de deterioração fiscal global. Após a pandemia, mesmo economias avançadas passaram a registrar forte sensibilidade dos juros de longo prazo a eventos fiscais. No Brasil, o padrão é semelhante: medidas de consolidação fiscal reduziram expectativas de juros reais, enquanto flexibilizações e anúncios sem controle de despesas as elevaram de forma consistente (ver Macrovisão: Deterioração Fiscal Global).

Consideramos que uma estratégia de ajuste fiscal capaz de restabelecer um crescimento menor das despesas, com credibilidade, e reduzir o prêmio de risco aos níveis observados entre 2017 e 2019, pode trazer os juros reais de longo prazo para cerca de 5% e diminuir o esforço fiscal necessário entre 1,5 e 2,0 p.p. do PIB. Por outro lado, em um cenário extremo, se houver uma manutenção do ritmo atual de crescimento das despesas e o prêmio de risco piorar como ocorreu em 2015, os juros reais poderiam chegar próximos de 9%, o que seria insustentável. É importante salientar que, em todos os cenários, estamos em uma posição mais desfavorável que no período pré-pandemia, com juros externos aproximadamente 2 p.p. mais altos, o que justifica por que, mesmo nos cenários mais benignos, os juros reais não devem voltar aos mínimos de 3,5-4,0% observados em 2019. O ambiente externo, em suma, coloca um piso mais elevado nas taxas de juros locais.

Cenário internacional atrapalha, mas menor crescimento de gastos com ganhos de credibilidade podem levar a queda dos juros de longo prazo

Juros NTNB 2045		Prêmio de Risco = 2017-19			Prêmio de Risco Atual			Prêmio de Risco Atual + Δ 2015		
Despesa a/a real (MM 4 anos)		US 10Y Real			US 10Y Real			US 10Y Real		
		0,0%	1,0%	2,0%	0,0%	1,0%	2,0%	0,0%	1,0%	2,0%
	0%	3,9%	4,5%	5,1%	5,1%	5,6%	6,2%	6,9%	7,5%	8,1%
	1%	4,1%	4,7%	5,3%	5,3%	5,8%	6,4%	7,2%	7,7%	8,3%
	2,5%	4,5%	5,0%	5,6%	5,6%	6,2%	6,7%	7,5%	8,0%	8,6%
	4%	4,8%	5,3%	5,9%	5,9%	6,5%	7,0%	7,8%	8,4%	8,9%
	5%	5,0%	5,6%	6,1%	6,1%	6,7%	7,2%	8,0%	8,6%	9,1%

Comparação de estratégias de ajuste fiscal

	Vantagens	Desvantagens
Ajuste rápido ("front-loaded")	(i) Ganho imediato de credibilidade com queda mais rápida do prêmio de risco (ii) Menor risco de reversão e exposição a ciclos eleitorais (iii) Evita ajustes abruptos forçados no futuro	(i) Possível maior custo econômico de curto prazo (ii) Depende de consenso inicial amplo (apoio no Congresso e sociedade)
Ajuste gradual ("back-loaded")	(i) Possível menor custo econômico de curto prazo (ii) Mais consistente com reformas estruturais que tem usualmente transições longas	(i) Maior risco de fadiga, flexibilizações crescentes, contabilidade criativa e reversões em ciclos eleitorais (ii) Maior dependência de credibilidade, que pode variar ao longo do tempo (iii) Histórico internacional indica baixa taxa de sobrevivência (iv) Chance de novas medidas recorrentes afetar expectativas e investimento (v) Pode necessitar calibragem com choques internos e externos
Ajuste via despesas	(i) Maior ganho de credibilidade viabiliza redução mais rápida dos juros reais se foco em despesas obrigatórias (ii) Histórico internacional é de serem menos recessivos (iii) Menor risco de evasão e elisão	(i) Exigência de maior consenso político por envolver, em geral, mais regras Constitucionais e tempo de transição elevado
Ajuste via receitas	(i) Mais fácil gerar efeitos no curto prazo	(i) Credibilidade limitada gera queda menor prêmio de risco (ii) Maior incerteza tributária pode prejudicar investimento (iii) Pode gerar incentivo a informalidade (iv) Maior risco de evasão e elisão (v) Histórico internacional é de serem mais recessivos

3 – Uma regra fiscal ideal

Não existe regra fiscal capaz de disciplinar qualquer governo e que sobreviva sem apoio político, mas uma regra será melhor quanto mais simples, previsível e impositiva. A experiência brasileira ilustra bem esse ponto: o teto de gastos, apesar de constitucional e inicialmente eficaz, acabou enfrentando fortes resistências políticas, teve sua credibilidade corroída por sucessivas emendas e exceções, processo que vem se repetindo, com um ponto de partida pior, no atual arcabouço fiscal.

À luz da evidência internacional e doméstica, regras de despesa são superiores às regras de resultado primário ou de dívida (ver Macrovisão: Regras fiscais: perguntas frequentes e princípios básicos). Elas controlam diretamente uma variável sob maior domínio do formulador de política, são menos pró-cíclicas e evitam que aumentos temporários de receita se convertam em elevação permanente de gastos. A experiência brasileira entre 2001 e 2016 mostra que o regime focado em metas de resultado primário falhou em estabilizar a dívida, foi frequentemente flexibilizado e acabou associado ao aumento da carga tributária e à fragilização do controle das despesas. O arcabouço atual reproduz esses problemas ao vincular o crescimento do gasto à arrecadação, ampliar exceções e permitir uma postura fiscal expansionista mesmo em contexto de economia aquecida, contribuindo para juros reais elevados e perda de credibilidade. As regras baseadas em limites para a dívida também apresentam sérias limitações, pois a dívida depende de variáveis fora do controle direto do governo, como crescimento e juros, além de gerar distorções conforme o conceito adotado.

Um caminho intermediário mais promissor é uma regra de gastos que levasse em conta a trajetória da dívida. A ideia decorre da premissa de que o objetivo prioritário de uma regra fiscal deveria ser a manutenção da dívida pública em nível e dinâmica controlados. Isto porque um Estado com dinâmica de dívida insustentável dificilmente lograria oferecer à população serviços públicos e assistência social de qualidade no longo prazo. Para funcionar, essa regra deveria, primeiramente, ser simples, dependente de parâmetros observáveis e já acompanhados como referência na dinâmica fiscal com a dívida bruta do governo geral como referência para o nível de dívida almejado e o gasto primário total do governo federal a métrica para o escopo do controle de despesas. Em segundo lugar, a regra deveria ser previsível, com poucas exceções e cláusulas de escape bem definidas, com as exceções originalmente vigentes no arcabouço fiscal como uma boa referência. Por fim, deve ser impositiva, com mecanismos automáticos de correção em caso de descumprimento.

Uma pré-condição para o regime funcionar é a ausência de alterações na métrica da dívida e no escopo dos gastos limitados ao longo do tempo - como acabou ocorrendo com a métrica de resultado primário no passado, com o teto de gastos e com o arcabouço mais recentemente. A credibilidade desse regime alternativo, como de qualquer outro, não sobreviveria a hiperatividade contábil. Alterar as regras tem de passar a ser visto como equivalente a mudar a metodologia do IPCA na apuração do cumprimento da meta de inflação.

Uma vez definido o objetivo e o formato da regra, o ritmo de crescimento dos gastos vai depender do tempo necessário, com simulações baseadas em hipóteses plausíveis, para se levar a dívida para o patamar almejado. As simulações, a propósito, deveriam ser feitas de forma transparente e com parâmetros consensuais. Naturalmente, quanto mais distante a dívida estiver do patamar almejado, mais restritiva deveria ser a regra de gastos.

As simulações indicam que permitir crescimento real das despesas de 2,5% ao ano não gera perspectiva robusta de estabilização da dívida, exceto sob cenários que parecem ser pouco plausíveis de forte crescimento ou alta de receitas. Na tabela abaixo, simulamos o tempo necessário para a dívida bruta estabilizar e o respectivo nível de estabilização, a depender do regime de despesas, crescimento do PIB e nível de juros reais, assumindo que não há ganhos com a introdução de medidas tributárias no futuro.

Um ajuste menos gradual, como o retorno temporário ao crescimento real zero das despesas, aumenta significativamente a chance de estabilização e pode ser flexibilizado à frente caso ocorram surpresas positivas.

Quando e em que nível a dívida bruta estabiliza?

PIB / Juro real	Arcabouço 2,5%				1% crescimento real despesas				0% crescimento real despesas			
	4%	5%	6%	7%	4%	5%	6%	7%	4%	5%	6%	7%
2,0%	2052 ; 110%	Não converge	Não converge	Não converge	2031 ; 87%	2037 ; 97%	2046 ; 119%	2090 ; 236%	2028 ; 84%	2031 ; 88%	2034 ; 96%	2039 ; 110%
2,5%	2037 ; 90%	2055 ; 117%	Não converge	Não converge	2028 ; 83%	2031 ; 88%	2035 ; 96%	2040 ; 111%	2027 ; 82%	2029 ; 85%	2030 ; 89%	2033 ; 96%
3,0%	2029 ; 83%	2035 ; 90%	2045 ; 108%	2072 ; 174%	2027 ; 82%	2028 ; 84%	2030 ; 88%	2033 ; 95%	2026 ; 81%	2027 ; 83%	2029 ; 86%	2030 ; 90%

Uma decisão consequente, evidentemente, é estabelecer o nível de dívida almejado. Além do critério de mera estabilização implícito no exercício anterior, uma alternativa pode ser trazer a dívida para o patamar médio de países emergentes com grau de investimento, o que aumentaria o montante de investimentos que o país poderia atrair e, em última instância, reduziria o custo de capital na economia. Sob essa ótica, considerando os ratings da S&P, o Brasil precisaria reduzir a razão dívida bruta/PIB de 88% em 2024 (dado do FMI) para cerca de 50%. O ponto aqui é que, na ausência de uma considerável reavaliação, por parte das agências de classificação de risco, dos patamares necessários para uma economia emergente atingir e manter o grau de investimento, simplesmente estabilizar a dívida em torno de 80% do PIB é insuficiente.

O resultado do exercício é tal que uma redução do nível de dívida somente pela redução do crescimento de despesa e sem medidas de redução do nível de despesas ou aumento de receita dificilmente seria alcançada, dada a necessidade de se manter um esforço de ajuste muito prolongado, que acabaria perdendo sustentação política.

Quando dívida atinge 80% / 60% / 50% PIB?

PIB / Juro real	Arcabouço 2,5%				1% crescimento real despesas				0% crescimento real de despesas			
	4%	5%	6%	7%	4%	5%	6%	7%	4%	5%	6%	7%
2,0%	2085 / 2092 / 2094	Nunca / Nunca / Nunca	Nunca / Nunca / Nunca	Nunca / Nunca / Nunca	2042 / 2049 / 2052	2052 / 2057 / 2060	2068 / 2072 / 2073	Nunca / Nunca / Nunca	2034 / 2041 / 2043	2039 / 2044 / 2046	2045 / 2049 / 2051	2054 / 2057 / 2058
2,5%	2056 / 2066 / 2069	2085 / 2091 / 2093	Nunca / Nunca / Nunca	Nunca / Nunca / Nunca	2034 / 2041 / 2044	2039 / 2046 / 2048	2047 / 2052 / 2053	2057 / 2061 / 2062	2031 / 2037 / 2039	2034 / 2040 / 2042	2038 / 2043 / 2045	2043 / 2047 / 2049
3,0%	2037 / 2048 / 2052	2049 / 2057 / 2060	2067 / 2072 / 2074	Nunca / Nunca / Nunca	2030 / 2038 / 2040	2034 / 2040 / 2042	2038 / 2044 / 2046	2044 / 2048 / 2050	2029 / 2035 / 2037	2031 / 2037 / 2039	2034 / 2039 / 2041	2038 / 2042 / 2044

4 – Possíveis medidas para implementar um ajuste fiscal

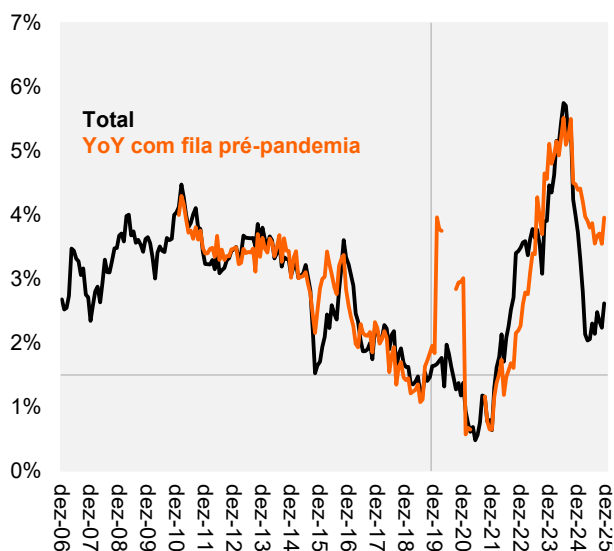
Um programa de ajuste contemplaria medidas que, em conjunto, implicam uma melhora de 6,8 p.p. do PIB em 2036, combinando redução de despesas (4,7%) e aumento de receitas (2,1%). Aproximadamente 40% do esforço (2,7 p.p. do PIB, sendo 1,4 p.p. em despesa) se concentraria já em 2027–2028, permitindo alcançar superávit primário acima de 1% do PIB em 2028 caso as medidas fossem integralmente adotadas, justamente por combinar ações de impacto rápido com reformas graduais que sustentem credibilidade ao longo do tempo. A tabela ao final dessa seção lista as medidas e apresenta seu impacto nos dois primeiros anos e ao final de 2036.

No bloco de despesas, dois destaques são a desindexação do salário-mínimo (1,2% do PIB em 2036) e de pisos de despesas atualmente vinculadas a receita, como saúde e educação (0,4% do PIB em 2036), que passariam a ser corrigidos pela inflação. A primeira mudança elimina um mecanismo de expansão fiscal desconectado da capacidade de financiamento do Estado e a distorção em que ganhos de produtividade da população ativa são transferidos para população inativa, algo que não acontece na vasta maioria dos países. Idealmente, a desindexação deveria separar a regra de reajuste dos benefícios dos trabalhadores da ativa (isto é, o piso do mercado de trabalho formal) dos inativos. Sobre a segunda medida, avaliamos que ajuda a tornar o gasto público menos pró-cíclico e mais flexível, contribuindo a deslocar o foco do volume de gasto para a qualidade do gasto, sendo também importante envolver no mínimo a unificação (senão o fim) desses pisos, diante da mudança demográfica em curso. Tais medidas implicariam inevitável custo político, mas o descontrole fiscal e suas implicações inflacionárias trariam custos consideravelmente mais elevados e socialmente deletérios.

Na Previdência, pode-se promover novo ajuste paramétrico, buscando reduzir o crescimento de beneficiários para cerca de 1,5% ao ano, o que geraria economia de 1,0% do PIB em 2036. Mesmo após a reforma de 2019, o sistema continua pressionado pelo envelhecimento populacional, pela elevação da expectativa de vida e por

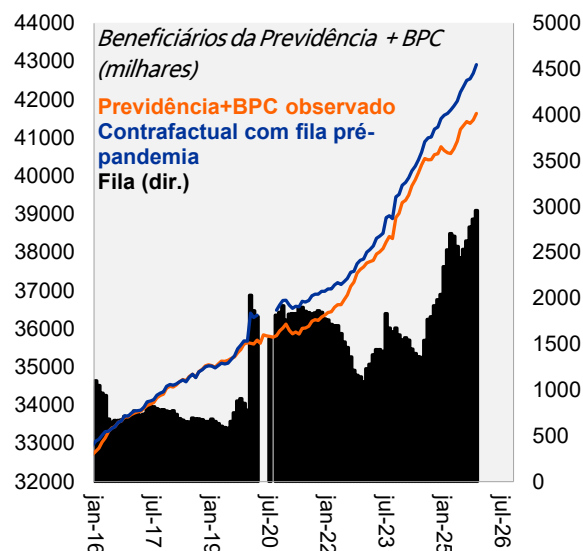
aparentes falhas de fiscalização. Desde o fim da pandemia, o aumento de beneficiários tem sido superior ao esperado com a reforma (4% frente esperado entre 1,5% e 2,0% ao ano). Mais recentemente, houve alguma moderação, mas tendo como contrapartida um aumento do represamento de benefícios e da chamada fila. Além disso, o gasto previdenciário brasileiro segue descolado do que seria o esperado pela demografia do país, o que sugere que as nossas regras de acesso seguem brandas na comparação com o resto do mundo, tendência reforçada pela judicialização crescente dos processos de concessão.

Crescimento de beneficiários do INSS distorcido pelo aumento da fila



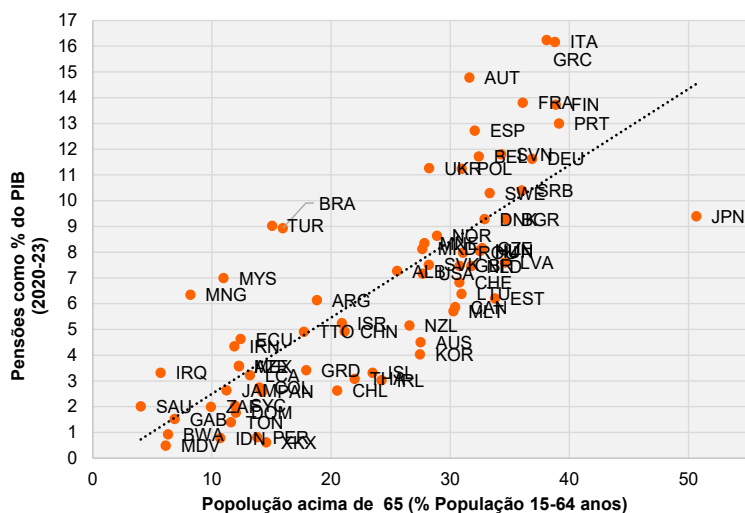
Fonte: Ministério Previdência, Itaú

Aumento da fila do INSS desde o 2S24



Fonte: Ministério Previdência, Itaú

Gasto brasileiro com pensões é alto para padrão demográfico do país

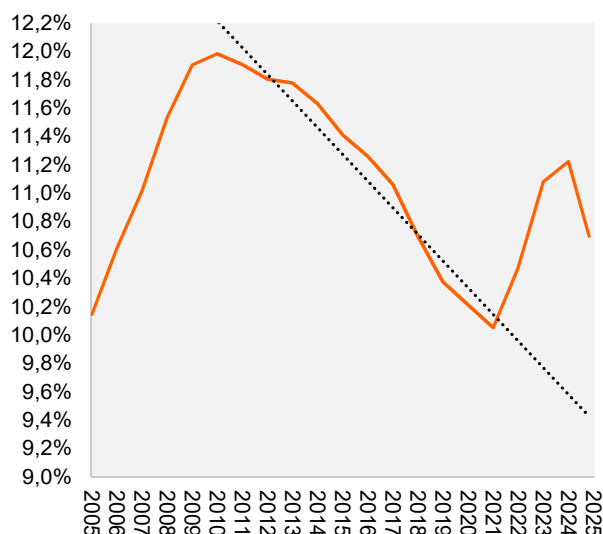


Fonte: Banco Mundial, Itaú

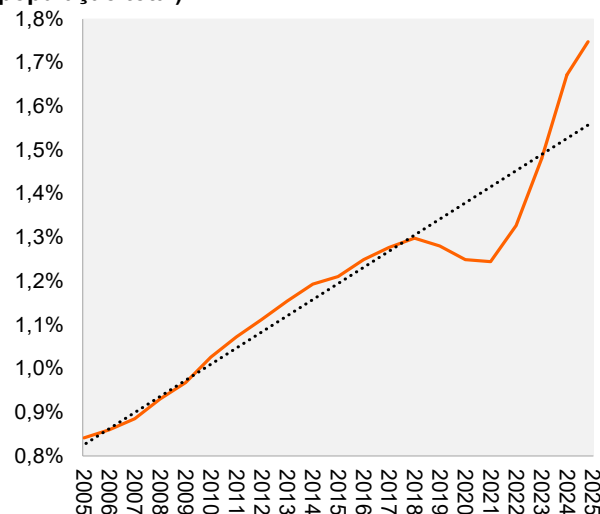
Para reduzir o crescimento do contingente de beneficiários, um programa de ajuste poderia elevar a idade mínima para 68 anos, convergir regras hoje diferenciadas para mulheres e trabalhadores rurais e reforçar, para famílias de renda mais elevada, os critérios de concessão de pensões por morte. Para as aposentadorias, a transição deveria ser firme, mantendo o fim estimado com a reforma de 2019 (EC/103) em 2031-33. A equiparação por gênero já é padrão na vasta maioria dos países da OCDE, justificadas pelas estatísticas de que, em média, as mulheres vivem mais que os homens: atualmente, dos 38 países, apenas 9 tem alguma diferenciação entre homens e mulheres, sendo 6 de pelo menos 3 anos, como no Brasil. A modalidade rural, por sua vez, com mecanização e

dificuldades de fiscalização, facilita distorções, aposentadorias precoces e migração oportunista, operando na prática como uma transferência de renda pouco focalizada. Para as pensões, a limitação da acumulação do benefício de acordo com a renda e patrimônio do dependente e aumento do tempo mínimo de contribuição seriam medidas que aprofundariam a reforma de 2019.

No caso do BPC, um possível ajuste é alterar tanto as regras de acesso quanto o valor para as modalidades de idade (0,21% do PIB em 2036) e deficiência (0,19% do PIB). Um caminho para o benefício por idade é elevar a idade mínima para 70 anos (2 anos de diferença para a aposentadoria contributiva) e convergir o valor do benefício para o do Bolsa Família. O objetivo é preservar o caráter assistencial do programa, concentrando o benefício nos idosos mais vulneráveis e em faixas etárias com menor capacidade de inserção no mercado de trabalho, além de reduzir distorções de incentivos e reforçar a sustentabilidade fiscal de uma política que não é financiada por contribuições individuais. No caso do benefício por deficiência, uma possível mudança é vinculá-lo à gravidade da incapacidade, com o auxílio médio convergindo a 80% do salário-mínimo em 10 anos, o que exigiria fortalecer perícias e avaliações com inclusão explícita no marco legal das deficiências que têm ou não direito a receber o benefício, de modo a reduzir arbitrariedades e a judicialização. Em ambos os casos, a intenção é fazer com que o público volte para a tendência pré-pandemia como proporção de sua população alvo (ver gráficos).

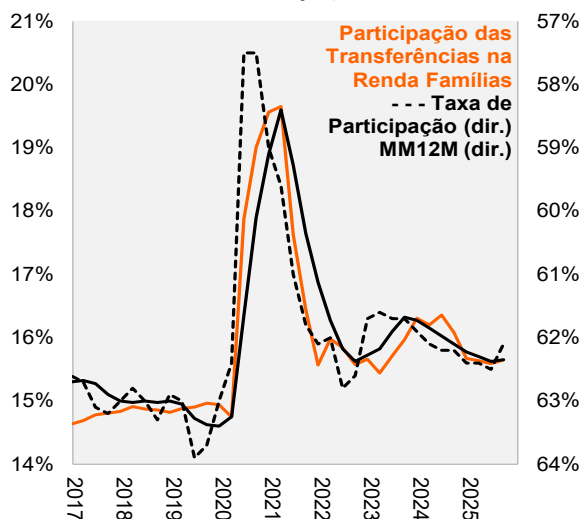
BPC poderia voltar para a tendência pré-pandemia como proporção da sua população alvo**Beneficiários do BPC por idade (% da população +65 anos)**

Fonte: Ministério da Previdência Social, Itaú

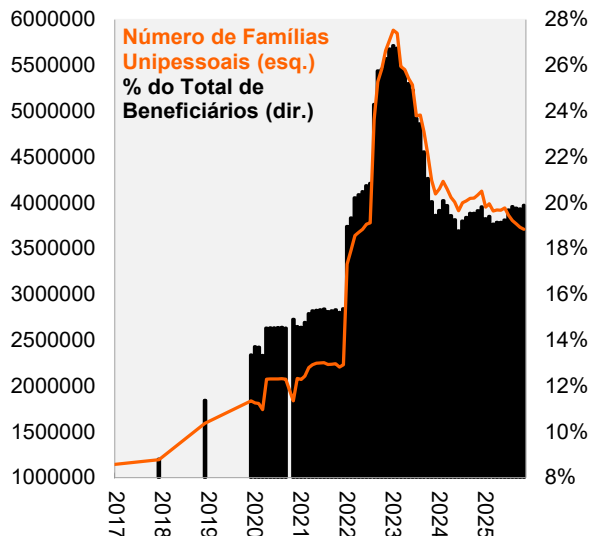
Beneficiários do BPC portadores de deficiência (% da população total)

Fonte: Ministério da Previdência Social, Itaú

Ainda na assistência social, uma reforma é buscar aumentar a focalização do Bolsa Família. Apesar de fundamental na redução da pobreza extrema, o programa teve relevante expansão após a pandemia com o aumento do benefício médio de 20% para 45% do salário-mínimo (e de 10% para 20% do salário médio) e do número de beneficiários de 13 milhões em 2019 para cerca de 19 milhões em 2025, com expressivo aumento da participação de famílias unipessoais (2º gráfico), que cresceram de 13% para 20% do total no mesmo período. A reforma decorre da constatação que é preciso adequar o programa à dinâmica recente do mercado de trabalho brasileiro. Há sinais de que o aumento das despesas com transferências as famílias estão correlacionadas com a diminuição da taxa de participação (1º gráfico). Preservando o poder de compra via reajustes pela inflação (que levarão a uma redução do benefício como proporção do salário médio da economia) e reduzindo gradualmente o número de beneficiários aos níveis pré-pandemia, seria possível reduzir a despesa em cerca de 0,5% do PIB em 10 anos.

Participação das Transferências na Renda das Famílias vs Taxa de Participação

Fonte: Tesouro Nacional, IBGE, Itaú

Número de unipessoais elevado sugere espaço para revisões no Bolsa Família

Fonte: MDS, Itaú

Também seria importante reavaliar subsídios e programas considerados pouco eficientes ou mal focalizados. Rever o MCMV, que acumulou evidências de baixo grau de planejamento urbano, ineficiências em sua execução³ e um desenho que tende a selecionar beneficiários menos inseridos no mercado de trabalho, com impacto negativo na formalização⁴, e por existirem alternativas mais eficientes no crédito privado, eliminaria subsídios diretos (0,13% do PIB em 2036). O programa Pé-de-meia, embora bem-intencionado em reduzir a evasão escolar, é custoso, pouco focalizado e sobreposto ao Bolsa Família, sendo mais eficaz reforçar suas condicionalidades educacionais e o ensino técnico, com economia de 0,10% do PIB. Já o abono salarial apresenta baixa focalização⁵ em relação aos objetivos originais de reduzir os níveis de pobreza e desigualdade do país, dado o elevado grau de informalidade na economia (40% dos vínculos) e é uma transferência de renda direta sem condicionantes; sua descontinuação até 2035⁶, geraria economia adicional de 0,17% do PIB em 2036.

Outras iniciativas possíveis incluiriam a restrição aos supersalários (0,08% PIB), emendas parlamentares (0,19% PIB) e subsídios ao setor agropecuário (0,1% PIB), além de uma reforma da Previdência dos militares (0,06% PIB) e de medidas de gestão em benefícios. A regulamentação aos supersalários é essencial para equidade, eficiência e credibilidade fiscal, exigindo diferenciar corretamente verbas remuneratórias e indenizatórias, aplicar o teto, eliminar exceções e limitar pagamentos retroativos. O crescimento das emendas impositivas fragmenta o orçamento sem trazer eficiência. A ampla cobertura dos subsídios agrícolas não é compatível com a produtividade elevada do setor, acesso a mercados internacionais e capacidade de financiamento. No caso dos militares, a correção de regras de passagem precoce para a inatividade, benefícios integrais e ausência de idade mínima efetiva geram custos elevados com assimetrias em relação ao RGPS e aos regimes próprios civis. Por fim, a integração de cadastros, fortalecimento das perícias, padronização legal e introdução de critérios objetivos para o recebimento do auxílio-doença, BPC e seguro-defeso reduziram pagamentos indevidos sem prejuízo aos beneficiários legítimos.

Por fim, deveria ser possível reduzir os gastos com o Fundeb (0,16% PIB), o seguro-desemprego (0,10% PIB) e os subsídios (0,10% PIB) ao setor agropecuário. No Fundeb, poderia ser considerada a redução da complementação da União de 23% para 15%, e o ajuste do piso pela inflação. Além disso, do ponto de vista da eficiência do programa, seria importante vincular recursos a desempenho e ampliar a autonomia local, corrigindo automatismos de aumentos salariais. Para o seguro-desemprego, o foco seria mirar nos realmente mais vulneráveis e reduzir sua pró-ciclicidade (ver gráfico), que hoje ocorre por regras que favorecem uso recorrente em um mercado de trabalho de alta rotatividade. Uma boa referência é a proposta do Banco Mundial, que inclui benefício decrescente, endurecimento para pedidos repetidos e coordenação com o FGTS. Nos subsídios agropecuários, embora haja esforços recentes no Proagro, os benefícios ao setor seguem elevados como proporção do próprio PIB agropecuário e pouco compatíveis com seu desempenho recente. A ampla cobertura acaba alcançando produtores com alta produtividade, acesso a crédito e capacidade de financiamento, o que enfraquece a justificativa distributiva e a eficiência do subsídio. Propõe-se reduzir o gasto para patamar próximo a 0,5% do PIB do setor.

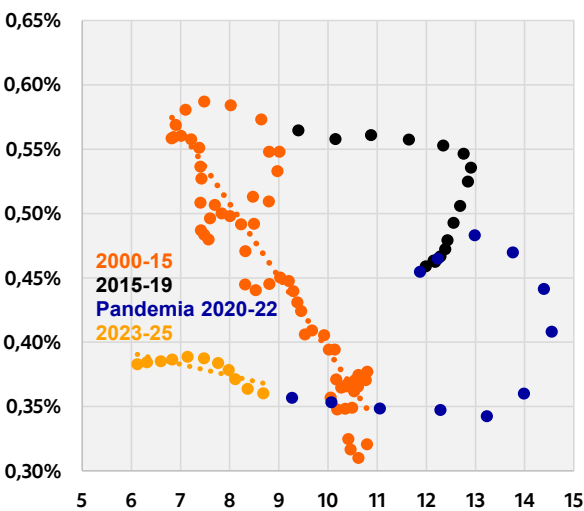
³ Bandeira, L. F., & Reyes Junior, E. (2021). Minha Casa Minha Vida Program (2012-2016): analysis of the relative efficiency of Brazilian municipalities in the implementation of federal programs.

⁴ Chagas, A. L. S., & Rocha, G. M. (2019). Housing program and social conditions impact: Evidences from Minha Casa Minha Vida program lotteries in Brazil.

⁵ Corseuil, C. H. L., Foguel, M. N., & Tomelin, L. F. (2016). A Evolução recente da abrangência do programa de abono salarial. Ipea.

⁶ No final de 2024, foi aprovada uma convergência para que o público-limite do benefício seja os trabalhadores formais que ganham até um salário-mínimo e meio em 2035. Em um programa de ajuste o benefício seja descontinuado até o mesmo prazo,

Gasto com seguro-desemprego é maior quanto menor o desemprego

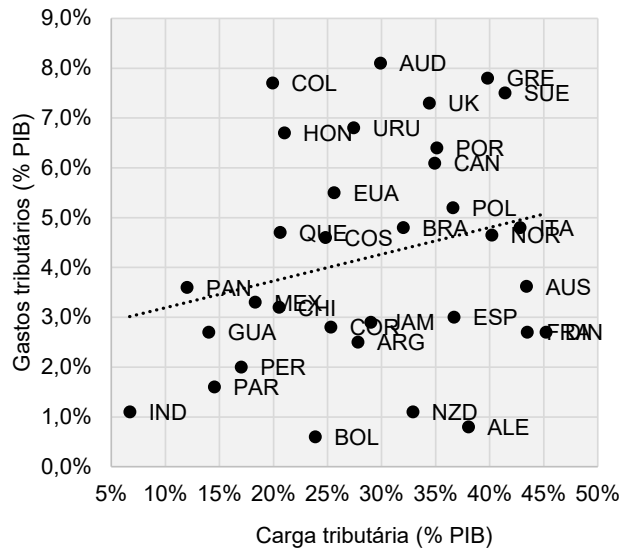


Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

No lado de receitas, primeiramente, deveria ser possível ajustar o Simples e aumentar a contribuição do MEI. Uma alternativa seria reduzir o limite do Simples, hoje em R\$ 4,8 milhões, para mitigar seu uso como instrumento de planejamento tributário e desestímulo ao crescimento das empresas, o que pode gerar economia de 0,16% do PIB. A equiparação da contribuição previdenciária do MEI ao piso do INSS eliminaria 0,1% do PIB em renúncia e aumentaria a isonomia entre contribuintes.

No campo dos gastos tributários, que somam cerca de 5% do PIB, um caminho seria reverter seletivamente benefícios de menor eficiência e maior viabilidade política. Os gastos tributários no Brasil somam um montante elevado, próximo a 5% do PIB. Esse número, contudo, não é uma anomalia em comparação internacional, mesmo quando considerado o nosso nível elevado de carga tributária, como o gráfico abaixo demonstra. Ainda assim, acreditamos que os enfrentar é essencial para melhorar a eficiência e reduzir distorções do sistema tributário.

Gastos tributários no Brasil são elevados, mas não uma anomalia internacional



Fonte: Tax Expenditures Lab, Itaú

Uma proposta de correção poderia gerar uma receita em torno de 1,0% do PIB em equilíbrio.

Na tabela abaixo, separamos os benefícios existentes de acordo com o esperado (baseado na nossa experiência recente) grau de dificuldade de reversão. Um primeiro grupo, que soma pouco mais da metade da renúncia inclui

regimes boa parte previstos na Constituição. Um segundo grupo inclui renúncias com efeito direto nas famílias, como é o caso das isenções sobre o IRPF e sobre grupos muito organizados, como o agronegócio e automotivo. Um caminho de ajuste incorporaria a reversão de um terço desse segundo grupo e a totalidade do grupo restante, em que, em tese, as restrições são menores.

Principais gastos tributários*		
	R\$ bi	% do PIB
Desonerações federais (ou gasto tributário ou renúncias fiscais)	613	4,6%
Sensíveis	316	2,4%
Simplex e MEI (Tratamento diferenciado em PEC)	146	1,1%
Cesta Básica	45	0,3%
Entidades Sem Fins Lucrativos (PEC)	56	0,4%
Desenvolvimento Regional	30	0,2%
Zona Franca (PEC)	36	0,3%
PROUNI	4	0,0%
Restantes	297	2,2%
Difíceis de mudar	237	1,8%
IRPF - rendimentos isentos (aposent. , rescisões, etc)	63	0,5%
IRPF - deduções (saúde e educação)	42	0,3%
Agricultura e Agroindústria	34	0,3%
Benefícios do trabalhador	24	0,2%
Setor automotivo	4	0,0%
Habitação	8	0,1%
Desoneração da Folha	13	0,1%
LCI/LCA/CRI/CRA	26	0,2%
PL/IR 2021: medicamentos/higiene/termelétricas (já propostos no pas	22	0,2%
Demais	60	0,5%
Poupança e Títulos de Crédito	11	0,1%
Educação, eventos, cultura, ciência	18	0,1%
Informática e inovação	8	0,1%
Transporte, embarcações e aeronaves	10	0,1%
Outros	13	0,1%

*Previsão PLOA 2026

Complementarmente, deve ser possível reduzir o peso das estatais dependentes do Tesouro. Seu custo atingiu 0,3% do PIB em 2024 e sua agenda focalizada de extinção, privatização ou incorporação de estatais traria economia potencial de 0,13% do PIB em 2036. Além do custo fiscal direto, essas estatais apresentam problemas crônicos de governança, com baixa disciplina financeira, elevada rotatividade de dirigentes, em meio a pouca eficiência comprovada ou foco em setores com competência sobreposta. A dependência do Tesouro reduz incentivos à eficiência, dificulta a avaliação de desempenho e perpetua estruturas administrativas inchadas.

Finalmente, destaca-se ainda o crescimento esperado das receitas do petróleo e a confirmação da reversão gradual da desoneração da folha. O aumento da produção de petróleo, principalmente nos campos do pré-sal, pode gerar 0,5% do PIB adicionais até 2030, via royalties, participações especiais, dividendos da Petrobras, óleo-lucro e tributação atual dos lucros do setor. Outra fonte seria a confirmação da reversão gradual da desoneração da folha, cuja recomposição de base pode adicionar cerca de 0,14% do PIB. Esse grupo de receitas não depende de aprovação no Congresso, mas é importante destacá-lo para que os recursos não sejam automaticamente utilizados para compensar novas despesas ou flexibilizações futuras a frente.

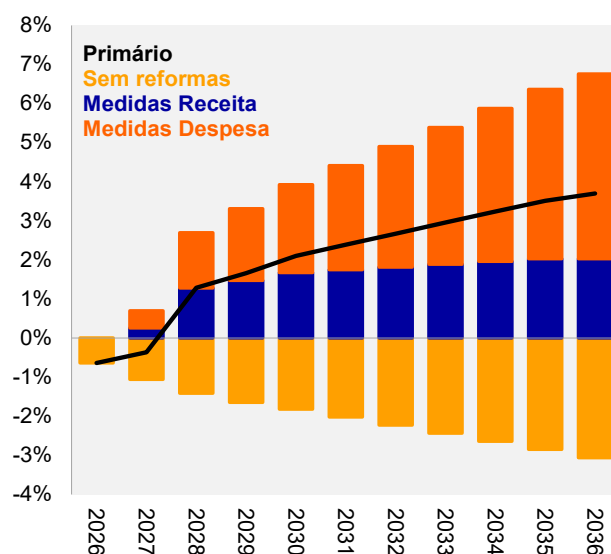
Medidas para implementar o ajuste fiscal	Ano 2 (2028)	Ano 10 (2036)
Total Receitas/Estatais + Despesas	2,70%	6,76%
Total Despesas	1,42%	4,73%
Despesas indexadas ao salário-mínimo passam a ser indexadas ao IPCA	0,13%	1,20%
Despesas indexadas a receita passam a ser indexadas ao IPCA (e.g. saúde e educação)	0,04%	0,40%
Reforma paramétrica para a Previdência (idade mínima 68 anos, rural, mulheres, pensões)	0,11%	1,00%
BPC idade: aumento p/ 70 anos e valor convergir para Bolsa Família	0,02%	0,21%
BPC deficiente: explicitar critério de acesso + diferenciação por gravidade	0,02%	0,19%
Medidas de gestão Aux-Doença, BPC e Seg Defeso	0,14%	0,14%
Reforma Previdência Militares/Políciais/Segurança	0,01%	0,06%
Regulamentação Supersalários	0,08%	0,08%
Limitação emendas parlamentares (máximo 5% discricionárias)	0,19%	0,19%
Menor aporte da União ao Fundeb (de 23% para 15%)	0,16%	0,16%
Limitação subsídios setor agro (voltar a mínima como proporção do PIB do setor)	0,10%	0,10%
Fim Minha Casa Minha Vida (MCMV)	0,13%	0,13%
Fim Programa Pé-de-Meia	0,10%	0,10%
Fim Abono Salarial	0,02%	0,17%
Redução gradual público Bolsa Família para nível pré-pandemia	0,06%	0,50%
Reforma seguro-desemprego com integração com FGTS	0,10%	0,10%
Total receitas e estatais	1,28%	2,03%
Redução limite máximo Simples e MEI	0,26%	0,26%
Revisão gastos tributários	0,50%	1,00%
Privatização e extinção de empresas estatais dependentes (redução custo pela metade)	0,13%	0,13%
Confirmação reversão da deoneração sobre a folha de pagamentos	0,14%	0,14%
Receitas de petróleo	0,25%	0,50%

5 – Resultados esperados, frente cenário sem reformas

As medidas detalhadas na seção anterior indicam que o resultado primário poderia atingir um superávit de 3,7% do PIB em 2036 com impacto inicial significativo e superávit de 1,3% do PIB em 2028 (ver gráfico).

Estimamos que, nos dois primeiros anos de implementação, tal ajuste melhoraria o primário em 2,7% do PIB, equivalente a aproximadamente 40% do efeito total projetado. No período inicial, o ajuste é distribuído de forma equilibrada entre medidas de contenção de despesas e de incremento de receitas, enquanto, para 2036, cerca de 70% do ajuste decorreria do controle de gastos. Conforme discutido em seções anteriores, as medidas voltadas à despesa tendem a gerar ganhos acumulativos ao longo do tempo, ao passo que as iniciativas de arrecadação produzem efeitos mais imediatos. Esses dados reforçam o caráter não-gradual do conjunto das medidas, o que contribui para ganhos de credibilidade e, conseqüentemente, para a redução das taxas de juros reais futuras.

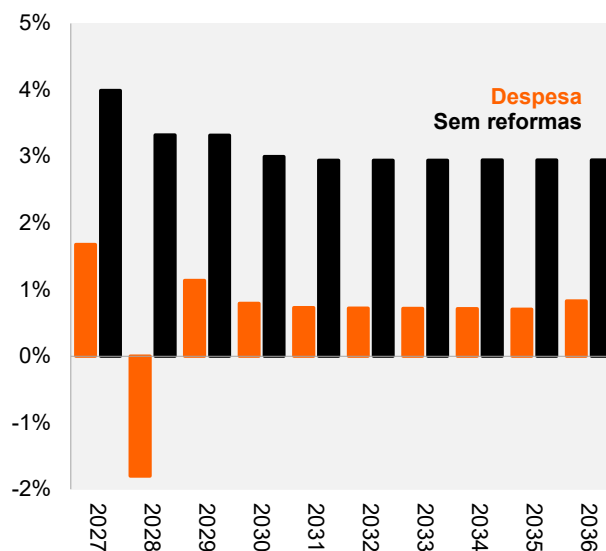
Primário pode alcançar um superávit de 3,7% do PIB em 2036



Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

Em termos de crescimento de despesas, a proposta implicaria estabilidade dos gastos em termos reais entre 2028 e 2030. Parece ser limitado o espaço para grande contenção de despesa em 2027, dada a convivência com um orçamento aprovado em um ano eleitoral e a necessidade de aprovação das diversas medidas aqui consideradas pelo Congresso. Para os anos subsequentes, o crescimento real de despesas permaneceria inferior a 1% real ao ano, contribuindo para a redução do esforço fiscal necessário por meio da diminuição das taxas de juros reais (ver gráfico).

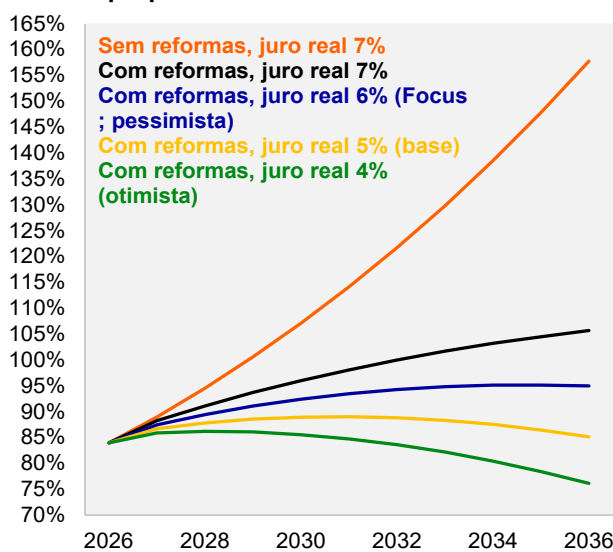
Gastos podem crescer próximos de zero com reformas



Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

Para a trajetória da dívida, a diferença seria muito expressiva: o ajuste, se implementado, implica dívida ao menos 60 p.p. do PIB menor em 2036 e uma estabilização ao redor de 85% do PIB no cenário base de juros reais de 5%. Ressaltamos que mesmo em um cenário adverso pessimista, no qual os juros reais caíam apenas para 6%, como previsto atualmente no Focus, a dívida também estabilizaria, porém em patamar 10 p.p. do PIB maior de 95% do PIB. Ademais, em um cenário otimista, em que os juros reais alcancem 4% em termos reais, como durante os anos do teto de gastos, a dívida recuaria para 75% do PIB ao final de 2036 (ver gráfico).

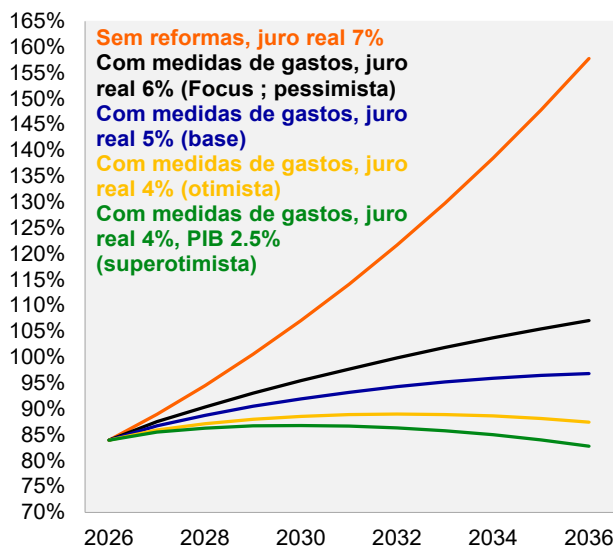
Dívida pode ficar abaixo dos patamares atuais com reformas propostas



Fonte: Banco Central, Itaú

Finalmente, simulamos como seria a trajetória de dívida se somente as medidas de despesa fossem adotadas e a receita contasse apenas com o aumento dos ingressos ligado a petróleo e o fim da desoneração da folha de pagamentos, que não necessitam de aprovação legislativa. Nesse cenário, a dívida estabilizaria pouco acima de 95% do PIB nas hipóteses básicas. No entanto, é possível argumentar que a chance de um cenário macro mais benigno em um ajuste totalmente concentrado em medidas de despesas é maior, de modo que o cenário otimista de juros reais de 4% poderia ser alcançado mais facilmente e que o crescimento econômico poderia ser superior (por exemplo, 2,5% ao invés de 2%). Nesse cenário superotimista, a dívida estaria recuando e em patamar entre 80% e 85% do PIB em 2036. Acreditamos que um ajuste será mais frágil quanto mais ele depender de hipóteses macroeconômicas otimistas.

Somente com medidas de despesa, resultados dependem mais das hipóteses macroeconômicas



Fonte: Banco Central, Itaú

Conclusão

Em suma, o ajuste fiscal considerado demonstra que é possível enfrentar o desequilíbrio estrutural das contas públicas brasileiras por meio de um conjunto robusto de medidas, com ênfase no controle de despesas e, em segunda medida, na revisão de benefícios tributários. A experiência internacional e as evidências empíricas reforçam

que ajustes baseados na despesa tem efeitos mais duradouros, são menos recessivos e geram ganhos de credibilidade, fundamentais para a redução dos juros reais e para a sustentabilidade da dívida pública. A combinação de ações rápidas e reformas estruturais amplia as chances de sucesso, ao sinalizar compromisso e gerar resultados tangíveis já nos primeiros anos.

O caminho para o reequilíbrio fiscal exige disciplina, transparência e uma regra de gastos simples e impositiva, capaz de resistir às pressões por flexibilizações e exceções. O Brasil não deveria se contentar apenas com a estabilização da dívida, mas buscar gradualmente níveis compatíveis com países de grau de investimento. Para viabilizar esse caminho, seria necessário um diálogo franco com a sociedade, com o objetivo de criar as bases para um crescimento econômico mais sustentável e menos vulnerável a choques externos. O desafio é grande, mas o diagnóstico e as medidas aqui apresentados indicam que há alternativas para restaurar a confiança na política fiscal e promover um ciclo virtuoso de desenvolvimento.

Pedro Schneider
Thales Guimarães

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba-pt/analises-economicas>



**Acesse nossos conteúdos
no seu celular**

Informações Relevantes

1. Este relatório foi desenvolvido e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Itaú Unibanco ou da Itaú Corretora de Valores S.A. e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 20, de 2021.
2. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Entretanto, o Itaú Unibanco não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. O Itaú Unibanco não possui qualquer obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e informar o respectivo leitor.
3. As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.
4. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório encontram-se disponíveis mediante solicitação. O Itaú Unibanco e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou de outra, que forem tomadas com base nos dados aqui divulgados.

Observação Adicional: Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste relatório e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

SAC Itaú: Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, fale com o SAC Itaú: 0800 728 0728. Ou entre em contato através do nosso [portal](#). Caso não fique satisfeito com a solução apresentada, de posse do protocolo, contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos os dias, 24h, 0800 722 1722.