

## BRASIL: As perguntas fiscais fundamentais em 2025

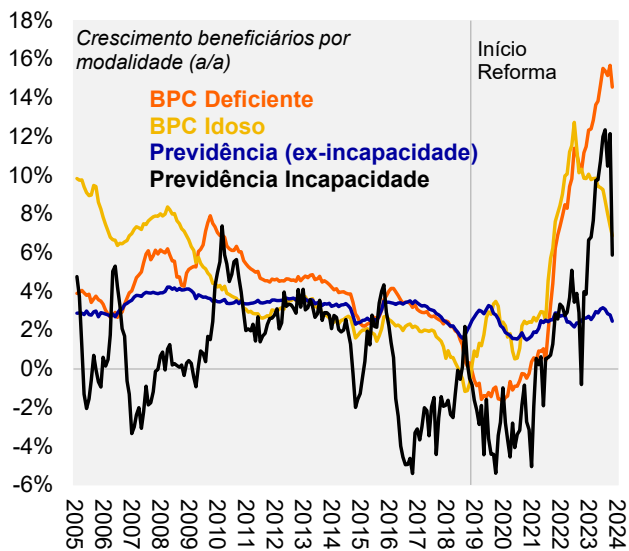
- ▶ Esse relatório é um guia para os principais eventos e debates fiscais de 2025. Primeiramente, avaliamos a capacidade do governo de cumprir as regras do arcabouço fiscal, tanto o limite de despesas quanto a meta de resultado primário. Posteriormente, analisamos o impacto da política fiscal na atividade econômica e potenciais novas iniciativas ao longo do ano, incluindo a proposta de isenção de imposto de renda, aumento da política parafiscal e eventuais estímulos visando o ano eleitoral de 2026. Por fim, discutimos a possibilidade de estarmos em um regime de dominância fiscal, a deterioração da composição da dívida pública e o calendário de principais eventos do ano.
- ▶ Em resumo, esperamos o cumprimento do limite de despesas em 2025, com os riscos estando associados a evolução do número de beneficiários de programas sociais. No primário, esperamos uma deterioração do resultado total (i.e, sem abatimentos) na comparação com o ano passado, com o possível atingimento do limite inferior da meta, algo ainda não incorporado no nosso cenário base e mais uma vez dependente do sucesso da agenda de receitas.
- ▶ Estimamos que a postura da política fiscal continuará expansionista, ainda que em grau marginalmente menor que 2024, com aceleração da concessão de crédito do BNDES compensando a desaceleração do impulso via transferências para as famílias. Não contemplamos mudança nas regras fiscais vigentes, mas acreditamos, por um lado, que esse é um risco importante a ser monitorado. Isso leva em conta o histórico de política fiscal do país na proximidade de eleições nacionais e o fato que o cumprimento do arcabouço fiscal em seu formato atual não é mais suficiente para gerar uma melhora da percepção de risco doméstica. Tal melhora só ocorrerá, na nossa visão, caso haja mudança na direção de uma trajetória mais equilibrada para a dívida pública.
- ▶ Julgamos que o caminho mais adequado é o aperto dos parâmetros do arcabouço fiscal com a apresentação conjunta de novas medidas conjunturais (por meio de um contingenciamento relevante já em março) e estruturais de contenção de despesas, além da eliminação de manobras para contornar as regras fiscais. Não vemos o país em um regime de dominância fiscal, mas a deterioração da credibilidade de política fiscal juntamente com a piora da composição da dívida pública, se mantidos, podem reduzir os efeitos da política monetária e aumentar a probabilidade de cenários de estresse.
- ▶ Por fim, acreditamos que os principais eventos já mapeados incluem o acompanhamento dos dados correntes, possíveis medidas de contenção de despesas nos relatórios bimestrais e no envio das leis orçamentárias de 2026, e da proposta de isenção de imposto de renda.

### 1) O governo conseguirá cumprir o limite de crescimento das despesas de 2.5%?

**Consideramos o cumprimento no nosso cenário, mas o tamanho exato do desafio dependerá principalmente da evolução do número de beneficiários de programas sociais, que será uma das principais variáveis para se acompanhar em 2025.**

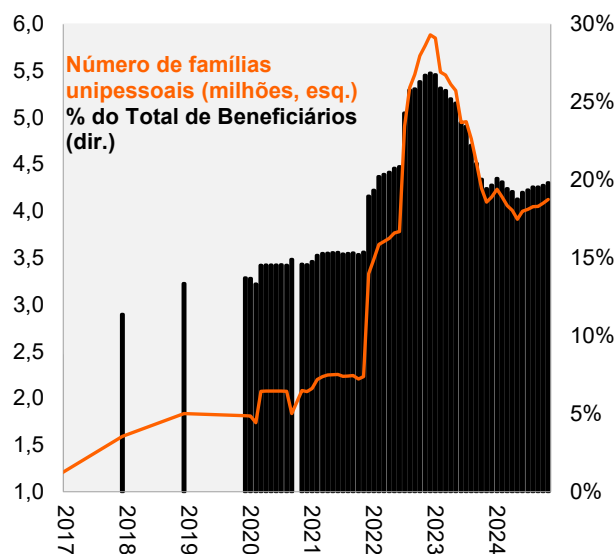
**O aumento recente das despesas com benefícios sociais tem pressionado as contas públicas e levou o governo a anunciar medidas de revisão em julho e dezembro de 2024.** As medidas incluem iniciativas antifraude e revisão dos benefícios, buscando reduzir o ritmo de crescimento sobretudo dos benefícios por incapacidade da Previdência, do BPC e das famílias unipessoais do Bolsa Família. Os dados até outubro indicam sinais incipientes de sucesso dessa agenda nos benefícios por incapacidade da Previdência, mas ainda pouca evidência no BPC e no Bolsa Família (ver gráficos).

**Sinais incipientes de melhora na Previdência, mas BPC ainda bastante pressionado**



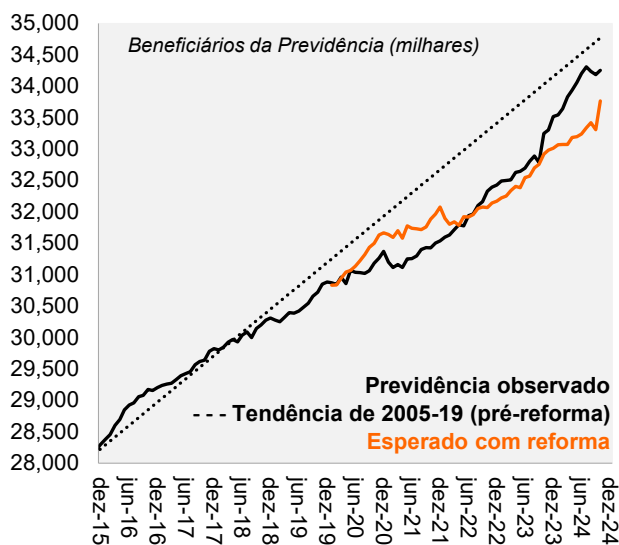
Fonte: MDS, INSS, Itaú

**Sem sinais de melhora na quantidade de famílias unipessoais do Bolsa Família**



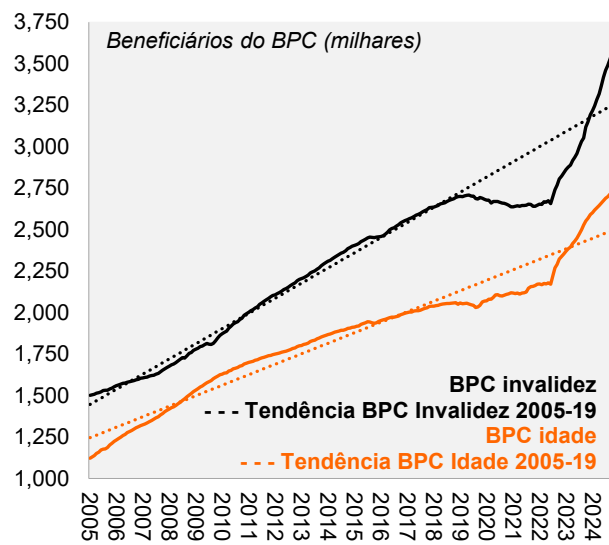
Fonte: MDS, INSS, Itaú

**Beneficiários da Previdência acima da tendência esperada com a reforma**



Fonte: MDS, INSS, Itaú

**Beneficiários do BPC acima da tendência pré-pandemia**



Fonte: MDS, INSS, Itaú

**Para 2025, estimamos necessidade de R\$ 20 bilhões em termos de contenção de outras despesas se não ocorrer desaceleração nos gastos sociais e que esta recuará para R\$ 1 bilhão, caso as medidas de revisão tenham o impacto esperado.** Especificamente, esperamos que o ritmo de crescimento interanual de beneficiários da Previdência desacelere de cerca de 3,7% para 3,2% e no BPC de 11,5% para 6,0%. Mantido o ritmo de crescimento para 2026 e considerando o impacto pleno que estimamos do pacote fiscal de dezembro, há ainda uma necessidade de um esforço adicional da ordem de R\$ 5 bilhões para o ano que vem, o que sugere que serão necessárias novas medidas de controle de despesas a frente.

## Excedente de Gastos vs limite em 2025/26 (R\$ bi)

		% Beneficiários 2026 (Prev + BPC)						
		1,0%	2,0%	3,0%	3,3%	4,0%	4,9%	6,0%
% Beneficiários 2025 (Prev + BPC)	1,0%	-24 / -21	-24 / -11	-24 / 0	-24 / 5	-24 / 10	-24 / 20	-24 / 31
	2,0%	-13 / -8	-13 / 3	-13 / 13	-13 / 18	-13 / 24	-13 / 33	-13 / 45
	3,0%	-2 / 5	-2 / 16	-2 / 26	-2 / 32	-2 / 37	-2 / 47	-2 / 58
	3,3%	1 / 9	1 / 20	1 / 30	1 / 36	1 / 41	1 / 51	1 / 62
	4,0%	9 / 18	9 / 29	9 / 40	9 / 45	9 / 51	9 / 61	9 / 72
	4,9%	19 / 31	19 / 41	19 / 52	19 / 58	19 / 63	19 / 73	19 / 85
	6,0%	31 / 45	31 / 56	31 / 67	31 / 72	31 / 78	31 / 88	31 / 99

Hipóteses: BF = IPCA; saúde e educação constantes % PIB, demais gastos real PIB/2

cenário vs dado corrente

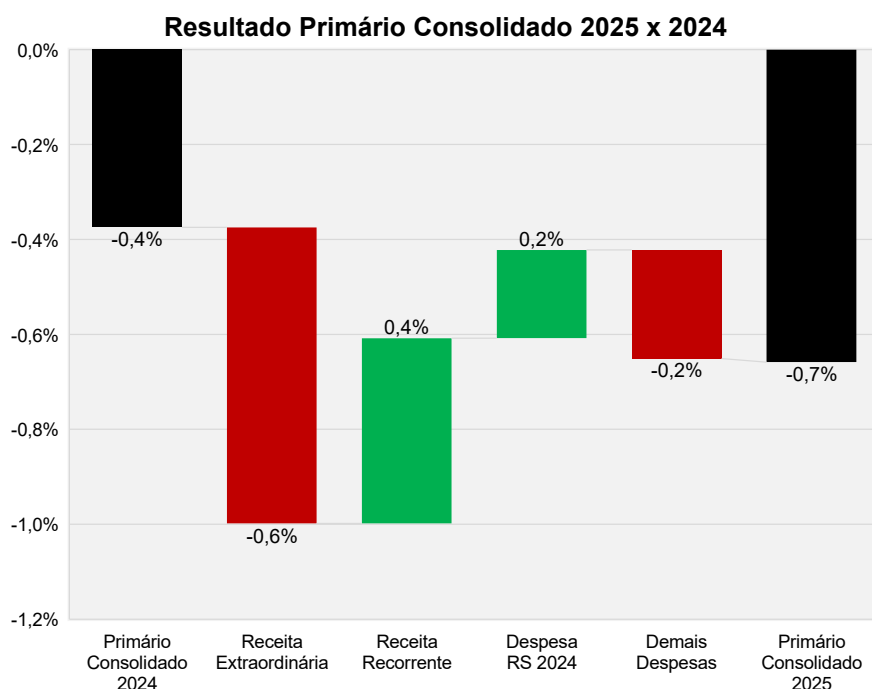
**Avaliamos ser importante que o governo anuncie uma contenção de despesas discricionárias significativa, da ordem de R\$ 35 bilhões, como forma de reforçar a disposição de cumprir seu plano fiscal.** O anúncio poderia ser complementar à limitação da execução mensal a 1/18 enquanto o orçamento de 2025 não for aprovado, sendo idealmente anunciado até a 1ª revisão bimestral do orçamento (ainda não aprovado) em 22 de março. O esforço, primeiramente, confirmaria que as medidas de ganho de flexibilidade orçamentária (como as que envolvem o Fundeb, emendas parlamentares e subsídios) do pacote fiscal aprovado em dezembro vão de fato gerar redução de despesas. Além disso, sinalizaria uma maior prudência na execução orçamentária, diante de riscos de nova subestimação de despesas obrigatórias (como foi em 2024 com principalmente Previdência e BPC) e de realização das receitas extraordinárias (ver pergunta 2).

## 2) O governo conseguirá cumprir a meta de resultado primário zero (-0,6% do PIB considerando abatimentos e limite inferior)?

Por ora, não esperamos seu cumprimento (esperamos déficit de 0,7% do PIB), embora reconheçamos que os riscos são de um resultado melhor do que o que estimamos atualmente, diante da resiliência da atividade econômica e esforço contínuo do governo na agenda de receitas. Esperamos R\$ 36 bilhões (0,3% do PIB) em receitas extraordinárias no ano (ver tabela), enquanto o governo espera R\$ 155 bilhões (1,2% do PIB), de modo que o seu acompanhamento e execução continuarão fundamentais para a avaliação do atingimento da meta, assim como já foi em 2024. O anúncio de uma contenção de despesas robusta já no início do ano, em março, ajudaria a diminuir os riscos vindos da agenda de execução das medidas de receitas.

Medidas de arrecadação (impacto em 2025)	Orçamento 25		Cenário Itaú	
	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB
<b>Total</b>	<b>202</b>	<b>1,6%</b>	<b>36</b>	<b>0,3%</b>
<b>Receitas Extraordinárias</b>	<b>155</b>	<b>1,2%</b>	<b>36</b>	<b>0,3%</b>
Carf / voto de qualidade	29	0,2%	5	0,0%
Transações Tributárias (RFB+Controvérsia Jurídica)	57	0,4%		
Recuperação Créditos Dívida Ativa	15	0,1%		
Controle de Benefícios Tributários	20	0,2%		
Concessões	15	0,1%	8	0,1%
Dividendos (vs Média Histórica)	7	0,1%	12	0,1%
IR de precatórios pagos em 2024	11	0,1%	11	0,1%
<b>Medidas Legislativas</b>	<b>47</b>	<b>0,4%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
Compensação da Desoneração da Folha	26	0,2%		
Aumento da alíquota do IRF sobre JCP (+5pp p/ 20%)	6	0,0%		
Aumento CSLL em 2025 (+1pp geral, +2pp bancos)	15	0,1%		
<b>Novas renúncias de receita</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>

**Ainda assim, avaliamos o esforço fiscal implícito na meta de resultado primário como relativamente modesto.** O resultado de 2024 foi alcançado com significativa participação de receitas extraordinárias, persecução pelo governo da banda inferior da meta de primário (que idealmente seria usada para acomodar eventuais choques e não para flexibilizar a postura fiscal) e abatimentos (como os das despesas relacionadas ao Rio Grande do Sul, que apesar de necessárias e meritórias, deveriam ter sido excluídas apenas do limite de despesas e não da meta de primário, como foi prática usual no passado). Assim, apesar do aumento nas receitas recorrentes (que deve permitir novamente que o limite de despesas cresça 2,5% em termos reais na elaboração do orçamento de 2026) e diante de novos abatimentos da meta de primário de 2025 (relacionados aos precatórios excedentes a 2022), não esperamos melhora no resultado primário efetivo esse ano, o que contribui para uma avaliação pessimista sobre a velocidade da convergência fiscal e dinâmica da dívida pública.



**Diante das incertezas, o governo deve continuar ativo na proposição de novas medidas de incremento de receitas como forma de sinalizar disposição de melhorar o resultado primário ao longo do tempo.** Entre elas, destacamos a possibilidade de novos dividendos extraordinários da Petrobras e do BNDES, que já foram fonte importante de receita no ano passado e de mais iniciativas para redução de benefícios e compensações tributárias. Apesar de serem medidas positivas para a dinâmica fiscal, consideramos que os desafios em torno da credibilidade de um ajuste dependente da alta das receitas são crescentes, de modo que julgamos mais importantes para a melhora da percepção de risco doméstica iniciativas que gerem redução do ritmo de crescimento das despesas e consequente revisão nas perspectivas para a dívida pública (ver pergunta 4).

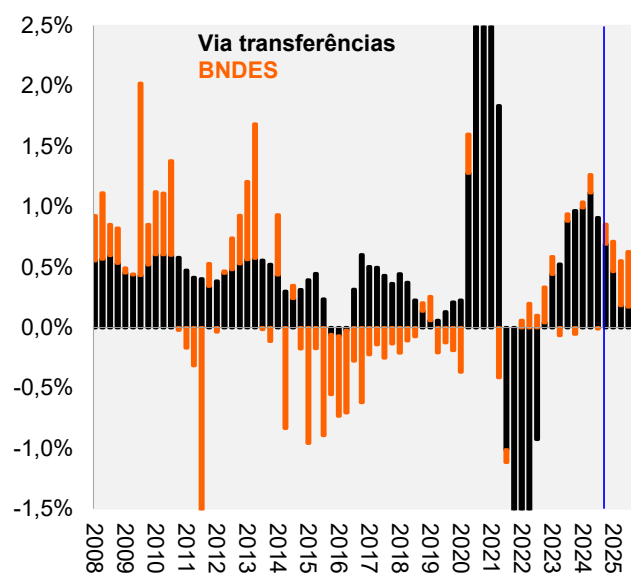
### 3) A política fiscal será expansionista ou contracionista para a atividade econômica?

**Nos últimos anos, a política fiscal foi significativamente expansionista para a atividade econômica, contribuindo com cerca de 0,7 p.p. e 1,0 p.p. do crescimento médio do PIB de 2023 e 2024, respectivamente.** Esse estímulo foi puxado principalmente pelos gastos com transferências sociais (Previdência Social, BPC, abono salarial, seguro-desemprego e Bolsa Família), que estimamos que têm maior impacto na atividade econômica e decorreu das iniciativas eleitorais de 2022, da chamada PEC da Transição, do retorno da política de valorização real do salário-mínimo e do crescimento muito acima do esperado do número de beneficiários de programas sociais. Para a atividade de 2024 (e resultado primário de 2023), houve ainda o impacto extraordinário do pagamento de R\$ 92 bilhões (0,8% do PIB) em precatórios represados, dos quais cerca de metade foram associados a transferências para as famílias.

**Em 2025, esperamos uma desaceleração do impulso fiscal via transferências (para 0,3 p.p. do PIB), mas aceleração do impulso via BNDES, mantendo contribuição significativa, de 0,6 p.p. do PIB para o crescimento do ano.** A desaceleração no impulso via transferências ocorre pela não repetição do pagamento extraordinário de precatórios e pelo impacto das medidas de contenção de gastos recém aprovadas, como a limitação do reajuste real do salário-mínimo e as revisões a programas sociais. No entanto, esperamos aceleração da concessão de crédito do BNDES, como sugerido pelo aumento de consultas e aprovações do banco, o que deve compensar a desaceleração do impulso fiscal (ver pergunta 7).

**Ressaltamos que a política fiscal também exerce impacto na atividade econômica de forma indireta pelo canal das condições financeiras.** Isto reforça a importância de uma trajetória crível e sustentável para as despesas e a dívida pública (ver pergunta 4), que contribui para patamares mais benignos de câmbio, juros e prêmio de risco domésticos, diminuindo o peso e a necessidade de uma política monetária mais contracionista de forma a balancear a política fiscal expansionista.

**Contribuição do Impulso Fiscal e Parafiscal/BNDES para crescimento do PIB**

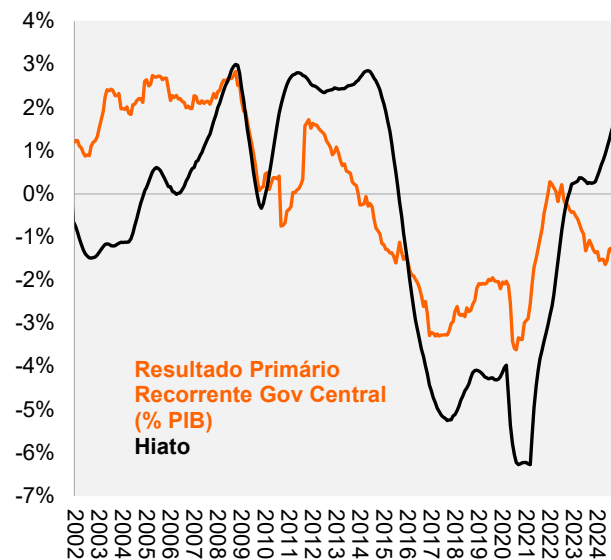


Fonte: Tesouro Nacional, IBGE, BNDES, Itaú

#### 4) O cumprimento do arcabouço fiscal no seu formato atual é suficiente para melhorar a percepção de risco doméstica?

**A credibilidade do arcabouço fiscal, mesmo se for cumprido estritamente, de gerar trajetórias fiscais sustentáveis no médio prazo se deteriorou significativamente.** A piora decorre da constatação de que a regra não traz perspectiva de estabilização da dívida pública no médio prazo (esperamos um aumento médio da dívida pública de 4 p.p. por ano) a menos de uma alta significativa das receitas. Em especial, ressaltamos que o resultado primário recorrente não tem melhorado, a despeito do crescimento econômico acima do esperado (ver gráfico) e que sua implementação permite que a postura fiscal permaneça expansionista em uma economia já com sinais de sobreaquecimento e diante de riscos inflacionários significativos, o que contribui para um cenário de juros reais elevados.

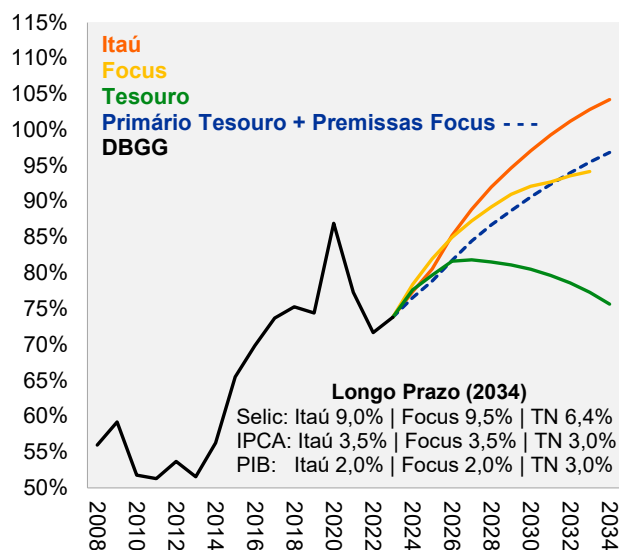
**Resultado primário recorrente não tem melhorado, a despeito do aumento do hiato do produto**



Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

Notamos que as projeções oficiais do Tesouro Nacional de estabilização da dívida pública no médio prazo são baseadas em hipóteses macroeconômicas bastante otimistas. Ao simular a trajetória da dívida com as premissas macroeconômicas mais conservadoras como as do boletim Focus, observamos um cenário significativamente mais desafiador para a convergência fiscal.

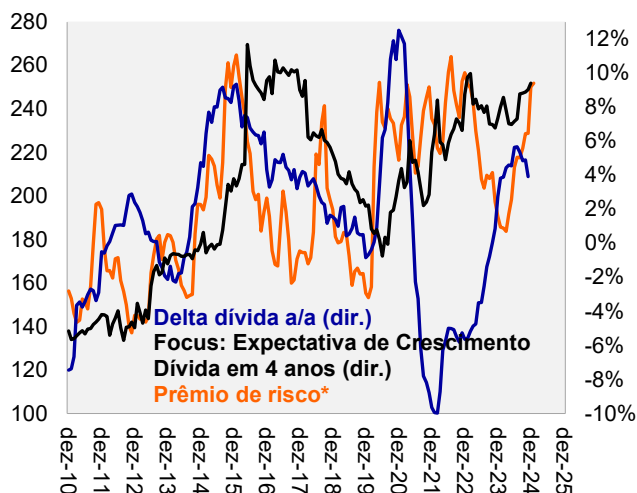
**Projeção da dívida bruta do Tesouro é otimista**



Fonte: Tesouro Nacional, BCB, Itaú

Avaliamos que uma melhora mais consistente do prêmio de risco e dos ativos domésticos só ocorrerá com uma perspectiva de trajetória mais equilibrada da dívida pública a frente. Assim, na nossa visão, é necessário gerar uma melhora das expectativas sobre a trajetória fiscal para reverter a recente piora das condições financeiras. Uma alternativa é apertar os parâmetros do arcabouço fiscal, principalmente em termos de redução do limite de crescimento da despesa primária, o que diminuiria a alta esperada da dívida pública para os próximos anos (Ver Macrovisão: [BRASIL – É tempo de reforçar o arcabouço fiscal](#)).

**Dívida subindo, risco maior**



\* medido a partir da Vol3M, prêmio implícita 3Y-5Y, performance bolsa EM vs. BZ

Fonte: BCB, Bloomberg, Itaú

**Câmbio depreciando mais que pares emergentes com piora nas expectativas de crescimento da dívida**



Fonte: BCB, Bloomberg, Itaú

**5) Haverá alterações das regras fiscais vigentes de modo a implementar estímulos eleitorais?**

Não incorporamos, por ora, alterações das regras em nosso cenário. Ainda assim, esse é um risco a ser monitorado, visto que, historicamente, os governos em anos de eleição nacional costumam executar ritmos elevados de crescimento das despesas primárias e maiores renúncias de receita, tanto em termos absolutos como na comparação com a primeira metade de seus mandatos. Com base em artigo recente de [Alexandre Manoel, Marcos Lisboa, Marcos Mendes e Samuel Pessoa](#), compilamos diversas métricas de expansão fiscal em anos de eleição nacional desde 2006, quando há dados mais abrangentes disponíveis. Na média desses anos, as despesas primárias cresceram 8,0% em termos reais (9,5% excluindo 2018 quando o presidente não concorreu a reeleição mesmo podendo concorrer) – ritmo significativamente maior que os permitidos pelo arcabouço fiscal (2,5% no limite superior) - e houve aumento das renúncias de receita na comparação dos dois últimos anos com os dois primeiros anos do mandato de 0,4 p.p. do PIB (0,5 p.p. excluindo 2018).

De forma mais abrangente, houve estímulo fiscal na soma das esferas federal e estadual em média de 1,2 p.p. do PIB (1,7 p.p. do PIB excluindo 2018) (ver tabela). No caso da esfera federal, a soma em p.p. do PIB do aumento das despesas primárias, dos restos a pagar processados (como proxy para algum represamento de despesas), dos subsídios implícitos (como proxy para estímulos parafiscais), dos benefícios e renúncias tributárias e de subsídio a combustíveis (como desvio da paridade internacional) e despesas da CDE é de, em média 0,9 p.p. do PIB (1,3 p.p. do PIB excluindo 2018). Também listamos métricas alternativas, que buscam capturar tendências mais qualitativas, não capturadas nas estatísticas no curtíssimo prazo, como aumento da quantidade de funcionários públicos, do resultado da Petrobras e das intervenções no mercado de câmbio.



Variáveis selecionadas em anos eleitorais	Métrica	2006	2010	2014	2018	2022	Média ex-18
<b>Fiscal (Gov Federal + Estadual + Estatais)</b>	<b>p.p. PIB</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,9%</b>	<b>3,0%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,7%</b>
<b>Governo Federal</b>	<b>p.p. PIB</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,6%</b>	<b>2,0%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,3%</b>
Despesa Primária	% real	10,3%	15,3%	6,3%	1,9%	6,2%	9,5%
Despesa Primária*	Δ p.p. PIB no ano	0,4%	0,8%	0,8%	-0,1%	0,0%	0,5%
Restos a Pagar Processados	Δ p.p. PIB mm2 anos	-0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	-0,2%	0,0%
Subsídio Implícito	Δ p.p. PIB mm2 anos	0,3%	0,0%	0,1%	-0,7%	0,5%	0,2%
Benefícios Tributários**	Δ p.p. PIB mm2 anos	0,8%	-0,2%	0,7%	0,0%	0,8%	0,5%
Subsídio Combustíveis	% PIB no ano	0,0%	-0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%
Despesa CDE	Δ p.p. PIB mm2 anos	0,0%	0,0%	0,3%	-0,1%	0,0%	0,1%
<b>Governos Estaduais</b>	<b>p.p. PIB</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>
Despesa Primária Estados	Δ p.p. PIB no ano	0,1%	0,1%	0,4%	0,1%	0,3%	0,2%
Gastos Tributários Estaduais**	Δ p.p. PIB mm2 anos		0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,1%
<b>Déficit Estatais ex-Petro e Eletro</b>	<b>Δ p.p. PIB no ano</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>
<b>Métricas Alternativas</b>							
Contratação funcionários federais	Ingresso (% ativos ano anterior)	4,0%	6,0%	4,7%	2,8%	3,0%	4,4%
Aumento público Bolsa Família	% público no ano	26%	2%	0%	2%	49%	19%
Reajuste isenção IRPF	% nominal no ano	8,0%	4,5%	4,5%	0%	0%	4,3%
Piora no Resultado Petrobras	Δ p.p. PIB mm2 anos	0,2%	0,5%	0,2%	-0,4%	-1,3%	-0,1%
Investimento Petrobras	Δ p.p. PIB mm2 anos	0,2%	0,4%	-0,1%	-0,4%	-0,5%	0,0%
Investimento Público Set Público	Δ p.p. PIB mm2 anos	0,2%	1,2%	0,1%	-0,3%	0,0%	0,4%
Abatimentos meta de primário	% gasto total do ano	1%	5%	6%	0%	3%	3,7%
Contingenciamento máximo ano (-)	% PIB	-1,3%	-0,8%	-0,5%	0,0%	-0,1%	-0,7%
Swaps Cambiais - Estoque	Δ p.p. PIB no ano	0,0%	0,0%	1,6%	2,5%	0,1%	0,4%
Uso da Conta Única (-)	Δ p.p. PIB no ano	0,2%	1,8%	1,8%	-2,5%	1,9%	1,4%

\* Primário 2022 ajustado para efeito Campo de Marte (+) e anualização Bolsa Família (-); \*\* Considera redução de ICMS de 2022 como Gov Federal

Fonte: Tesouro Nacional, BCB, CDE, Petrobras, Itaú.

**Por fim, avaliamos que também é importante acompanhar os riscos de iniciativas que contornem e eventualmente desfigurem (embora sem alterar explicitamente) as regras fiscais.** Dentre elas, destacamos o aumento de abatimentos da meta de resultado primário e do limite de despesas, a execução de despesas públicas por fora do orçamento e a falta de compensações de alto grau de certeza de realização para renúncias de receitas. Quanto à primeira, observamos que o arcabouço fiscal, apesar de implementar uma banda inferior da meta de resultado primário para acomodar eventuais choques e eventos inesperados, não tem impedido abatimentos do resultado primário, como os da calamidade do Rio Grande do Sul, os do pagamento de excesso de precatórios e do Novo PAC, no caso das empresas estatais. Quanto à segunda, houve recentemente criação (o programa “pé-de-meia”) e expansão (programa “vale-gás”) de políticas públicas que contribuíram para o aumento da percepção de risco doméstico, que podem voltar a se repetir. Quanto à terceira, há, especificamente, um risco de a compensação da mudança do imposto de renda de pessoa física ser apenas parcial, diante de possíveis resistências na tramitação no Congresso e a despeito do esforço da equipe econômica, como foi o caso, inclusive no Judiciário, com a desoneração da folha de pagamentos.



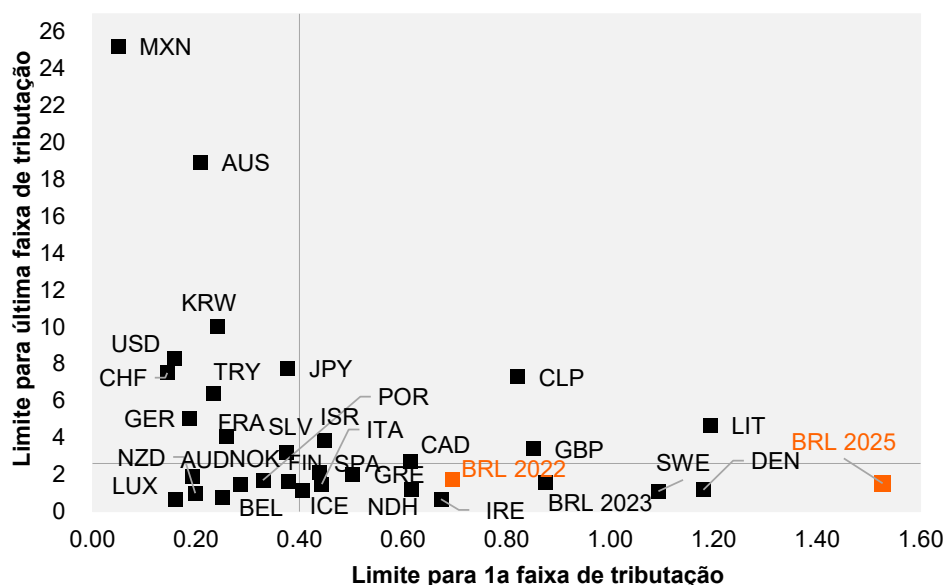
## 6) Haverá isenção e compensação do imposto de renda de pessoas físicas até R\$ 5 mil?

O projeto de isenção do Imposto de Renda de Pessoa Física ainda não foi formalmente enviado ao Congresso, mas deve propor aumento da isenção dos atuais R\$ 2.824 mensais para R\$ 5.000, com um fator de desconto gradual até R\$ 7.500, sendo a compensação a partir da tributação efetiva mínima de 10% para rendas superiores a R\$ 600 mil anuais. A medida é parte integrante da Reforma da Renda, que ainda pode contar com mudanças no Imposto de Renda de Pessoa Jurídica, taxaço de lucros e dividendos, além de possíveis alterações nos Juros sobre Capital Próprio (JCP) e na Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL).

O custo bruto estimado para a isenção é de em torno de R\$ 40 bilhões (0,35% do PIB). A compensação ainda carece de detalhes e pode ser insuficiente, caso os riscos de uma diluição na tramitação no Congresso com abertura de exceções e regras diferenciadas e aumento de iniciativas de elisão fiscal pelos contribuintes se confirmem. Assim, assumimos no nosso cenário de déficit de 0,7% do PIB em 2026 uma compensação apenas parcial da medida.

Quanto ao mérito da proposta, avaliamos o aumento da isenção como controverso. Primeiramente, se implementada, em torno de 10 milhões de pessoas a mais e 26 milhões no total (60% das pessoas que declaram IR) serão isentas de imposto de renda. Na comparação internacional, o Brasil, a despeito de seu desequilíbrio fiscal, será um dos países com a maior faixa de isenção de IRPF, se comparado com os países da OCDE (ver gráfico). Em segundo lugar, vemos a medida como de baixa focalização por privilegiar os trabalhadores formalizados, que são beneficiários de ampla proteção social e que tendem a habitar nas regiões mais ricas do país. Em terceiro lugar, a medida promove estímulo de demanda em uma economia com sinais de sobreaquecimento e postura fiscal constantemente expansionista, trazendo riscos inflacionários. Por último, a tramitação complexa em termos do seu formato e compensação exigirá esforço do governo em um tema que, no melhor cenário, é apenas neutro em termos fiscais.

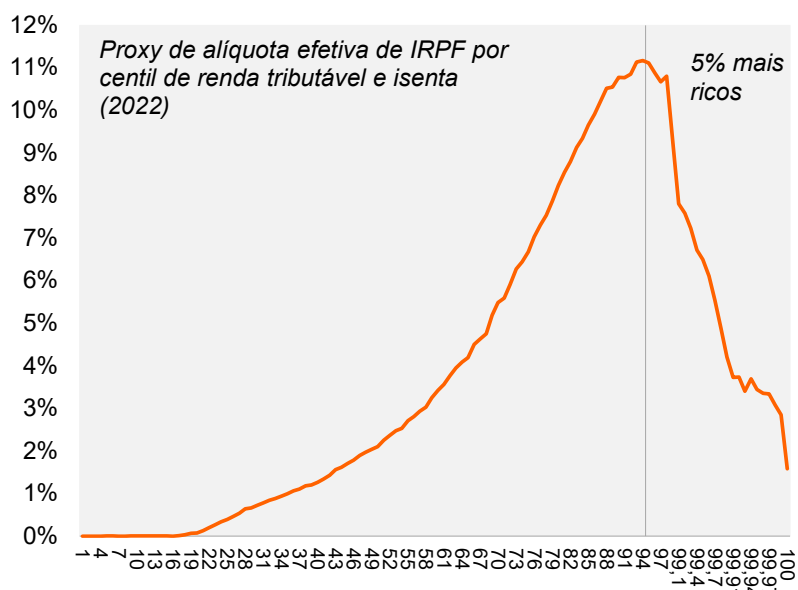
Tributação de renda de pessoa física pelo governo central (% salário médio)



Fonte: Receita Federal, OCDE, Itaú

Por outro lado, a tributação mínima é positiva tanto do ponto de vista fiscal como de justiça tributária. A tributação efetiva no Brasil é crescente conforme a renda (i.e, progressiva) ao menos para até cerca de 95% da população que declara imposto de renda, mas passa a ser extremamente regressiva para os 5% mais ricos (ver gráfico). Isso decorre da elevada parcela de rendimentos isentos de imposto, como os de lucros e dividendos e de ganhos de capital de determinados ativos, na sua renda total. A proposta provavelmente trará debates sobre a composição da carga tributária a nível da empresa e a nível de pessoa física, mas pode contribuir para menores distorções da tributação de renda no Brasil, gerando potencialmente um ganho de arrecadação e eficiência para o governo em um contexto de restrições fiscais.

**Tributação de renda da pessoa física é regressiva nas rendas mais altas**



Fonte: Receita Federal, Itaú

**7) O parafiscal e as criatividades contábeis continuarão aumentando?**

Até o momento, o governo cogita implementar ou já implementou R\$ 127 bilhões (1,0% do PIB) em iniciativas parafiscais, seja de criatividade contábil, aumento do balanço dos bancos públicos ou execução de despesas tipicamente primárias por fora do orçamento (ver tabela). As medidas contribuem para a perda de credibilidade das regras fiscais e do arcabouço proposto pelo governo por reduzirem a transparência e impositividade da regra fiscal.

**Criatividades contábeis**

Tipo	Detalhe	Implicação	Distorce primário?	Distorce limite despesas?	Impulso fiscal já realizado	Tamanho (R\$ bi)
<b>Total</b>			<b>91</b>	<b>63</b>	<b>14</b>	<b>127</b>
<b>Contabilização de receitas que não representam esforço fiscal como primárias</b>	Saque de fundos e recursos privados não sacados	Primário do TN maior que do BC; diferença entre primário efetivo e primário base para meta	Sim	Não	Não	40
<b>Execução de Políticas Públicas (despesas primárias) por fora do orçamento (via fundos, estatais e/ou redução de receitas)</b>	- <b>Fundo Pé-de-meia</b> (TN capitalizou fundo em 23 por fora do limite de despesas. Fundos (FGO) transferiram recursos para esse fundo, cujos desembolsos não são contabilizados como primário)	Despesa primária não contabilizada no orçamento nem no limite de despesas	Sim	Sim	Sim	10
	- <b>Vale-Gás</b> (Projeto 2024 quer que PPSA repasse receita de petróleo para Caixa, que executará subsídio, que não passará pelo orçamento).	Receita e despesa subestimados	Não	Sim	Não, ainda não implementado	10
	- <b>Estatais executando políticas públicas</b> (Itaipu com despesas socioambientais, Emgea para compra de carteira de crédito dos bancos).	Despesa primária não contabilizada no orçamento nem no limite de despesas	Sim	Sim	Sim	4
	- <b>Despesas de estatais dependentes financiadas por receitas próprias</b> (Aprovado na LDO 25)		Não	Sim	Não, ainda não implementado	2
	- <b>Reconstrução do Rio Grande do Sul -</b> (Fundo de infraestrutura criado ao fim de 2024)	Executará despesas primárias por fora do orçamento, aproveitando exceção do RS em 24	Não	Não	Não	7
<b>Capitalização e aportes no BNDES, via desvinculação de superávits de fundos, emissões externas e créditos extraordinários não contabilizados no orçamento</b>	- <b>Fundo Clima</b> (Reformulação em 2023. TN emite green bond para fundo clima, que usa BNDES como agente financeiro para financiar projetos).	Aumento do potencial do BNDES emprestar sem afetar despesa e primário	Sim	Sim	Não	10
	- <b>FGI-PEAC</b> (Criado na pandemia, aporte por crédito extraordinário em fundo que tem BNDES como agente financeiro)		Não, mas distorce meta por ser crédito extra	Não, por ser crédito extra	Não	0
	- <b>Fundo Social</b> (Leis 2024 transferiram superávit do fundo social (receita primária passada) para o BNDES financiar empresas do RS sem passar pelo orçamento)		Sim	Sim	Não	20
	- <b>Fundo Aviação Civil (FNAC)</b> (Lei 2024 autorizou repassar fluxo anual para BNDES emprestar para empresas aéreas)		Sim	Sim	Não	6
	- <b>Letra de crédito de desenvolvimento (LCD)</b> (Lei 2024 autoriza BNDES a emitir título isento de IR para PF)		Não	Não	Não	10
<b>Crédito subsidiado ex-BNDES</b>	- <b>Fundo Geral do Turismo (Fungetur)</b> (Lei 2008 autoriza repasse a agentes financeiros para créditos subsidiados ao setor de INPC+5% a.a. Repasse subiu em 2023)	Aumento da parcela do crédito subsidiado na economia sem contabilização transparente	Sim	Sim	Não	1
	- <b>Fundo Garantidor de Operações (FGO)</b> (Crédito extra dá aporte a fundo que tem BB como agente financeiro)		Não, mas distorce meta por ser crédito extra	Não, por ser crédito extra	Não	5
	- <b>Fundo de Des. Científico e Tecnológico (FNDTC)</b> (Finep tem dado crédito subsidiado, que não é contabilizado plenamente em estatísticas do BC)		Não	Não	Não	2

Fonte: Marcos Mendes e Itaú; Organização Itaú

Uma parte dessas iniciativas foi meramente contábil, com a contabilização de receitas que não representam esforço fiscal como receitas primárias. Esse foi o caso do saque de fundos e apropriação pelo Tesouro de recursos privados não sacados, que somaram R\$ 40 bilhões (0,3% do PIB) entre 2023 e 2024, mas não devem se repetir esse ano.

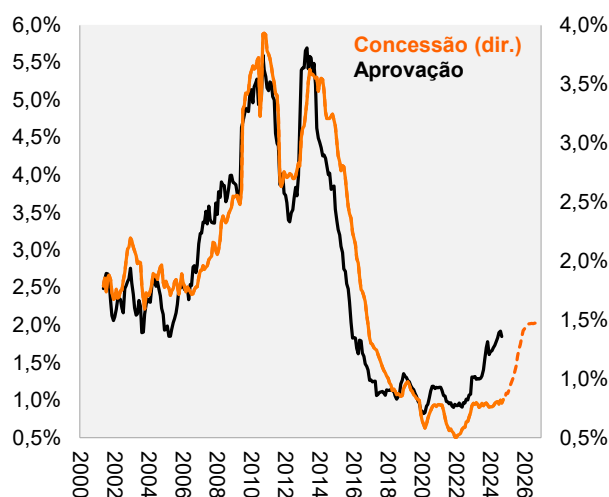
Um segundo grupo foram as iniciativas de execução de políticas públicas por fora do orçamento, que somam até o momento R\$ 33 bilhões (0,2% do PIB). As principais envolvem o programa “pé-de-meia”, o recém implementado fundo de reconstrução do Rio Grande do Sul e a cogitada expansão do programa “vale-gás”. Todas essas despesas, apesar de tipicamente primárias, não estão devidamente consideradas no orçamento público e contabilizadas nas estatísticas públicas no momento em que são executadas.

No caso do BNDES, os passivos do banco foram de 6,7% do PIB ao final de 2023 para 7,0% do PIB no último dado disponível de setembro de 2024. Esse aumento decorre em parte de repasses de fundos do governo como o fundo Clima, o Social do Pré-Sal e o da Aviação Civil (FNAC). Essas transferências são consideradas despesas financeiras do governo e poderiam ter sido utilizadas para abater dívida pública, aliviando a necessidade de emissões do Tesouro em um ambiente de prêmio de risco doméstico elevado. Adicionalmente, notamos que esse montante ainda deve aumentar em 0,1% do PIB, quando considerada a primeira emissão das letras de crédito de desenvolvimento (LCD).

Finalmente, ressaltamos que apenas R\$ 14 bilhões (0,1% do PIB) do montante total dessas iniciativas (17% do total excluindo os itens contábeis) já se concretizaram como impulso para a atividade econômica. Assim, se, por um lado, elas pouco ajudam a explicar as surpresas altistas recentes do PIB, por outro, caso forem se concretizando, tendem a dificultar e aumentar o desafio da política monetária para o desaquecimento da economia para patamares próximos ao de seu potencial e mais consistentes com a convergência da inflação na direção da meta.

Uma das principais fontes de execução desse estímulo a ser acompanhada no curto prazo é o crédito do BNDES, cujas concessões esperamos que aumentem de 0,8% para 1,4% do PIB ao fim de 2025. As aprovações do banco em alta sugerem que uma elevação das concessões deve ocorrer em breve (ver 1º gráfico) e ajudar a atividade esse ano (ver pergunta 3). Apesar desses desembolsos envolverem subsídios menores que no passado, seguem sendo um canal de redução de potência da política monetária.

Concessões de crédito do BNDES devem aumentar em 2025 (% PIB)



Fonte: BNDES, Itaú

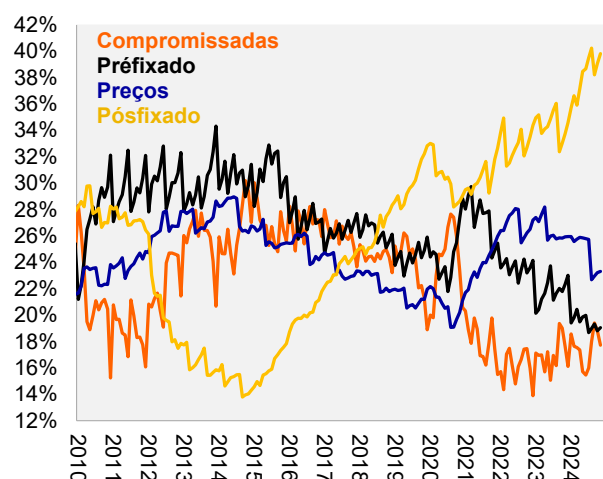
## 8) Estamos em dominância fiscal?

Dominância fiscal se refere à situação em que a deterioração das contas públicas faz com que as ações do banco central para controlar a inflação tornem-se limitadas ou ineficazes, podendo até ter efeito reverso ao pretendido. Duas condições que tendem a levar a um quadro de dominância fiscal incluem: (1) um BC hesitante no combate à inflação e (2) um governo que não estabelece limites à trajetória de endividamento público de forma crível. A nosso ver, o BC não demonstra até agora sinais de hesitação em atuar para controlar a inflação em torno de seu objetivo. Entretanto, se a tendência das variáveis fiscais não for alterada, nos aproximaremos da situação de dominância fiscal. Embora o BC continue atuando de acordo com seu objetivo de estabilizar a inflação, tais ações não devem ser vistas como suficientes. Medidas que melhorem a perspectiva fiscal, com reforço das regras vigentes e proposição de novas medidas críveis que melhorem a trajetória esperada da dívida pública, serão fundamentais para afastar o perigo de descontrole inflacionário. Para mais detalhes, ver Macrovisão: [Dominância fiscal no Brasil: em que pé estamos?](#).

## 9) A composição da dívida pública continuará piorando? E qual é o tamanho do amortecedor do colchão da dívida?

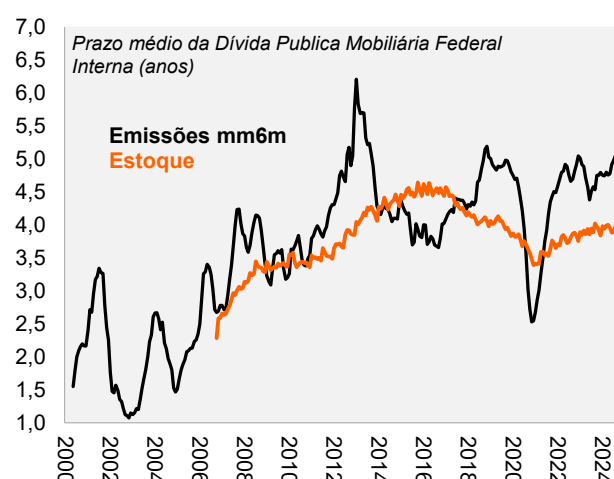
A composição da dívida pública tem piorado desde 2022, com aumento da participação de títulos pós-fixados (ver 1º gráfico). A escolha do Tesouro Nacional pela emissão de títulos pós-fixados em detrimento de prefixados evita cancelar o prêmio de risco embutido nos juros futuros e/ou o encurtamento do prazo médio (ver 2º gráfico), mas torna seu custo mais associado à política monetária no curto prazo.

**Deterioração da composição da dívida pública interna**



Fonte: Tesouro Nacional, BCB, Itaú

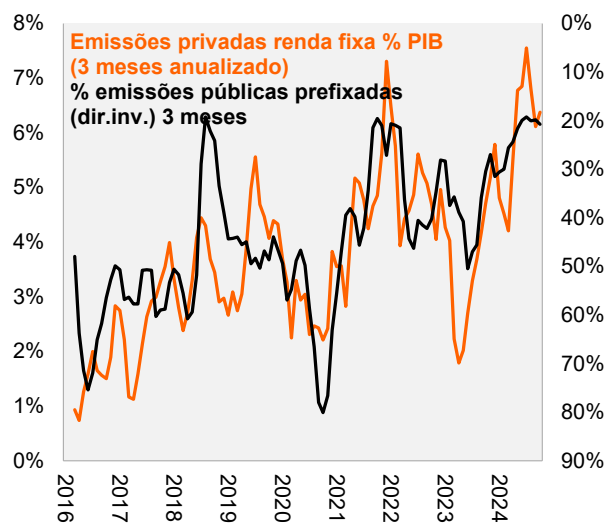
**Sem encurtamento do prazo médio da dívida pública**



Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

Parte do aumento da participação de títulos pós-fixados pode estar associado também a força das emissões privadas (ver gráfico). O mercado de capitais pujante, a despeito da piora da percepção fiscal doméstica, pode, paradoxalmente, estar em parte impulsionado por *incentivos* fiscais, que tem contribuído para mudar o perfil de financiamento das empresas.

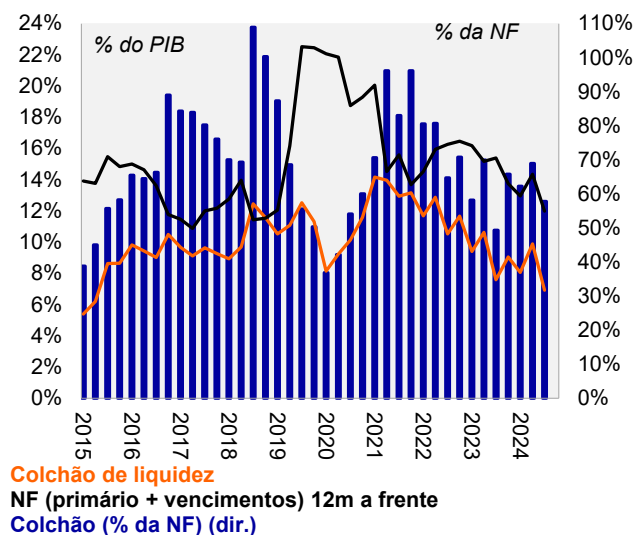
### Emissões privadas dificultando emissões públicas



Fonte: Tesouro Nacional, Itaú

A piora no perfil da dívida ocorreu mesmo com o Tesouro diminuindo o ritmo de emissões em seus leilões, por meio do uso do colchão da dívida, que alcançou cerca de 7% do PIB ou 60% da necessidade de financiamento 12 meses à frente (ver gráfico). Diante desses patamares abaixo da média histórica (10% do PIB ou 69% da necessidade 12 meses à frente) e de emissões trimestrais da ordem de R\$ 450 bilhões (3,9% do PIB) nos 3 primeiros trimestres de 2025, é possível que ao longo do ano o Banco Central transfira para o Tesouro parte da sua reserva de resultado, atualmente em torno de R\$ 220 bilhões (1,9% do PIB), caso fique atestado que “severas restrições nas condições de liquidez afetarem de forma significativa o refinanciamento” da dívida pública, de modo a auxiliar a suavizar a pressão de emissões em mercado e em linha com o previsto na lei 13820/19.

### Necessidade de Financiamento e colchão de liquidez



Fonte: Tesouro Nacional, BCB, Itaú

A deterioração nas condições de financiamento do Tesouro reforça a necessidade de medidas que melhorem a percepção de risco doméstica (ver pergunta 4).

## 10) Qual o calendário e principais eventos do ano?

No 1º trimestre, o foco deve ser a aferição do cumprimento da meta de resultado primário de 2024, a votação do orçamento de 2025 entre fevereiro e março, que pode incluir anúncios de novas medidas de receita e o 1º relatório bimestral em março, que novamente mostrará a disposição do governo a aversão a riscos, sendo importante observar a implementação de uma contenção de gastos discricionários, diante da percepção fiscal negativa.

No 2º trimestre, a discussão deve recair sobre a LDO de 2026 como preparação para o envio do orçamento no 3º trimestre em agosto. Será importante acompanhar eventuais discussões de flexibilização das regras fiscais (ver pergunta 5).

Ao longo do ano, o acompanhamento dos dados correntes, principalmente os relacionados ao comportamento das despesas obrigatórias será de especial relevância, assim como os relatórios bimestrais com a revisão das projeções do governo.

Sem data definida, o governo deve enviar o projeto de lei de isenção de IR para pessoa física e o restante da reforma do imposto de renda e pode enviar novas medidas de contenção de despesa.

Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
31/jan - Resultado Primário 2024		22/mar - 1º relatório bimestral (contingenciamento)	15/abr - PLDO 2026 (muda meta?)	22/mai - 2º relatório bimestral (contingenciamento)		17/jul - recesso Congresso	1/ago - fim recesso	22/set - 4º relatório bimestral (contingenciamento)		22/nov - 5º relatório bimestral (contingenciamento)	
		Votação PLOA 2025 (novas medidas de receita?)				22/jul - 3º relatório bimestral (contingenciamento)	31/ago - PLOA 2026				

Obs: sem data para envio do PL de isenção de imposto de renda para pessoa física de até R\$ 5.000.

**Thales Guimarães**  
**Pedro Schneider**

Pesquisa macroeconômica – Itaú

**Mario Mesquita** – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

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

**App Itaú Análises Econômicas**

Notícias sobre economia na palma da sua mão, com vídeos e comentários de nossos especialistas.

Baixe agora na App Store ou Google Play



## 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 e 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 <https://www.itaú.com.br/atendimento-itaú/para-voce/>. 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.