

Relatório de Acompanhamento Fiscal

Nº 117

29 de outubro de 2026

SENADO FEDERAL**Presidente do Senado Federal**

Senador Davi Alcolumbre (União-AP)

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE**Diretor-Executivo**

Marcus Vinícius Caetano Pestana da Silva

Diretor

Alexandre Augusto Seijas de Andrade

Analistas

Dalmo Jorge Lima Palmeira

Gustavo Marciel de Queiroz

Lucas Vinícius Penha Martins Bomfim Leal

Rafael da Rocha Mendonça Bacciotti

Rafael Luis Comini Curi

Assessora de Comunicação

Carmensita Corso

Estagiários

Ilana Magela de Paulo Santos

Lukas Cortez de Medeiros Balogh Fagundes

Marília Alice Marques de Braga

Michele de Jesus Alencar

Tallita Soares de Andrade

Secretária executiva

Thuane Vieira Rocha

Layout do relatório

CODIV/SECOM e SEFPRO/SEGRAF

Ajuste fiscal e as expectativas em torno do novo governo

Fechadas as urnas, proclamado o resultado, é hora de encarar a agenda governamental para o próximo ciclo de quatro anos. O importante é que a democracia brasileira se mostrou revigorada, após realizar a 10ª eleição livre e democrática da Nova República. No ambiente eleitoral, envolvendo diversos atores políticos e sociais, imprensa e setores organizados da sociedade, ficou bastante claro que a política fiscal é hoje o tema central para desatar os nós e romper os gargalos que aprisionam a economia brasileira no círculo vicioso composto por desequilíbrio fiscal, pressões inflacionárias, juros altos e baixo crescimento. Romper esse nó górdio deve ser a tarefa número um entre as ações do futuro governo. Sem um ajuste fiscal consistente não haverá retomada relevante dos investimentos estratégicos, crescimento acelerado, criação de empregos de qualidade, incremento da renda e dinheiro para financiar políticas públicas essenciais. Tudo o mais depende do restabelecimento de um cenário fiscal saudável e propulsor de confiança e desenvolvimento.

No primeiro turno, imperou um silêncio profundo sobre a questão fiscal. Houve predomínio de outras agendas importantes como violência e segurança pública, relacionamento das instituições republicanas e o STF, políticas sociais e Bolsa Família, mercado de trabalho e escala 6 x 1. Já no segundo turno, as duas candidaturas lançaram uma série de ideias e propostas de novos programas governamentais (estímulo aos MEIs, reajuste do Bolsa Família, Pé-de-Meia Universitário, passe gratuito no transporte coletivo nos fins de semana, refinanciamento e carência para dívidas de pessoas físicas e jurídicas) sempre na direção do aumento do gasto público. E outras, que implicarão perda de receita (fim das Bets, retorno do Perse, aumento do teto dos MEIs).

Se estivéssemos em um cenário de abundância de recursos e folga orçamentária, não haveria problema. Ocorre que a Instituição Fiscal Independente (IFI) projeta um déficit primário equivalente a 0,5% do PIB, em 2026. E com os novos compromissos assumidos e consideradas as divergências existentes da IFI em relação aos números apresentados no PLOA 2027 (RAF nº 116, de setembro de 2026), é possível imaginar um déficit primário efetivo potencial de 1,0% do PIB, em 2027. Apenas o reajuste do Bolsa Família, a perda da arrecadação das Bets e o pacote dos MEIs representam R\$ 40 bilhões de desequilíbrio adicional não orçado. Sem falar no Pé-de-Meia para o ensino superior e a isenção de tarifa de transporte coletivo nos fins de semana. Considerando que a IFI estima ser necessário um superávit primário de 2,1% do PIB para estabilizar a relação dívida pública/PIB, esse quadro indica a necessidade de um ajuste fiscal equivalente a algo como 3 p.p. do PIB. Neste RAF, a reavaliação estudada do juro neutro pode indicar uma necessidade de resultado primário ainda maior.

Como houve a reeleição do presidente Luiz Inácio Lula da Silva, não se esperam mudanças bruscas na condução da política econômica do governo. No plano fiscal, em particular, deve prevalecer a atual estratégia gradualista de ajuste com pequenas correções.

Nos primeiros dias, após o anúncio do resultado do segundo turno das eleições, houve forte volatilidade nos mercados de capital, cambial e dos juros futuros. O anúncio, o mais rápido possível, de um plano de voo consistente e crível para os próximos quatro anos e de quem estará à frente do Ministério da Fazenda poderá acalmar os agentes econômicos e investidores, ancorando as expectativas em novo ponto de equilíbrio.

A IFI tem alertado, nos últimos anos, que é inevitável um verdadeiro ajuste fiscal, se quisermos desencadear um novo ciclo de desenvolvimento vigoroso e sustentado no país. Isso passa por produzir os superávits primários necessários para estancar o crescimento da dívida, criando o ambiente adequado para a queda das taxas de juros; desengessar o orçamento; rever o perfil dos gastos; aumentar a eficiência; e ampliar substancialmente os investimentos estratégicos estruturantes, sobretudo na infraestrutura e na inovação tecnológica.

Em seu 117º Relatório de Acompanhamento Fiscal, de outubro, a IFI chama a atenção para o fato de a verificação da meta de resultado primário não capturar parte relevante da atuação fiscal recente. Os pagamentos da União com crédito concedido com recursos do orçamento, registrados como despesa financeira, passaram de R\$ 71,7 bilhões, em 2023, para R\$ 220,3 bilhões, em 2026, até outubro, financiados, sobretudo, com superávits de fundos e receitas vinculadas. Descontados os retornos ao Tesouro, a saída líquida de recursos foi de R\$ 147,7 bilhões, em 2025 (1,2% do PIB), tendo alcançado R\$ 180,5 bilhões, em 2026, até outubro. O subsídio implícito das operações contratadas neste ano é estimado entre R\$ 10,2 bilhões e R\$ 15,9 bilhões. Nos fundos de natureza privada, o orçamento registra apenas o aporte: em 2025, a União resgatou R\$ 10,0 bilhões em cotas de fundos garantidores, contabilizados como receita primária, enquanto o FGO e o FGI PEAC perderam R\$ 8,2 bilhões de patrimônio. O programa Pé-de-Meia foi pago, em 2024 e 2025, com recursos transferidos do FGEDUC e do FGO e apenas R\$ 1,0 bilhão de aporte orçamentário.

A análise identifica diferenças em relação a boas práticas recomendadas pela OCDE e pelo FMI, com possíveis efeitos sobre a credibilidade do regime fiscal, e lacunas de transparência, como a ausência do custo em valor presente de parte das linhas de crédito e de um demonstrativo de execução dos fundos de natureza privada. Tais despesas financeiras e “parafiscais” não afetam a apuração do cumprimento das metas fiscais, mas repercutem na dinâmica da dívida pública, representando um impacto fiscal efetivo, no conceito “abaixo da linha”.

O RAF nº 117 examina ainda as projeções do Poder Executivo para as despesas do RGPS e do BPC no PLOA 2027, dois componentes essenciais do orçamento federal, à luz da evolução recente das séries e das premissas da proposta. No RGPS, o crescimento vegetativo da despesa previsto para 2027 está dentro do intervalo observado entre 2022 e 2025, mas a proposta não incorpora o impacto estimado da decisão do STF sobre a aposentadoria especial. No BPC, a projeção pressupõe redução do estoque no segundo semestre de 2026 e aumento das cessações em 2027, apoiados nas revisões de benefícios, enquanto os dados até agosto de 2026 mostram recuperação do estoque.

Por último, o RAF apresenta um conjunto de estimativas complementares para a taxa de juros real neutra no Brasil. Sob as hipóteses adotadas, as diferentes abordagens apontam mediana de 6,1% ao ano, acima dos 5,0% utilizados até então como referência nas projeções da IFI. Mantidas as demais hipóteses, esse patamar mais elevado aumenta para 2,9% do PIB o resultado primário necessário para estabilizar a relação dívida/PIB ao fim do horizonte de projeção. Ao incorporar também a incerteza em torno do juro neutro, a probabilidade de a dívida superar 90% do PIB até 2030 passa de 78,9% para 81,6%.

Boa leitura!

Marcus Pestana
Diretor-Executivo da IFI
Alexandre Andrade
Diretor da IFI

Destaques

O que a meta de primário não vê: crédito público, fundos privados e efeitos sobre a dívida

A verificação da meta de resultado primário não capta parte relevante da atuação fiscal recente. Os pagamentos da União com crédito concedido com recursos do orçamento, registrados como despesa financeira, passaram de R\$ 71,7 bilhões, em 2023, para R\$ 220,3 bilhões em 2026, até outubro, financiados, sobretudo, com superávits de fundos e receitas vinculadas. Descontados os retornos ao Tesouro, a saída líquida foi de R\$ 147,7 bilhões em 2025 (1,2% do PIB) e chegou a R\$ 180,5 bilhões em 2026, até outubro. O subsídio implícito das operações contratadas neste ano é estimado entre R\$ 10,2 bilhões e R\$ 15,9 bilhões. Nos fundos de natureza privada, o orçamento registra apenas o aporte: em 2025, a União resgatou R\$ 10,0 bilhões em cotas de fundos garantidores, contabilizados como receita primária, enquanto o FGO e o FGI PEAC perderam R\$ 8,2 bilhões de patrimônio, e o Pé-de-Meia foi pago, em 2024 e 2025, com recursos transferidos do FGEDUC e do FGO e apenas R\$ 1,0 bilhão de aporte orçamentário. A análise identifica diferenças em relação a boas práticas recomendadas pela OCDE e pelo FMI, com possíveis efeitos sobre a credibilidade do regime fiscal, e lacunas de transparência, como a ausência do custo em valor presente de parte das linhas de crédito e de um demonstrativo de execução dos fundos de natureza privada. **(Página 8)**

RGPS e BPC: evolução das despesas e premissas do PLOA 2027

O texto examina as projeções do Poder Executivo para as despesas do RGPS e do BPC à luz da evolução recente das séries e das premissas do PLOA 2027. No RGPS, o crescimento vegetativo da despesa previsto para 2027 está dentro do intervalo observado entre 2022 e 2025, mas a proposta não incorpora o impacto estimado da decisão do STF sobre a aposentadoria especial. No BPC, a projeção pressupõe redução do estoque no segundo semestre de 2026 e aumento das cessações em 2027, apoiados nas revisões de benefícios, enquanto os dados até agosto de 2026 mostram recuperação do estoque. **(Página 39)**

Taxa de juros real neutra e política fiscal no Brasil

A incorporação da incerteza sobre o juro neutro eleva de 78,9% para 81,6% a probabilidade de a dívida superar 90% do PIB até 2030, de acordo com estudo da IFI que estima a taxa de juros real neutra da economia brasileira e avalia suas implicações para a sustentabilidade da dívida pública. Como o juro neutro não é diretamente observável, são reunidas 25 medidas, obtidas por sete abordagens baseadas em expectativas, preços de mercado, consulta a analistas e modelos. No terceiro trimestre de 2026, o resultado para a mediana das medidas foi de 6,1% ao ano, enquanto as de horizonte mais longo indicam 5,6%. Com custo real de longo prazo da dívida de 6,1%, a dívida bruta do governo geral alcança 124,4% do PIB em 2036, ante 115,0% no atual cenário base da IFI, que considera juro real de 5,0%. O resultado primário necessário para estabilizar a dívida sobe de 2,1% para 2,9% do PIB. **(Página 49)**

Primeira publicação em: 29 de outubro de 2026

Arquivo atualizado em: 29 de outubro de 2026

Confira erratas em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2026/outubro/erratas>

O que a meta de primário não vê: crédito público, fundos privados e efeitos sobre a dívida

Alexandre Andrade e Gustavo Queiroz

Considerações iniciais

A meta de resultado primário é o principal parâmetro de acompanhamento da política fiscal, embora o cumprimento formal da meta não capte toda a atuação do governo central nessa área. Desde a vigência do Regime Fiscal Sustentável (RFS), instituído pela Lei Complementar (LC) nº 200, de 2023¹, ganharam espaço instrumentos de política fiscal que não passam pela apuração da meta: (i) crédito concedido com recursos do orçamento, registrado como despesa financeira; (ii) aplicação de recursos de fundos de natureza privada capitalizados pela União; e (iii) utilização de recursos de terceiros, como os do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e da Conta de Desenvolvimento Energético (CDE).

O desenho do RFS pode ajudar a explicar esse movimento. O regime estabelece duas restrições: um limite para o crescimento real das despesas primárias, de 0,6% a 2,5% ao ano, e uma meta de resultado primário; ambas alcançam apenas a despesa primária. Ao mesmo tempo, a recomposição dos pisos de saúde e educação, vinculados à receita, e a política de valorização real do salário-mínimo, que reajusta benefícios previdenciários e assistenciais, ampliam os gastos obrigatórios. Quando esses gastos crescem acima do ritmo permitido pelo limite, acabam por comprimir as despesas discricionárias dentro do orçamento.

Nesse contexto, com o aperto do quadro fiscal, ganharam peso dois movimentos. O primeiro foi a exclusão de despesas primárias da apuração da meta de resultado primário ou do limite de despesas, como parte das sentenças judiciais e os gastos voltados a mitigar situações de calamidade. O segundo, de maior alcance, foi a execução de políticas por canais que ficam fora da apuração do resultado primário.

Esse movimento foi facilitado pela disponibilidade de recursos: em 2025 e 2026, 80% dos pagamentos com crédito vieram de receitas vinculadas e de superávits de fundos. Mudanças legais ampliaram esse uso, como a autorização para aplicar recursos do Fundo Social no Minha Casa, Minha Vida (Lei nº 15.164, de 2025²) e a desvinculação de parte do superávit financeiro dos fundos para o financiamento climático (Emenda Constitucional nº 136, de 2025³). Com os juros básicos em nível elevado, o crédito com taxas subsidiadas pode ter se tornado também um instrumento para estimular setores específicos e a

¹ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp200.htm.

² Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/lei/l15164.htm.

³ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc136.htm.

demanda agregada da economia. Esses fatores são retomados ao final do texto, à luz da literatura sobre regras fiscais.

Entre 2008 e 2014, o Tesouro Nacional emitiu títulos para emprestar R\$ 440,8 bilhões, em valores correntes, ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), operações que ficaram fora da apuração do resultado primário e elevaram a dívida bruta naquele período. A avaliação dessa política pelo Conselho de Monitoramento e Avaliação de Políticas Públicas (CMAP)⁴, coordenada pelo Tesouro Nacional, concluiu que os subsídios não tiveram efeito significativo sobre os investimentos das empresas beneficiadas, mas sim sobre a sua estrutura de financiamento, com o alongamento dos prazos das dívidas. A diferença, agora, está no financiamento, feito sobretudo com recursos vinculados e superávits de fundos, e na dispersão das operações em muitos instrumentos, o que dificulta a avaliação do conjunto.

Esses canais merecem atenção por três razões. A primeira é o tamanho: as despesas financeiras autorizadas para crédito mais que dobraram, como proporção do PIB, entre 2023 e 2026. A segunda é o custo: o subsídio implícito dos empréstimos e as perdas dos fundos não aparecem como despesa no ano em que a política é decidida, mas elevam a dívida pública nos anos subsequentes. A terceira é a transparência: parte dos recursos não transita pelo orçamento, e o custo das linhas de crédito só passou a ser apresentado, de forma parcial, no Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2027.

O tema foi tratado recentemente por três trabalhos. O primeiro, do FGV IBRE (Boletim Macro de agosto de 2026⁵), argumenta que o RFS comprimiu o espaço para despesas primárias e que, depois de retirar do limite de despesas parte das sentenças judiciais, o governo passou a recorrer às políticas de crédito facilitado como canal de expansão fiscal. Excluídos do orçamento financeiro o serviço da dívida, a Reforma Tributária⁶ e a previdência dos servidores, as despesas financeiras autorizadas passaram de R\$ 95,8 bilhões (0,9% do PIB), em 2023, para R\$ 281,9 bilhões (2,1% do PIB), em 2026. Quatro ações (o Minha Casa, Minha Vida com recursos do Fundo Social, as linhas do Fundo Clima, o Move Brasil e o Plano Brasil Soberano) passaram de R\$ 0,6 bilhão para R\$ 146,7 bilhões no período. Como não estão sujeitas à meta de resultado nem ao limite de despesas, essas operações funcionam, segundo o IBRE, como um vetor de expansão fiscal pouco visível no debate público, ampliando o custo de rolagem da dívida e pressionando a demanda agregada com defasagem, o que pode dificultar a condução da política monetária.

Mendes (2025)⁷ classifica os mecanismos usados pelo governo federal que, em sua avaliação, contornam as regras fiscais em dois grupos: (a) a destinação de recursos de

⁴ Disponível em: <https://www.gov.br/planejamento/pt-br/aceso-a-informacao/participacao-social/conselhos-e-orgaos-colegiados/cmap/politicas/2021/subsidios/eubndes-relatorio-de-avaliacao.pdf>.

⁵ Disponível em: <https://portalibre.fgv.br/publicacoes/economia-aplicada/boletim-macro/edicao-181-despesas-financeiras-o-lado-oculto-dos>.

⁶ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc132.htm.

⁷ Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/entities/publication/12e6ecc2-79e9-455f-bcad-9fcae56db9dc>.

fundos orçamentários a operações de crédito com subsídio implícito, registradas como despesa financeira; e (b) a retirada de receitas e despesas do orçamento, com destaque para os fundos de natureza privada capitalizados pela União.

O primeiro grupo eleva a dívida líquida, pelo custo implícito do crédito, e, segundo o autor, a dívida bruta, quando a saída de recursos da Conta Única é compensada pelo Banco Central com operações compromissadas. O autor observa, ainda, que atribuir o risco de crédito aos bancos públicos, agentes financeiros das operações, não elimina o custo para a União, que, como acionista, arca com eventuais perdas por meio de dividendos menores ou de novas capitalizações. Para esse grupo, o autor estima subsídios creditícios superiores a R\$ 6 bilhões, em 2025, nas novas linhas de crédito.

O segundo grupo retira despesas do alcance da meta e dos contingenciamentos. O autor indica, entre outros casos, (i) o Programa Pé-de-Meia, cujos incentivos foram pagos, em 2024 e 2025, por meio de fundo privado, com recursos aportados antes da vigência do arcabouço e transferidos de outros fundos garantidores sem passar pelo orçamento; e (ii) a mudança das regras de devolução ao Tesouro dos recursos do Fundo de Garantia de Operações (FGO) e do Fundo Garantidor para Investimentos (FGI).

O Tribunal de Contas da União, no Acórdão nº 1.372/2026 – Plenário⁸ (sessão de 27 de maio de 2026), examinou em auditoria operacional os mecanismos usados pela União para executar políticas públicas com recursos que não transitam pelo Orçamento Geral da União (OGU). Entre as determinações, o Tribunal exigiu do Ministério do Planejamento e Orçamento um plano para apurar e publicar o valor presente dos benefícios creditícios dos repasses de fundos ao BNDES, à Finep e a outras instituições, com o custo médio de emissão da dívida mobiliária como referência (item 9.8). Do Tesouro Nacional, o TCU exigiu um mecanismo centralizado de transparência sobre os fundos com participação da União (item 9.9). Determinou também que não sejam feitos novos aportes ao Fundo de Apoio à Infraestrutura para Recuperação e Adaptação a Eventos Climáticos Extremos (FIRECE) sem disciplina fiscal específica (item 9.4). Por fim, ao Ministério da Educação, o TCU solicitou uma avaliação do Fundo de Custeio da Poupança de Incentivo à Permanência e Conclusão Escolar para Estudantes do Ensino Médio (FIPEM) como veículo do Pé-de-Meia (item 9.7). O acórdão alertou que a expansão do crédito por meio de despesas financeiras pode gerar custos fiscais diferidos e elevar o custo de carregamento da dívida pública (item 9.18).

Este texto parte desses diagnósticos e acrescenta três elementos: (i) mede os valores efetivamente pagos e os retornos ao Tesouro, e não apenas as dotações autorizadas; (ii) estima o subsídio implícito das linhas de crédito em valor presente, com a metodologia do Anexo XII do PLOA 2027⁹; e (iii) compara os fluxos do orçamento com as estatísticas de

⁸ Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/KEY:ACORDAO-COMPLETO-2742411/NUMACORDAOINT%20asc/0.

⁹ O Anexo XII do Volume I do PLOA 2027 (“Relação de Estimativas de Benefícios Creditícios de Despesas Financeiras Seleccionadas”) apresenta, para seis ações orçamentárias (00XF, 00XO, 00J4, 00X6, 00X8 e 0A37), os recursos desembolsados em 2025 e 2026, a dotação para 2027 e o benefício creditício em valor

dívida do Banco Central. Os valores são apresentados por ano, de 2023 a 2026. Para 2026, consideram-se os dados acumulados até o último mês disponível em cada fonte (até 14 de outubro, data da extração das informações, no caso do SIGA Brasil). Cada valor das tabelas e dos gráficos é arredondado a partir do valor exato; por isso, os totais podem não corresponder à soma das parcelas.

A próxima seção delimita o perímetro da meta de resultado primário e o que fica de fora dessa apuração. Em seguida, o texto trata do crédito concedido com recursos do orçamento, inclusive do Plano Brasil Soberano, e dos fundos de natureza privada. Seguem-se duas seções, sobre os efeitos na dívida pública e sobre os recursos de terceiros (FGTS e CDE). A penúltima seção discute os motivos para executar política fiscal fora da meta e, em seguida, as considerações finais.

O perímetro da meta de resultado primário e o que fica de fora

O resultado primário corresponde à diferença entre as receitas e as despesas não financeiras do governo. Por não incluir os juros, o indicador mostra se o governo gera recursos próprios para pagar parte do serviço da dívida, e, por isso, é a base da meta fixada anualmente na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). Pelo mesmo critério, ficam fora da conta a concessão e o retorno de empréstimos, que, em princípio, apenas trocam caixa por um direito de crédito, sem alterar o patrimônio da União. Além disso, a legislação exclui algumas despesas primárias da verificação da meta, e parte dos gastos é executada por fundos que não transitam pelo OGU.

Há, portanto, três situações distintas: (i) despesas fora do primário por natureza, como a concessão de empréstimos com recursos do orçamento, registrada como despesa financeira; (ii) despesas primárias excetuadas da meta por regra, como os créditos extraordinários para calamidades e parte das sentenças judiciais; e (iii) operações executadas fora do orçamento, por meio de fundos de natureza privada com cotas da União ou com recursos de terceiros. Os valores associados a cada situação não devem ser somados entre si, pois têm efeitos distintos sobre as contas públicas: a primeira não afeta o resultado primário; a segunda afeta o resultado apurado, mas não a verificação da meta; e a terceira não passa pelo orçamento.

Na primeira situação, a União transfere recursos do orçamento a fundos, bancos públicos e outros agentes financeiros, que os emprestam a empresas e famílias. A operação não afeta o resultado primário porque, em princípio, troca caixa por um direito de crédito. O

presente por R\$ bilhão, estimado “com base na diferença entre a taxa de remuneração da fonte de recursos e a projeção do custo médio de emissão da dívida pública federal aplicada sobre a evolução do saldo devedor dos financiamentos durante todo o período de duração dos empréstimos” (Brasil, 2026, p. 246, nota 2). O anexo não inclui, entre outras, as linhas do Move Brasil (ações 00XY, 00Y6 e 00YA) e o crédito do Fundo Social para áreas em calamidade (00WH), e, no caso do Fundo Clima, exclui as linhas Eco Invest Brasil e Tropical Forest Invest (nota 4). Disponível em: <https://www.gov.br/planejamento/pt-br/assuntos/orcamento/orcamentos-anuais/2027/ploa-2027>.

custo para a União surge quando a remuneração do empréstimo é inferior ao custo de captação do Tesouro. Essa diferença, o subsídio implícito, não é registrada como despesa no ano da concessão, mas eleva a dívida pública ao longo da vida do contrato.

Na segunda, as despesas são primárias e aparecem no resultado apurado, mas a legislação autoriza a dedução para verificação do cumprimento da meta. Entre os casos recentes estão os precatórios acima do sublimite, as despesas com projetos estratégicos de defesa e com saúde e educação custeadas com recursos do Fundo Social, e o ressarcimento de descontos indevidos a aposentados e pensionistas do INSS; em anos anteriores, também os gastos com calamidades públicas.

Na terceira situação, a execução ocorre fora do orçamento. Nos fundos de natureza privada em que a União detém cotas, como os fundos garantidores e o FIPEM, que paga o Programa Pé-de-Meia, o orçamento registra apenas o aporte, como despesa primária, e o eventual resgate de cotas, como receita primária. Os pagamentos feitos pelo fundo, como honras de garantias e incentivos a estudantes, não passam pelo orçamento e podem ocorrer anos depois do aporte. No FGTS e na CDE, os recursos pertencem aos trabalhadores ou são pagos pelos consumidores de energia. As medidas executadas por esses fundos não afetam o resultado nem a dívida pública, mas cumprem papel semelhante ao de uma despesa do orçamento.

A Tabela 1 resume, para cada situação, algumas ações realizadas no período, a forma como aparecem nas estatísticas oficiais e o canal pelo qual afetam a dívida pública.

TABELA 1. SITUAÇÕES FORA DA APURAÇÃO DA META DE RESULTADO PRIMÁRIO

Situação	Exemplos no período	Onde aparece	Efeito sobre a dívida pública
(i) Fora do primário por natureza: crédito concedido com recursos do orçamento	Minha Casa, Minha Vida com recursos do Fundo Social; Fundo Clima; Plano Brasil Soberano (FGE); FIIS; Move Brasil; fundos constitucionais; repasse do FAT ao BNDES	Orçamento, como despesa financeira; fora do resultado primário. Benefício creditício parcialmente no Anexo XII do PLOA 2027 e no Orçamento de Subsídios da União	Dívida bruta: sobe com a saída de caixa (operações compromissadas ou emissão de títulos). Dívida líquida: a concessão troca caixa por crédito; o subsídio implícito a eleva ao longo do tempo
(ii) Primária excetuada da meta por regra	Créditos extraordinários para calamidades, inclusive os aportes a fundos na calamidade do Rio Grande do Sul, em 2024 (FIRECE, FGO); parcela das sentenças judiciais excluída da meta	Orçamento e resultado primário; deduzida na verificação do cumprimento da meta	Eleva a dívida bruta e a líquida como qualquer despesa primária
(iii-a) Fora do orçamento: fundos de natureza privada com cotas da União	Fundos garantidores (FGO, FGI, FGEDUC); FIPEM (Pé-de-Meia); FIRECE	Orçamento registra só o aporte (despesa primária) e o resgate de cotas (receita primária); a execução está nas demonstrações dos fundos	Efeito no aporte e no resgate; perdas posteriores reduzem o patrimônio da União no fundo sem registro como despesa; garantias são passivo contingente
(iii-b) Fora do orçamento: recursos de terceiros	FGTS (saques extraordinários, descontos habitacionais); CDE (Tarifa Social)	Fora do orçamento e das estatísticas fiscais	Sem efeito direto; o custo recai sobre trabalhadores (FGTS) e consumidores de energia (CDE)

Elaboração: IFI.

Na primeira situação, a despesa financeira da União somou R\$ 2,4 trilhões, em 2025, e R\$ 2,6 trilhões em 2026, até outubro, mas quase toda corresponde à gestão da própria dívida: R\$ 2,0 trilhões e R\$ 2,3 trilhões, respectivamente, em juros, amortizações e refinanciamento. O recorte deste texto exclui essas operações e também duas despesas financeiras que afetam a dívida, mas não constituem política de crédito: os aportes ao Fundo de Compensação de Benefícios Fiscais ou Financeiro-Fiscais (FCBF), obrigação constitucional da Reforma Tributária, que somaram R\$ 26,0 bilhões em 2026, primeiro ano dos repasses, e a assunção de dívidas do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), passivo antigo do Sistema Financeiro da Habitação, de R\$ 24,2 bilhões, em 2025, e de R\$ 13,4 bilhões em 2026. A Tabela 2 detalha esse universo e o núcleo desta análise e traz também, como contexto, a cobertura do resultado negativo do Banco Central (R\$ 124,0 bilhões em 2025) e, na linha (21), a saída líquida do núcleo, detalhada no Gráfico 1.

TABELA 2. DESPESAS E RECEITAS FORA DO PRIMÁRIO: UNIVERSO E NÚCLEO DA ANÁLISE (R\$ BILHÕES)

Discriminação	2023	2024	2025	Jan-out/2026
Despesa fora do primário				
(1) Gestão da dívida pública: juros, amortização e refinanciamento (fora da análise)	1.878,2	1.936,9	2.006,5	2.291,0
(2) Intraorçamentária: contribuição patronal da União ao regime próprio (fora da análise)	22,4	23,6	24,1	20,0
(3) Reforma Tributária: aportes ao Fundo de Compensação de Benefícios Fiscais ou Financeiro-Fiscais (FCBF) (fora da análise)	-	-	-	26,0
(4) Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS): assunção de dívidas e operacionalização (fora da análise)	15,0	33,4	24,2	13,4
(5) Linhas de crédito criadas ou ampliadas a partir de 2024	0,6	30,5	75,3	149,9
(6) Fundos e programas de crédito anteriores a 2024	70,6	80,1	96,3	70,2
(7) Garantias e assunção de riscos	0,5	0,4	0,5	0,2
(8) Núcleo da análise: crédito e fundos = (5) + (6) + (7)	71,7	111,0	172,1	220,3
(9) Contexto: cobertura do resultado negativo do Banco Central (Lei nº 13.820/2019)	-	40,7	124,0	-
(10) Total da despesa fora do primário = (1) + (2) + (3) + (4) + (8) + (9)	1.987,2	2.145,6	2.350,9	2.570,6
Receita fora do primário				
(11) Emissão e refinanciamento da dívida pública (fora da análise; fonte da despesa no Gráfico 2)	1.754,8	1.906,5	2.470,2	2.056,1
(12) Intraorçamentária (fora da análise)	22,2	23,3	24,1	44,4
(13) Retornos de linhas de crédito criadas ou ampliadas a partir de 2024	0,5	0,9	4,6	22,9
(14) Retornos de fundos e programas de crédito anteriores a 2024	18,4	20,1	19,7	16,8
(15) Núcleo da análise: retornos das políticas = (13) + (14)	18,9	21,0	24,4	39,8
(16) Contexto: retornos de empréstimos antigos do Tesouro (BNDES, entes e outros)	61,4	67,2	70,6	50,0
(17) Contexto: remuneração do caixa do Tesouro e dos fundos na Conta Única	178,6	162,2	198,4	186,8
(18) Contexto: resultado positivo do Banco Central	-	-	28,7	-
(19) Outras receitas financeiras	0,5	0,9	1,4	-0,2
(20) Total da receita fora do primário = (11) + (12) + (15) + (16) + (17) + (18) + (19)	2.036,4	2.181,1	2.817,9	2.376,8
Síntese do núcleo				
(21) Saída líquida do núcleo: efeito direto na dívida bruta = (8) - (15)	52,8	90,1	147,7	180,5

Fonte: SIGA Brasil (despesa e receitas, extração de 14/10/2026). Elaboração: IFI. Nota: despesa: resultado primário 0, valor pago mais restos a pagar pagos, pelo mês do pagamento. Receita: identificador financeiro, arrecadação líquida. 2026: até 14 de outubro, parcial. Ficam fora da análise a gestão da própria dívida, as operações intraorçamentárias e duas despesas financeiras que não são política de crédito: os aportes ao FCBF, obrigação da Reforma Tributária (Emenda Constitucional nº 132, de 2023), e a assunção de dívidas do FCVS,

passivo antigo do Sistema Financeiro da Habitação. A cobertura do resultado do Banco Central de 2025 não aparece no SIGA Brasil até outubro de 2026. A receita intraorçamentária de 2026 inclui os R\$ 26,0 bilhões recebidos pelo FCBF, fundo dentro do orçamento. Composição do núcleo por instrumento no Gráfico 2 e na Tabela 6; linhas criadas ou ampliadas a partir de 2024 na Tabela 5.

Na segunda situação (despesas primárias excetuadas da apuração das metas fiscais), em 2026, segundo o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) do 4º bimestre¹⁰, as deduções do governo central somam R\$ 67,3 bilhões, ante R\$ 48,7 bilhões em 2025. A maior parte corresponde aos precatórios acima do sublimite, excluídos da meta por decisão do Supremo Tribunal Federal (ADIs nº 7.064¹¹ e nº 7.047¹²), em 2025, e pela Emenda Constitucional nº 136, de 2025, em 2026: R\$ 41,1 bilhões e R\$ 54,7 bilhões, respectivamente. Completam a lista as despesas com projetos estratégicos de defesa (Lei Complementar nº 221, de 2025¹³, e Lei Complementar nº 235, de 2026¹⁴; R\$ 5,0 bilhões em 2026), as despesas de saúde e educação custeadas com recursos do Fundo Social (Lei Complementar nº 223, de 2025¹⁵, e Lei Complementar nº 235, de 2026; R\$ 6,6 bilhões) e o ressarcimento a aposentados e pensionistas do INSS por descontos indevidos (ADPF nº 1.236¹⁶; R\$ 1,0 bilhão). Em 2024, a principal exceção havia sido a dos créditos extraordinários para o enfrentamento da calamidade no Rio Grande do Sul (R\$ 29,0 bilhões). Os valores foram maiores em 2021, ainda sob efeito da pandemia (R\$ 79,4 bilhões), e sobretudo em 2023, quando a Emenda Constitucional nº 126, de 2022¹⁷, excluiu R\$ 145,0 bilhões da meta, além de R\$ 92,4 bilhões em precatórios acima do sublimite e R\$ 3,9 bilhões de apoio financeiro ao setor cultural (total de R\$ 241,3 bilhões). As linhas de memória mostram, ainda, as deduções das estatais federais (R\$ 13,0 bilhões em 2026), que não entram no total do governo central. A Tabela 3 apresenta esses valores.

TABELA 3. DEDUÇÕES DA META DE RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL – 2021 A 2026 (R\$ BILHÕES)

Discriminação	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Governo Central						
(1) Auxílio Emergencial	44,0	–	–	–	–	–
(2) Pronampe	5,0	–	–	–	–	–
(3) Ações e serviços públicos de saúde	23,4	4,1	–	–	–	–
(4) Benefício Emergencial de Preservação do Emprego e da Renda (BEm)	7,0	0,0	–	–	–	–
(5) Emenda Constitucional nº 123/2022	–	36,5	–	–	–	–
(6) Emenda Constitucional nº 126/2022 (art. 3º)	–	–	145,0	–	–	–
(7) Precatórios acima do sublimite (ADIs nº 7.064 e nº 7.047; em 2026, EC nº 136/2025)	–	–	92,4	–	41,1	54,7

¹⁰ Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-de-avaliacao-de-receitas-e-despesas-primarias-rardp/2026/16>.

¹¹ Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=6330822>.

¹² Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=6318731>.

¹³ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp221.htm.

¹⁴ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp235.htm.

¹⁵ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp223.htm.

¹⁶ Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=7287062>.

¹⁷ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc126.htm.

Discriminação	2021	2022	2023	2024	2025	2026
(8) Apoio financeiro ao setor cultural	-	-	3,9	-	-	-
(9) Calamidade pública no Rio Grande do Sul: despesas	-	-	-	29,0	-	-
(10) Calamidade pública no Rio Grande do Sul: renúncia de receita	-	-	-	0,1	-	-
(11) Emergência climática	-	-	-	1,4	-	-
(12) Acórdão TCU nº 1.103/2024	-	-	-	1,3	-	-
(13) Projetos estratégicos de defesa (LC nº 221/2025 e LC nº 235/2026)	-	-	-	-	2,5	5,0
(14) Saúde e educação com recursos do Fundo Social (LC nº 223/2025 e LC nº 235/2026)	-	-	-	-	2,2	6,6
(15) Ressarcimento de descontos indevidos de benefícios do INSS (ADPF nº 1.236)	-	-	-	-	2,8	1,0
(16) Total das deduções do Governo Central = soma de (1) a (15)	79,4	40,5	241,3	31,9	48,7	67,3
Memória						
(17) Estatais federais: PAC e reestruturação	-	-	-	1,9	3,1	13,0
(18) Meta de resultado primário do governo central (limite inferior)	-247,1	-170,5	-65,9	-28,8	-31,0	0,0
(19) Resultado primário apurado do governo central (antes das deduções)	-35,9	54,9	-264,5	-45,4	-58,7	-80,9
(20) Resultado primário para fins de cumprimento da meta (após as deduções) = (19) + (16)	43,5	95,5	-23,3	-13,5	-10,0	-13,6

Fonte: Ministério do Planejamento e Orçamento e Ministério da Fazenda, Relatórios de Avaliação do Cumprimento das Metas Fiscais (3º quadrimestre) de 2021 a 2025 e Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias do 4º bimestre de 2026; Tesouro Nacional (RTN). Elaboração: IFI. Nota: 2026: deduções e resultado projetados no Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias do 4º bimestre (24/09/2026); o próximo relatório sai em 22/11/2026. O resultado de 2026 após as deduções (-R\$ 13,6 bilhões) é anterior ao contingenciamento de R\$ 13,6 bilhões anunciado no mesmo relatório para alcançar o limite inferior da meta. Linhas (19) e (20): de 2021 a 2025, resultado apurado pelo Banco Central (abaixo da linha), conceito usado na verificação da meta; por isso, os valores de 2025 diferem dos publicados no RAF nº 113¹⁸ (-R\$ 61,7 bilhões e -R\$ 13,0 bilhões), que usam o resultado acima da linha do Tesouro Nacional. Em 2026, projeção do RARDP. Precatórios: em 2026, a exclusão da meta tem base no art. 165, § 22, da Constituição, incluído pela Emenda Constitucional nº 136, de 2025; a partir de 2027, essas despesas serão reincorporadas à meta em pelo menos 10% ao ano, de forma cumulativa (art. 165, § 21). Desde 2026, as despesas com precatórios e requisições de pequeno valor também estão fora do limite de despesas do Poder Executivo (art. 165, § 18), regra que não altera a meta.

Na terceira situação (execução de despesas por fora do orçamento), os valores são menores, mas relevantes: (i) o FIPEM pagou R\$ 10,7 bilhões em incentivos a estudantes, em 2025, e R\$ 8,7 bilhões em 2026, até setembro; (ii) a CDE pagou R\$ 34,1 bilhões em subsídios, em 2025, e R\$ 35,0 bilhões em 2026, até setembro; e (iii) os saques extraordinários do FGTS somaram R\$ 14,9 bilhões entre dezembro de 2025 e junho de 2026, segundo o Ministério do Trabalho e Emprego. A Tabela 4 reúne esses valores, por ano, e o tratamento fiscal de cada canal.

¹⁸ Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/raf113_jun2026.pdf.

TABELA 4. EXECUÇÃO FORA DO ORÇAMENTO: FUNDOS PRIVADOS COM COTAS DA UNIÃO E RECURSOS DE TERCEIROS, POR ANO (R\$ BILHÕES)

Canal	2025	2026	O que o valor mede	Tratamento fiscal	Fonte
Fundos privados com cotas da União					
Pé-de-Meia: Fundo de Custeio da Poupança de Incentivo à Permanência e Conclusão Escolar para Estudantes do Ensino Médio (FIPEM)	10,7	8,7	Incentivos pagos pelo fundo (2026: até setembro)	Aporte da União é despesa primária (R\$ 1,0 bilhão em 2025 e R\$ 9,5 bilhões em 2026); o pagamento ao estudante é feito pelo fundo	SIGA Brasil; Caixa
Fundos garantidores (FGO, FGI e outros): aportes da União	0,6	6,3	Aportes pagos	Despesa primária; as honras de garantia são pagas pelo fundo	SIGA Brasil
Fundos garantidores: resgates de cotas pela União	10,0	0,1	Resgates recebidos	Receita primária	SIGA Brasil
Recursos de terceiros (não afetam a dívida pública)					
Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS): saques extraordinários	–	14,9	Pago nas duas fases (dez/2025–fev/2026 e mai–jun/2026), na coluna de 2026	Recursos dos trabalhadores	MTE, citado pelo Jornal de Brasília (17/06/2026) ¹⁹
FGTS: descontos concedidos (mutuários e remuneração do agente financeiro)	11,5	–	Descontos concedidos (2026 ainda não publicado)	Recursos dos trabalhadores	Caixa, demonstrações do FGTS
Conta de Desenvolvimento Energético (CDE)	34,1	35,0	Subsídios pagos (2026: até setembro)	Financiada pela tarifa de energia	CCEE; ANEEL

Fonte: SIGA Brasil; Caixa; CCEE; ANEEL; Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Elaboração: IFI. Nota: 2026: até o último mês publicado em cada fonte (SIGA Brasil, até 14 de outubro; Pé-de-Meia e CDE, setembro). Os valores medem grandezas diferentes e não devem ser somados. Fundos garantidores: FGO, FGI, FGHab, FGCE e FGEDUC; o custo das garantias aparece como perda de patrimônio dos fundos (R\$ 8,2 bilhões em 2025, no FGO e no FGI). FGTS, saques extraordinários: valor pago nas duas fases, divulgado pelo MTE segundo o Jornal de Brasília (17/06/2026); as estimativas oficiais de valor liberado eram de R\$ 7,8 bilhões (MP nº 1.331/2025) e de cerca de R\$ 8,5 bilhões (MP nº 1.355/2026).

Há sobreposição entre as situações: os aportes a fundos privados feitos por crédito extraordinário na calamidade do Rio Grande do Sul, em 2024, como os do FIRECE e parte dos destinados ao FGO, foram, ao mesmo tempo, despesa excetuada da meta e execução fora do orçamento. Fora desse caso, a abertura por crédito extraordinário retira a despesa do limite de despesas, mas não da meta: os aportes a fundos garantidores e as linhas novas abertas dessa forma em 2026 não constam das deduções da Tabela 3. As seções seguintes tratam de cada canal e de seus efeitos sobre a dívida pública.

Crédito com recursos do orçamento

Esta seção analisa o crédito concedido pela União com recursos do orçamento, registrado como despesa financeira e, portanto, fora do resultado primário. São examinados o volume pago a fundos e bancos públicos, a origem dos recursos que financiaram esses

¹⁹ Disponível em: <https://jornaldebrasil.com.br/noticias/economia/desenrola-2-0-registra-17-mil-operacoes-com-saques-do-fgts/>.

pagamentos, os retornos ao Tesouro e o custo para a União, medido pelo subsídio implícito nas operações efetivamente contratadas com os tomadores finais.

Os pagamentos do núcleo da análise, que reúne o crédito e os fundos fora do resultado primário, passaram de R\$ 71,7 bilhões, em 2023, para R\$ 172,1 bilhões, em 2025, e R\$ 220,3 bilhões em 2026, até outubro, e as linhas de crédito criadas ou ampliadas a partir de 2024 (linhas novas) responderam pela maior parte da expansão (Tabela 5).

A Tabela 5 detalha essas linhas por instrumento. A primeira parte mostra quanto a União pagou a cada linha por ano. O pagamento é registrado como despesa financeira quando o recurso sai do Tesouro para o fundo ou para o banco que opera a linha, e não quando o empréstimo chega ao tomador final. A segunda parte mostra os retornos ao Tesouro: devoluções de saldos não aplicados, amortizações, juros e remuneração de saldos ainda não emprestados. A diferença entre as duas, a saída líquida, é o montante que a União precisou financiar e que, por isso, tende a elevar a dívida bruta.

Em 2026, até outubro, a União pagou R\$ 149,9 bilhões a essas linhas e recebeu de volta R\$ 22,9 bilhões, sobretudo do Plano Brasil Soberano (R\$ 9,8 bilhões) e do BNDES Agro (R\$ 5,2 bilhões). Desse retorno, R\$ 13,9 bilhões correspondem à devolução de recursos transferidos e não emprestados, principalmente no Plano Brasil Soberano e no BNDES Agro; o restante, a amortizações (R\$ 3,5 bilhões), juros (R\$ 1,4 bilhão) e remuneração de saldos ainda não emprestados (R\$ 4,2 bilhões, dos quais R\$ 1,9 bilhão do Fundo Clima no BNDES). A saída líquida foi de R\$ 126,9 bilhões. Em 2025, os retornos haviam somado R\$ 4,6 bilhões, ante pagamentos de R\$ 75,3 bilhões. O valor de 2024 reflete, em grande parte, os R\$ 20,0 bilhões do Fundo Social em crédito para áreas em situação de calamidade. O montante de 2023 corresponde ao Fundo Clima, ampliado a partir de 2024.

TABELA 5. LINHAS DE CRÉDITO CRIADAS OU AMPLIADAS A PARTIR DE 2024: PAGAMENTOS, RETORNOS E SAÍDA LÍQUIDA (R\$ BILHÕES)

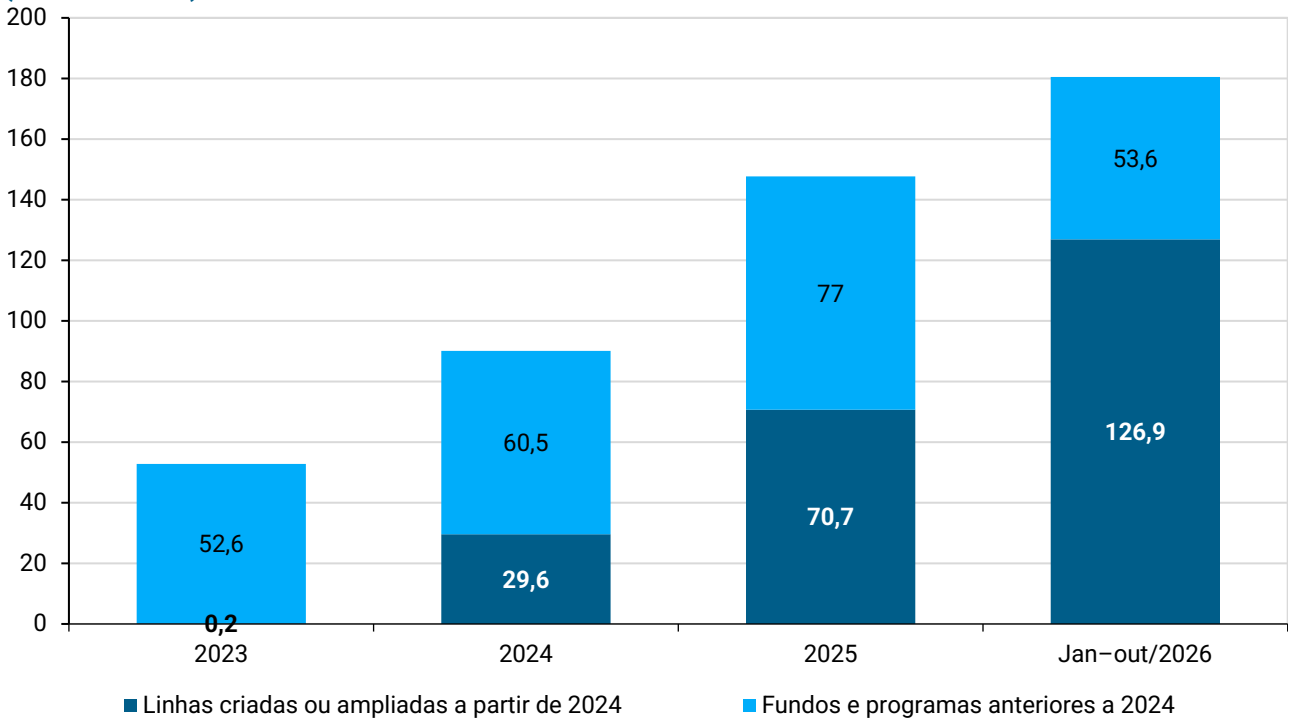
Discriminação	2023	2024	2025	Jan-out/2026
Pagamentos (despesa financeira)				
(1) Minha Casa, Minha Vida (MCMV) com recursos do Fundo Social	-	-	11,7	35,0
(2) Fundo Nacional sobre Mudança do Clima (Fundo Clima)	0,6	10,5	18,7	34,0
(3) Veículos para motoristas de aplicativo e taxistas (Move Motoristas)	-	-	-	30,0
(4) Plano Brasil Soberano, com recursos do Fundo de Garantia à Exportação (FGE)	-	-	22,0	22,0
(5) Move Brasil, fase 2: caminhões e ônibus	-	-	-	14,5
(6) Empréstimos a companhias aéreas com recursos do Fundo Nacional de Aviação Civil (FNAC)	-	-	-	8,0
(7) Fundo de Investimento em Infraestrutura Social (FIIS): infraestrutura social	-	-	5,0	2,5
(8) Desenrola Adimplentes	-	-	-	1,7
(9) Fundo de Financiamento Estudantil (Fies): beneficiários adimplentes	-	-	-	1,0
(10) Capital de giro a companhias aéreas	-	-	-	0,7
(11) Desenvolvimento tecnológico de produtores rurais	-	-	-	0,3

Discriminação	2023	2024	2025	Jan-out/2026
(12) Fundo Social: crédito para áreas em calamidade	–	20,0	–	0,2
(13) BNDES Agro: renegociação de dívidas rurais, pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social	–	–	12,0	–
(14) Move Brasil, fase 1: caminhões	–	–	6,0	–
(15) Total pago = soma de (1) a (14)	0,6	30,5	75,3	149,9
Retornos ao Tesouro (receita financeira)				
(16) Plano Brasil Soberano, com recursos do Fundo de Garantia à Exportação (FGE)	–	–	0,4	9,8
(17) BNDES Agro: renegociação de dívidas rurais, pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social	–	–	–	5,2
(18) Fundo Social: MCMV e crédito para áreas em calamidade	–	0,5	3,3	4,6
(19) Linhas do Tesouro operadas pelo BNDES (UO 74102: BNDES Agro, Move Brasil e Move Motoristas): remuneração de saldos não desembolsados, sem atribuição por linha	–	–	0,2	1,1
(20) Fundo Nacional sobre Mudança do Clima (Fundo Clima)	0,5	0,4	0,8	2,3
(21) Total dos retornos = soma de (16) a (20)	0,5	0,9	4,6	22,9
(22) Saída líquida: efeito direto na dívida bruta = (15) – (21)	0,2	29,6	70,7	126,9
Memória				
(23) Participação no total pago com crédito e fundos fora do primário (%) = (15) ÷ (8) da Tabela 2 × 100	0,9	27,4	43,8	68,0
(24) Fundos e programas anteriores a 2024 e garantias (pago, fora desta tabela) = (8) da Tabela 2 – (15)	71,0	80,6	96,7	70,4

Fonte: SIGA Brasil (despesa e receitas, extração de 14/10/2026). Elaboração: IFI. Nota: pago: valor pago mais restos a pagar pagos (despesa financeira). Retorno: receita financeira que voltou ao Tesouro (devoluções de saldos, amortizações, juros e remuneração de saldos não emprestados). 2026: até 14 de outubro, parcial. Ficam de fora os fundos e programas anteriores a 2024, como o repasse constitucional do FAT ao BNDES e os fundos constitucionais (composição no Gráfico 2). Linha (18): inclui os retornos do crédito do Fundo Social para áreas em calamidade (R\$ 20,0 bilhões pagos em 2024), que o SIGA não separa dos do MCMV. Linha (20): inclui a remuneração dos saldos do Fundo Clima mantidos no BNDES (UO 44902). Memória: a linha (23) é o total pago às linhas novas, na linha (15), dividido pelo total pago no núcleo da análise, na linha (8) da Tabela 2; a linha (24) é a diferença entre os dois.

A participação das linhas novas no total pago no núcleo da análise passou de 27,4%, em 2024, para 43,8%, em 2025, e 68,0% em 2026. Em 2026, os maiores valores estão no MCMV com recursos do Fundo Social (R\$ 35,0 bilhões), no Fundo Clima (R\$ 34,0 bilhões), na linha de veículos para motoristas de aplicativo e taxistas (R\$ 30,0 bilhões) e no Plano Brasil Soberano (R\$ 22,0 bilhões). No núcleo da análise, incluídos os fundos e programas anteriores a 2024, a saída líquida passou de R\$ 52,8 bilhões, em 2023, para R\$ 180,5 bilhões em 2026, até outubro (Gráfico 1). As linhas novas respondem por R\$ 126,9 bilhões desse valor, e os fundos e programas anteriores a 2024, por R\$ 53,6 bilhões. Nos fundos e programas anteriores a 2024, a saída líquida recuou de R\$ 54,5 bilhões, de janeiro a setembro de 2025, para R\$ 50,6 bilhões no mesmo período de 2026.

GRÁFICO 1. SAÍDA LÍQUIDA DO TESOIRO COM CRÉDITO FORA DO PRIMÁRIO (R\$ BILHÕES)



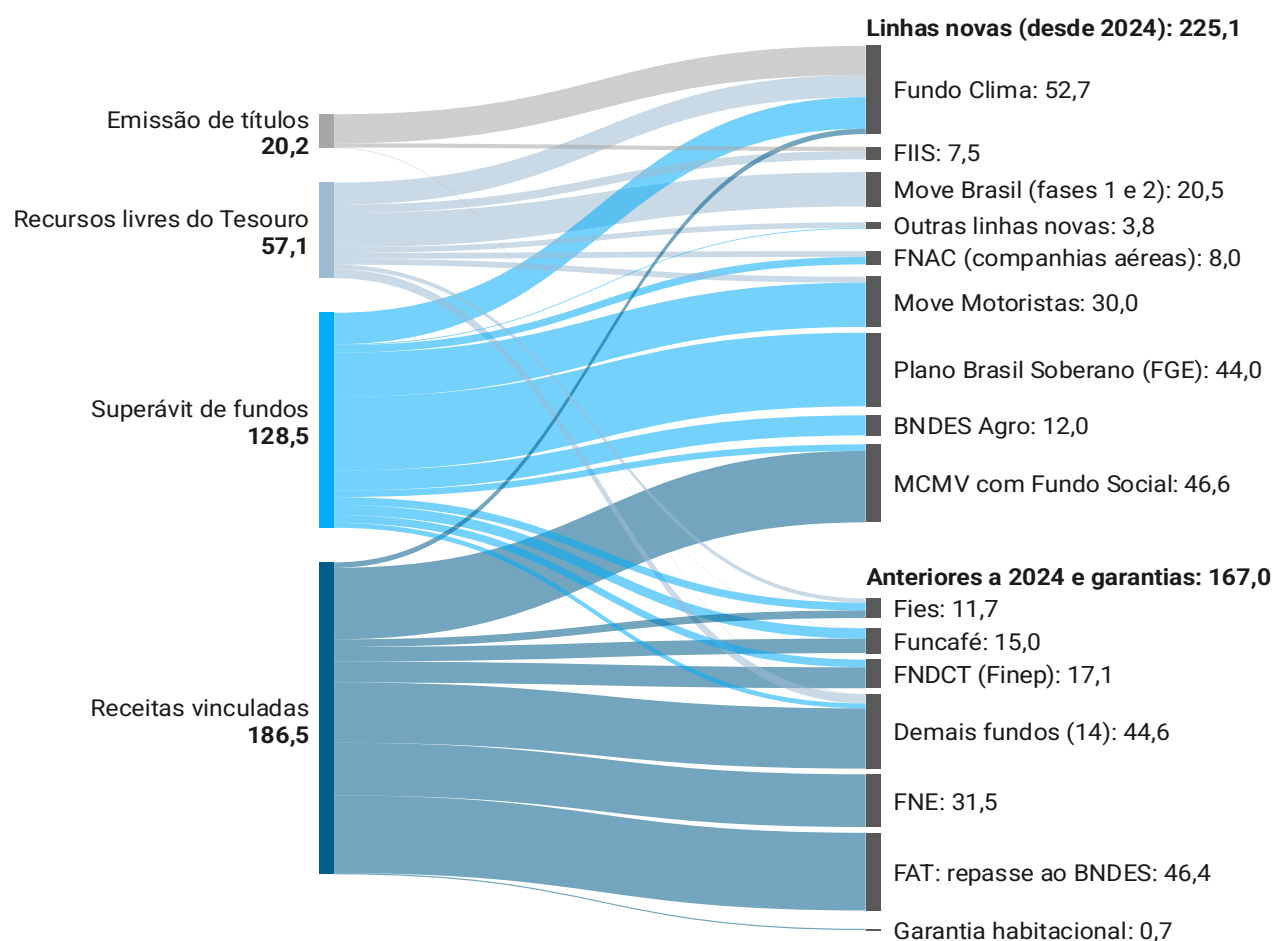
Fonte: SIGA Brasil. Elaboração: IFI.

Em 2025 e 2026, as linhas novas foram financiadas, principalmente, com superávit financeiro de fundos (R\$ 110,2 bilhões), recursos livres do Tesouro (R\$ 49,1 bilhões) e receitas vinculadas (R\$ 46,0 bilhões), e em menor parte com emissão de títulos (R\$ 19,9 bilhões), sobretudo no Fundo Clima (Gráfico 2).

O Gráfico 2 mostra, por instrumento, a fonte orçamentária que financiou o valor pago em 2025 e 2026. As fontes variam conforme o tipo de linha. Os fundos e programas anteriores a 2024 são pagos, principalmente, com receitas vinculadas por lei a essas finalidades (R\$ 139,8 bilhões de R\$ 166,4 bilhões), como a parcela da contribuição para o PIS/Pasep destinada ao FAT.

Nas linhas novas, predomina o superávit de fundos: o Plano Brasil Soberano foi pago integralmente com o superávit do FGE (R\$ 44,0 bilhões), e o MCMV, com receitas do Fundo Social. O uso de superávits e de recursos livres não exige emissão de títulos no momento do pagamento, mas reduz o caixa do Tesouro, que de outro modo contribuiria para abater a dívida; o efeito final sobre a dívida bruta é semelhante ao da emissão. Em alguns instrumentos, como os fundos constitucionais (FNE, FNO e FCO) e o FIIS, não há retorno ao Tesouro porque os recursos permanecem no banco operador ou no próprio fundo.

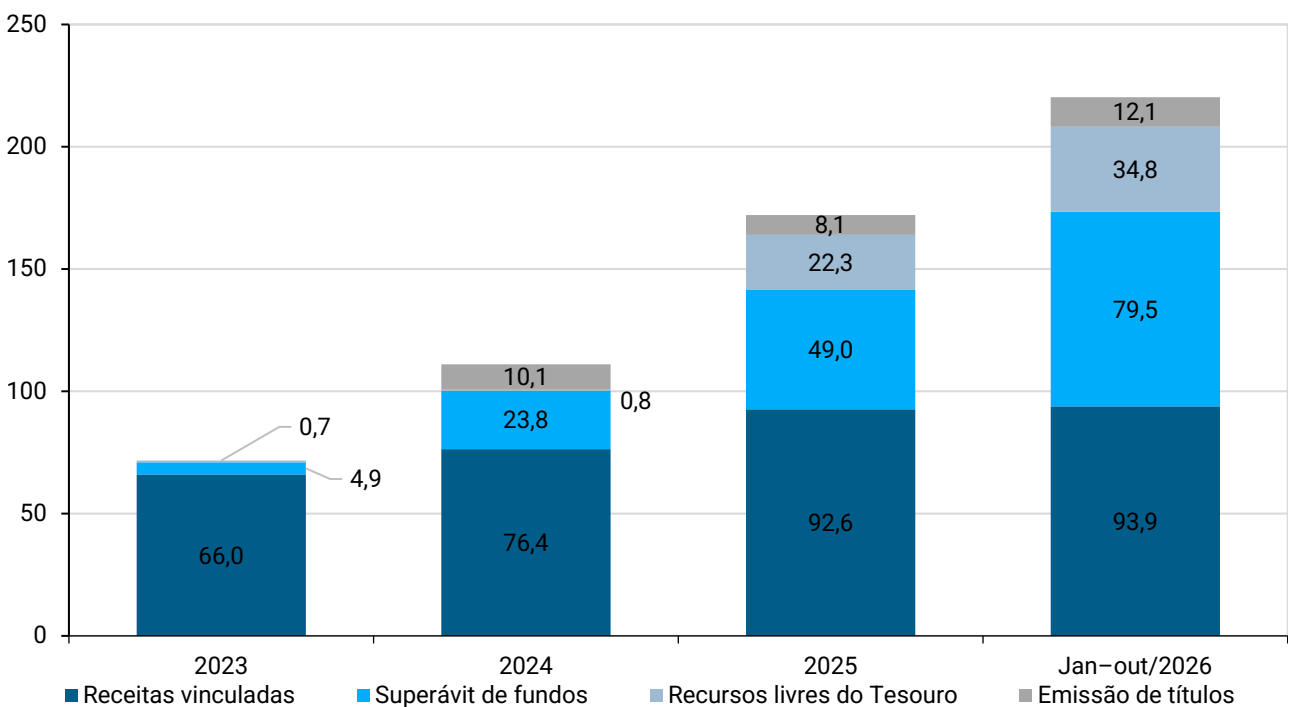
GRÁFICO 2. ORIGEM DOS RECURSOS DO CRÉDITO FORA DO PRIMÁRIO, POR INSTRUMENTO – 2025 E JAN-OUT/2026 (R\$ BILHÕES)



Fonte: SIGA Brasil (despesa, extração de 14/10/2026). Elaboração: IFI. Nota: valor pago mais restos a pagar pagos (despesa financeira), soma de 2025 e de 2026 até 14 de outubro. Superávit de fundos: fontes de exercícios anteriores; emissão de títulos: fontes 1444 e 3444. Move Brasil reúne as fases 1 e 2. Outras linhas novas: Desenrola Adimplentes, Fies adimplentes, capital de giro a companhias aéreas, desenvolvimento tecnológico de produtores rurais e Fundo Social para áreas em calamidade. Demais fundos: FMM, FNO, FCO, FDNE, Proex e Pronaf, FDA, crédito-instalação da reforma agrária, audiovisual, Fungetur, FDCO, Fust, Fundo de Terras, habitação de militares e Funttel; detalhe por instrumento na planilha de dados. Por arredondamento, a soma das fontes pode diferir em 0,1 do valor pago.

A composição do financiamento do núcleo da análise mudou: em 2023, quase todos os recursos eram oriundos de receitas vinculadas, como as do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e dos fundos constitucionais de financiamento; em 2026, até outubro, o superávit de fundos respondeu por R\$ 79,5 bilhões, ante R\$ 4,9 bilhões em 2023, enquanto os recursos livres do Tesouro, por R\$ 34,8 bilhões (Gráfico 3). As receitas vinculadas seguiram crescendo em valor, de R\$ 66,0 bilhões para R\$ 93,9 bilhões, mas perderam participação; a emissão de títulos, concentrada no Fundo Clima, ficou entre R\$ 8,1 bilhões e R\$ 12,1 bilhões, por ano, a partir de 2024.

GRÁFICO 3. ORIGEM DOS RECURSOS DO CRÉDITO FORA DO PRIMÁRIO, POR ANO (R\$ BILHÕES)



Fonte: SIGA Brasil. Elaboração: IFI.

O custo para a União é o subsídio implícito, definido anteriormente. Pela metodologia do Anexo XII do PLOA 2027, reproduzida pela IFI, o benefício em valor presente varia de cerca de 9% (FNAC) a 38% (FNDCT) do valor desembolsado; nas linhas da Tabela 6, de 13,9% (Brasil Soberano, fase 2) a 20,4% (MCMV). Aplicada ao valor efetivamente emprestado, de R\$ 21,8 bilhões, em 2025, e de R\$ 55,5 bilhões, em 2026, a taxa resulta em subsídio de R\$ 4,1 bilhões e de R\$ 10,2 bilhões, respectivamente, ou de R\$ 6,4 bilhões e de R\$ 15,9 bilhões se o custo da dívida for mantido no nível atual (Tabela 6). O valor emprestado é bem menor que o pago porque parte dos recursos transferidos aos fundos e agentes financeiros ainda não chegou aos tomadores finais.

A Tabela 6 detalha esse cálculo por instrumento. As duas primeiras colunas mostram o valor pago por ano; as duas seguintes mostram o valor efetivamente emprestado aos tomadores finais em cada ano, apurado pelos contratos do BNDES ou, no MCMV e no Fundo Clima, pelos desembolsos informados no Anexo XII do PLOA 2027. A taxa de subsídio indica quanto do valor emprestado corresponde a benefício para o tomador, em valor presente, e o subsídio resulta da multiplicação dessa taxa pelo valor emprestado. No MCMV com recursos do Fundo Social, por exemplo, a taxa de 20,4% aplicada aos R\$ 30,7 bilhões emprestados, em 2026, resulta em subsídio de R\$ 6,3 bilhões.

Os dois cenários diferem na hipótese sobre o custo futuro da dívida: a trajetória do Focus incorpora a queda esperada dos juros, o que reduz o subsídio, e o cenário de custo constante mantém a taxa atual, o que resulta em valores maiores. Nas linhas sem contratos identificados nos dados abertos do BNDES, como as de veículos para motoristas de

aplicativo e taxistas e de capital de giro a companhias aéreas, não foi possível estimar o subsídio, de modo que os valores da tabela tendem a subestimar o custo total. Para os fundos e programas anteriores a 2024, a tabela traz o benefício creditício de 2024 calculado pelo governo no Orçamento de Subsídios da União, que mede o custo anual do estoque de cada fundo e não deve ser somado ao subsídio das operações novas.

TABELA 6. CUSTO DO NÚCLEO POR INSTRUMENTO: VALOR EMPRESTADO E SUBSÍDIO (R\$ BILHÕES)

Grupo e instrumento	Pago		Emprestado		Taxa de subsídio (%)	Subsídio em valor presente: trajetória do Focus		Subsídio em valor presente: custo da dívida constante		Benefício creditício em 2024 (OSU)	Base do valor emprestado
	2025	2026	2025	2026		2025	2026	2025	2026		
Linhas de crédito criadas ou ampliadas a partir de 2024											
Minha Casa, Minha Vida (MCMV) com recursos do Fundo Social	11,7	35,0	8,8	30,7	20,4	1,8	6,3	3,0	10,5	–	Anexo XII do PLOA 2027
Fundo Nacional sobre Mudança do Clima (Fundo Clima)	18,7	34,0	6,4	4,0	19,4	1,2	0,8	2,0	1,3	–	Anexo XII do PLOA 2027
Plano Brasil Soberano, com recursos do Fundo de Garantia à Exportação (FGE)	22,0	22,0	6,1	4,1	16,0	1,1	0,6	1,3	0,8	–	BNDES, contratos
Veículos para motoristas de aplicativo e taxistas (Move Motoristas)	–	30,0	–	–	–	–	–	–	–	–	não identificado nos dados abertos do BNDES
Move Brasil, fase 2: caminhões e ônibus	–	14,5	–	11,2	15,6	–	1,7	–	2,2	–	BNDES, contratos × 65% (parcela do Tesouro para empresas, Res. CMN 5.300)
BNDES Agro: renegociação de dívidas rurais, pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social	12,0	–	–	–	–	–	–	–	–	–	BNDES, contratos
Fundo de Investimento em Infraestrutura Social (FIIS): infraestrutura social	5,0	2,5	–	0,2	17,0	–	–	–	0,1	–	BNDES, contratos
Move Brasil, fase 1: caminhões	6,0	–	–	5,3	15,0	–	0,8	–	1,0	–	BNDES, contratos × 60% (parcela do Tesouro, Res. CMN 5.277)
Capital de giro a companhias aéreas	–	0,7	–	–	–	–	–	–	–	–	não identificado nos dados abertos do BNDES
Fundo Social: crédito para áreas em calamidade	–	0,2	0,5	–	–	–	–	–	–	–	BNDES, contratos
Empréstimos a companhias aéreas com recursos do Fundo Nacional de Aviação Civil (FNAC)	–	8,0	–	–	–	–	–	–	–	–	não identificado nos dados abertos do BNDES
Fundo de Financiamento Estudantil (Fies): beneficiários adimplentes	–	1,0	–	–	–	–	–	–	–	–	não identificado nos dados abertos do BNDES

Grupo e instrumento	Pago		Emprestado		Taxa de subsídio (%)	Subsídio em valor presente: trajetória do Focus		Subsídio em valor presente: custo da dívida constante		Benefício creditício em 2024 (OSU)	Base do valor emprestado
	2025	2026	2025	2026		2025	2026	2025	2026		
Desenrola Adimplentes	-	1,7	-	-	-	-	-	-	-	-	não identificado nos dados abertos do BNDES
Desenvolvimento tecnológico de produtores rurais	-	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-	não identificado nos dados abertos do BNDES
Subtotal	75,3	149,9	21,8	55,5	-	4,1	10,2	6,4	15,9	-	
Fundos e programas de crédito anteriores a 2024											
Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT): repasse constitucional ao BNDES	28,9	17,5	-	-	-	-	-	-	-	7,7	-
Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste (FNE), inclusive semiárido	17,2	14,3	-	-	-	-	-	-	-	23,7	-
Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (FNDCT), via Financiadora de Estudos e Projetos (Finep)	9,1	8,0	-	-	-	-	-	-	-	2,7	-
Fundo de Financiamento Estudantil (Fies)	5,8	5,8	-	-	-	-	-	-	-	20,7	-
Fundo de Defesa da Economia Cafeeira (Funcafé)	8,2	6,8	-	-	-	-	-	-	-	-0,3	-
Fundo da Marinha Mercante (FMM)	3,1	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-10,9	-
Demais fundos e programas (13 fundos)	23,9	16,0	-	-	-	-	-	-	-	5,3	-
Subtotal	96,3	70,2	-	-	-	-	-	-	-	48,8	
Garantias e assunção de riscos											
Garantia de contratos de financiamento habitacional	0,5	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Subtotal	0,5	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fonte: BNDES (dados abertos de operações, até 31/08/2026); PLOA 2027 (Anexo XII); Orçamento de Subsídios da União, 9ª edição; Tesouro Nacional (RMD); Banco Central (Focus). Elaboração: IFI. Nota: pago: valor pago mais restos a pagar pagos; 2026 até 14 de outubro, parcial. Emprestado: contratos do BNDES por data de contratação (dados abertos até agosto de 2026) ou, para o MCMV e o Fundo Clima, desembolsos do Anexo XII do PLOA 2027 (2025 inteiro e 2026 até julho). Subsídio em valor presente: valor emprestado no ano multiplicado pela taxa de benefício calibrada ao Anexo XII; Brasil Soberano com taxa por fase (fase 1, contratada em 2025: 17,5%; fase 2, em 2026: 13,9%); a coluna de taxa mostra a média ponderada do período. Para o Brasil Soberano, o Anexo XII registra R\$ 10,8 bilhões desembolsados em 2025, valor superior ao dos contratos da fase 1 nos dados abertos do BNDES (R\$ 6,1 bilhões), usado na tabela. Fundo Clima: o desembolso do Anexo XII exclui as linhas Eco Invest Brasil e Tropical Forest Invest, pagas pela mesma ação. BNDES Agro: dos R\$ 12,0 bilhões transferidos, R\$ 5,2 bilhões voltaram em 2026. Veículos para motoristas de aplicativo e taxistas e capital de giro a companhias aéreas: contratos não identificados nos dados abertos do BNDES. OSU: custo anual do estoque de cada fundo pelo MTBFC (2024, último ano publicado), conceito diferente do valor presente das operações novas; FNE, FNO e FCO em conjunto na linha do FNE (os valores pagos de FNO e FCO estão em Demais fundos e programas, que reúnem FNO, FCO, FDNE, Proex e Pronaf, FDA, crédito-instalação da reforma agrária,

audiovisual, Fungetur, FDCO, Fust, Fundo de Terras, habitação de militares e Funttel). Colunas de natureza diferente não devem ser somadas.

O Plano Brasil Soberano e o superávit do FGE

O Plano Brasil Soberano usou o superávit financeiro do Fundo de Garantia à Exportação (FGE) para financiar linhas do BNDES. Em 2025, o FGE transferiu R\$ 22,0 bilhões; outros R\$ 8,0 bilhões autorizados pela Medida Provisória nº 1.310, de 2025²⁰, deixaram de ser executados com a perda de eficácia da medida. As operações contratadas na primeira fase somaram R\$ 6,1 bilhões, e R\$ 8,3 bilhões não aplicados foram devolvidos ao fundo em maio de 2026.

A Tabela 7 mostra como o superávit financeiro do FGE foi consumido. O saldo apurado no fim de 2024, de R\$ 48,0 bilhões, sustentou os R\$ 22,0 bilhões transferidos em 2025. O superávit foi recomposto ao longo de 2025 e chegou a R\$ 29,8 bilhões no fim do ano, mas voltou a ser usado em 2026: R\$ 10,0 bilhões na troca da fonte da dotação da LOA, R\$ 5,0 bilhões por meio de crédito extraordinário na Medida Provisória nº 1.352²¹ e R\$ 7,0 bilhões em crédito extraordinário na Medida Provisória nº 1.387²², restando cerca de R\$ 7,8 bilhões.

TABELA 7. PLANO BRASIL SOBERANO: USO DO SUPERÁVIT FINANCEIRO DO FGE (R\$ BILHÕES)

Discriminação	R\$ bilhões	Fonte / observação
(1) Superávit financeiro apurado em 31/12/2024	48,0	EM da MP 1.310
(2) Crédito extraordinário da MP 1.310 (00XO)	-30,0	dos quais 22,0 executados; 8,0 perdidos com a caducidade
(3) Saldo após MP 1.310 = (1) + (2)	18,0	EM da MP 1.310
(4) Superávit financeiro apurado em 31/12/2025	29,8	EM da MP 1.352
(5) Troca de fonte da dotação da LOA 2026 (1000 → 3050)	-10,0	EM da MP 1.352
(6) Crédito extraordinário da MP 1.352	-5,0	EM da MP 1.352
(7) Saldo após MP 1.352 = (4) + (5) + (6)	14,8	EM da MP 1.352
(8) Crédito extraordinário da MP 1.387	-7,0	SIGA (fonte 3050)
(9) Saldo estimado após MP 1.387 = (7) + (8)	7,8	cálculo IFI

Fonte: exposições de motivos das Medidas Provisórias nº 1.310, de 2025, e nº 1.352, de 2026; SIGA Brasil. Elaboração: IFI. Nota: superávit financeiro da unidade orçamentária do FGE (UO 71905), fonte 3050 (recursos próprios livres). O saldo após a MP nº 1.387 é estimativa da IFI.

A Tabela 8 estima o subsídio por dois métodos, que medem coisas distintas. O método do MTBFC calcula o custo do fundo inteiro, inclusive do seguro de crédito à exportação, como a diferença entre o patrimônio que o FGE teria se rendesse o custo de captação do Tesouro e o patrimônio efetivo ao fim do período: R\$ 2,3 bilhões, em 2025, e R\$ 2,0 bilhões de janeiro a julho de 2026. O segundo método mede só o Plano Brasil Soberano: o custo de

²⁰ Disponível em: <https://www.congressonacional.leg.br/materias/medidas-provisorias/-/mpv/170226>.

²¹ Disponível em: <https://www.congressonacional.leg.br/materias/medidas-provisorias/-/mpv/173791>.

²² Disponível em: <https://www.congressonacional.leg.br/materias/medidas-provisorias/-/mpv/175563>.

oportunidade do saldo mantido no BNDES menos a remuneração paga ao FGE, de R\$ 0,1 bilhão, em 2025, e de R\$ 0,7 bilhão de janeiro a julho de 2026. Os dois valores não se somam e diferem do subsídio das operações contratadas, estimado na Tabela 6.

TABELA 8. FGE E PLANO BRASIL SOBERANO: SUBSÍDIO IMPLÍCITO POR MÉTODO (R\$ BILHÕES)

Discriminação	2025	Jan–jul/2026
A. Método MTBFC – fundo inteiro (benefício creditício do FGE)		
(1) Patrimônio líquido inicial	49,7	53,9
(2) Patrimônio líquido corrigido pelo custo de oportunidade	56,2	58,2
(3) Patrimônio líquido final	53,9	56,2
(4) Benefício creditício (A) = (2) – (3)	2,3	2,0
B. Custo de carregamento do saldo do Brasil Soberano no BNDES		
(5) Custo de oportunidade do saldo	0,5	1,7
(6) Remuneração paga ao FGE	0,4	0,9
(7) Subsídio no período (B) = (5) – (6)	0,1	0,7

Fonte: BNDES (relatórios do FGE ao COFIG); SIGA Brasil; Tesouro Nacional (RMD). Elaboração: IFI. Nota: custo de oportunidade: custo médio de emissão da dívida pública mobiliária federal interna em 12 meses (MTBFC, seção 3.2; TCU, Acórdão nº 1.372/2026, item 9.8.1). O método A segue a fórmula do MTBFC para o FGE (seção 6.4) e abrange todo o fundo (seguro de crédito à exportação e Plano Brasil Soberano); o método B mede só o Plano Brasil Soberano, no período.

Fundos privados: o aporte é a única parte visível

Esta seção mostra, para os fundos garantidores e para o Programa Pé-de-Meia, o que o orçamento registra, o que ocorre dentro dos fundos e qual o custo econômico para a União. Os valores do orçamento vêm do SIGA Brasil; os dos fundos, de demonstrações financeiras, extratos e informes de patrimônio.

Em 2025, a União resgatou R\$ 10,0 bilhões em cotas de fundos garantidores (FGO, FGI e FGEDUC), registrados como receita primária, e aportou R\$ 0,6 bilhão. No mesmo ano, o FGO e o FGI PEAC perderam R\$ 8,2 bilhões de patrimônio. Os resgates melhoraram o resultado primário enquanto o custo das garantias crescia fora da apuração do resultado.

A Tabela 9 detalha os aportes e os resgates por fundo. Em 2024, a União aportou R\$ 6,6 bilhões, sobretudo no FGO, para o Pronampe (R\$ 4,5 bilhões) e para as linhas de crédito rural do Rio Grande do Sul (R\$ 0,6 bilhão). Em 2025, prevaleceram os resgates, como descrito acima: o único aporte foi para o fundo garantidor do crédito educativo. Em 2026, os aportes voltaram a R\$ 6,3 bilhões, todos por créditos extraordinários, abertos pelas Medidas Provisórias nº 1.342²³, nº 1.354²⁴ e nº 1.385²⁵, com destaque para o FGI PEAC

²³ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2026/mpv/mpv1342.htm.
²⁴ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2026/mpv/mpv1354.htm.
²⁵ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2026/mpv/mpv1385.htm.

(R\$ 4,0 bilhões) e para fundos que não recebiam recursos nos anos anteriores, como o da habitação popular (FGHab) e o do comércio exterior (FGCE).

TABELA 9. FUNDOS GARANTIDORES: APORTES E RESGATES DE COTAS DA UNIÃO (R\$ BILHÕES)

Discriminação	2023	2024	2025	Jan-out/2026
Aportes da União (despesa primária, elemento 84)				
00EE – FGO: Pronampe	1,0	4,5	–	0,8
00WM – FGO: Pronaf e Pronamp RS (MP 1.226)	–	0,6	–	–
00Y0 – FGO: Calamidades fev-mar/2026	–	–	–	0,3
00ED – FGI: PEAC	0,1	1,0	–	4,0
00VE – FGHab: Habitação popular	–	–	–	0,8
00M2 – FGEDUC / FG-Fies: Crédito educativo	0,5	0,5	0,6	–
00Y7 – FGCE: Comércio exterior	–	–	–	0,5
Total de aportes	1,6	6,6	0,6	6,3
Resgates de cotas pela União (receita primária 2231.01.01)				
Total de resgates	–	–	10,0	0,1

Fonte: SIGA Brasil; demonstrações financeiras do FGO e do FGI de 2025. Elaboração: IFI. Nota: aportes: valor pago mais restos a pagar pagos, pelo mês do pagamento; em 2026, R\$ 2,0 bilhões ao FGI PEAC em maio e R\$ 2,0 bilhões em setembro, e R\$ 0,8 bilhão ao FGO Pronampe em setembro. Em 2023 e 2024, os aportes da ação 00ED foram para o PEAC FGI Crédito Solidário RS (cotas classe D), e não para o FGI PEAC. Resgates de 2025: R\$ 4,9 bilhões do FGO (Pronampe Solidário RS e Pronaf/Pronamp RS) e R\$ 0,1 bilhão do FGI PEAC RS em maio, R\$ 1,3 bilhão do FGO Pronampe em novembro e R\$ 3,7 bilhões do FGEDUC em dezembro. Não passam pelo orçamento as honras de garantia, o resultado dos fundos e a transferência de R\$ 3,0 bilhões do FGO Pronampe ao FIPEM, em junho de 2025.

A Tabela 10 mede o custo desses fundos para a União independentemente do momento dos aportes. O ponto de partida é a variação do patrimônio. No FGO, o patrimônio caiu de R\$ 41,5 bilhões, no início de 2024, para R\$ 22,6 bilhões no fim de 2025, período em que recebeu R\$ 5,0 bilhões em aportes e teve R\$ 6,2 bilhões resgatados. Descontados aportes e resgates, o consumo de patrimônio, que reflete sobretudo as garantias honradas, foi de R\$ 11,1 bilhões, em 2024, e de R\$ 6,6 bilhões em 2025. A esse valor soma-se o custo de oportunidade, isto é, o rendimento que a União deixou de obter por manter o capital no fundo em vez de usá-lo para abater dívida: R\$ 4,9 bilhões e R\$ 4,3 bilhões, respectivamente. A soma é o benefício creditício pela metodologia do MTBFC: R\$ 16,0 bilhões, em 2024, e R\$ 10,9 bilhões, em 2025, no FGO. No FGO Pronampe, o consumo de patrimônio foi de R\$ 2,4 bilhões de janeiro a abril de 2026. No FGI PEAC, o consumo de patrimônio é menor, mas crescente: R\$ 0,3 bilhão, em 2024, R\$ 1,6 bilhão, em 2025, e R\$ 3,2 bilhões de janeiro a agosto de 2026, o que indica aumento das garantias honradas.

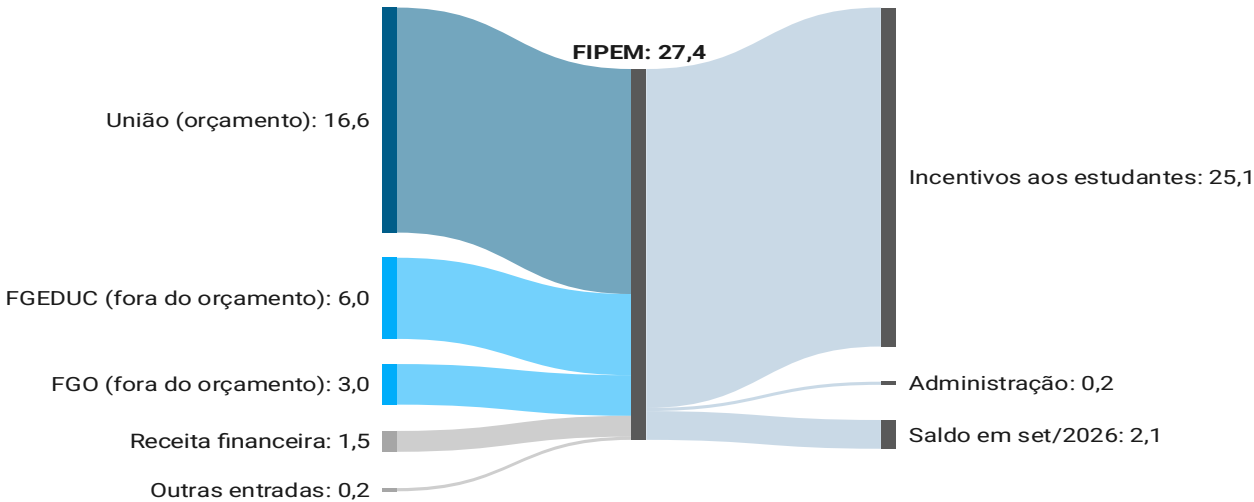
TABELA 10. FUNDOS GARANTIDORES: CUSTO ECONÔMICO PARA A UNIÃO (R\$ BILHÕES)

Fundo / período	(a) Patrimônio inicial	(b) Aportes	(c) Resgates	(d) Patrimônio final	(e) Consumo de patrimônio = (a) + (b) - (c) - (d)	(f) Custo de oportunidade	(g) Benefício (MTBFC) = (e) + (f)
FGO (consolidado)							
2024	41,5	5,0	–	35,4	11,1	4,9	16,0
2025	35,4	–	6,2	22,6	6,6	4,3	10,9
FGO Pronampe							
Jan–abr/2026	20,6	–	–	18,2	2,4	0,9	3,4
FGI PEAC							
2024	18,8	–	–	18,4	0,3	2,1	2,4
2025	18,4	–	–	16,8	1,6	2,4	4,0
Jan–ago/2026	16,8	2,0	–	15,6	3,2	1,6	4,9

Fonte: Banco do Brasil; BNDES; SIGA Brasil; Tesouro Nacional (RMD). Elaboração: IFI. Nota: consumo de patrimônio = patrimônio inicial + aportes – resgates – patrimônio final, igual ao prejuízo contábil do fundo. Benefício (MTBFC, seção 6.4) = consumo de patrimônio + custo de oportunidade do capital, ao custo médio de emissão da dívida pública mobiliária federal interna em 12 meses. FGO 2024: aportes de R\$ 5,1 bilhões, menos R\$ 0,1 bilhão devolvido a outros cotistas. FGO Pronampe 2026: a última posição publicada é de abril.

O Gráfico 4 mostra a origem e a destinação dos recursos do FIPEM, de dezembro de 2023 a setembro de 2026: das entradas de R\$ 27,4 bilhões, R\$ 9,0 bilhões, cerca de um terço, vieram de fundos garantidores, sem passar pelo orçamento; a Tabela 11 detalha os valores por ano. O aporte de R\$ 6,1 bilhões feito em dezembro de 2023, antes do pagamento dos primeiros incentivos, financiou parte da política em 2024. Em 2024 e 2025, o fundo recebeu R\$ 9,0 bilhões aportados pelo FGEDUC (R\$ 6,0 bilhões) e pelo FGO (R\$ 3,0 bilhões), fundos dos quais a União é cotista e que passaram a ser cotistas do FIPEM, em transferências que não passaram pelo orçamento, e apenas R\$ 1,0 bilhão de aporte orçamentário, em 2025. No mesmo período, pagou R\$ 5,6 bilhões e R\$ 10,7 bilhões em incentivos, e o saldo de caixa caiu, de R\$ 7,2 bilhões, no fim de 2024, para R\$ 1,0 bilhão no fim de 2025. Em 2026, o aporte orçamentário de R\$ 9,5 bilhões voltou a cobrir os pagamentos, de R\$ 8,7 bilhões até setembro.

GRÁFICO 4. PÉ-DE-MEIA (FIPEM): ORIGEM E USO DOS RECURSOS – DEZ/2023 A SET/2026 (R\$ BILHÕES)



Fonte: Caixa, extratos financeiros do FIPEM; SIGA Brasil. Elaboração: IFI. Nota: soma de dezembro de 2023 a setembro de 2026 (último extrato). FGEDUC e FGO: aportes feitos pelos próprios fundos, dos quais a União é cotista, sem passagem pelo orçamento. Outras entradas: devoluções de incentivos não sacados e efeito líquido do bloqueio de recursos do FGEDUC. Valores anuais na Tabela 11.

TABELA 11. PÉ-DE-MEIA (FIPEM): FINANCIAMENTO E PAGAMENTOS (R\$ BILHÕES)

Discriminação	2023	2024	2025	Jan–set/2026
Entradas				
Aporte da União (orçamento, ação 00W2)	6,1	–	1,0	9,5
Aporte do FGEDUC (fora do orçamento)	–	6,0	–	–
Aporte do FGO (fora do orçamento)	–	–	3,0	–
Receita financeira	–	0,7	0,5	0,4
Outras entradas (devoluções de incentivos e bloqueio determinado pelo TCU)	–	0,0	0,1	0,1
Saídas				
Incentivos pagos aos estudantes	–	5,6	10,7	8,7
Custos de administração (Caixa e agente)	–	0,1	0,1	0,1
Memória				
Saldo de caixa no fim do período	6,1	7,2	1,0	2,1

Fonte: Caixa, extratos financeiros do FIPEM (2024 a 2026); SIGA Brasil. Elaboração: IFI. Nota: aportes da União conferidos mês a mês com o valor pago na ação 00W2 (despesa primária); em 2026, R\$ 4,9 bilhões da fonte 1000 e R\$ 4,6 bilhões do salário-educação (fonte 1133). Os aportes do FGEDUC e do FGO foram feitos pelos próprios fundos, que passaram a ser cotistas do FIPEM; a União é cotista desses fundos. Outras entradas: devoluções de incentivos não sacados e, em 2025, o efeito líquido (R\$ 52,3 milhões) do bloqueio de recursos do FGEDUC determinado pelo TCU (TC 024.312/2024-0): R\$ 6,4 bilhões foram transferidos para conta cautelar em janeiro e devolvidos em fevereiro. 2026: incentivos até setembro (último extrato).

A Tabela 12 compara, em datas selecionadas, o saldo de caixa com o patrimônio líquido do fundo. Quando o patrimônio é menor que o caixa, a diferença indica, por inferência, incentivos já devidos aos estudantes e ainda não pagos, como os de conclusão, que só podem ser sacados ao fim do ensino médio. Essas obrigações passaram de R\$ 3,2 bilhões,

em dezembro de 2024, para R\$ 4,0 bilhões, em dezembro de 2025, quando superaram o caixa, de R\$ 1,0 bilhão, e o patrimônio ficou negativo em R\$ 3,0 bilhões. Os aportes da União, de fevereiro a maio de 2026, recompuseram o patrimônio, que chegou a R\$ 2,9 bilhões em julho de 2026, com obrigações de R\$ 1,4 bilhão.

TABELA 12. PÉ-DE-MEIA (FIPEM): CAIXA, PATRIMÔNIO E OBRIGAÇÕES IMPLÍCITAS (R\$ BILHÕES)

Posição	(a) Saldo de caixa	(b) Patrimônio líquido	(c) Obrigações implícitas = (a) - (b)
Dez/2023	6,1	6,1	-
Dez/2024	7,2	4,0	3,2
Jun/2025	4,0	3,3	0,7
Dez/2025	1,0	-3,0	4,0
Jan/2026	1,0	-1,8	2,8
Jul/2026	4,3	2,9	1,4

Fonte: Caixa, extratos financeiros e informes de patrimônio e cota do FIPEM. Elaboração: IFI. Nota: obrigações implícitas = saldo de caixa - patrimônio líquido (inferência: incentivos devidos aos estudantes e ainda não pagos). O aporte da União de fevereiro de 2026 foi feito sem emissão de cotas.

Efeitos sobre a dívida pública

Esta seção sintetiza os canais pelos quais o crédito e os fundos fora da apuração do resultado primário afetam a dívida pública: a dívida bruta, a dívida líquida e os passivos contingentes. Ao final, compara os fluxos do orçamento com as estatísticas de dívida do Banco Central, disponíveis até agosto de 2026.

Sobre a dívida bruta, a concessão de crédito reduz o saldo do Tesouro na Conta Única ou, em alguns casos, como o do Fundo Clima, é financiada diretamente por emissão de títulos; o efeito é quantificado ao final desta seção.

Sobre a dívida líquida e o resultado nominal, o crédito é registrado como ativo, mas rende menos que o custo de captação do Tesouro. A diferença, o subsídio implícito, eleva a dívida líquida ao longo do tempo por meio dos juros nominais. A perda de patrimônio dos fundos garantidores tem efeito semelhante.

Sobre os passivos contingentes, as garantias concedidas pelo FGI PEAC somavam R\$ 134,4 bilhões em dezembro de 2025, enquanto as do FGO Pronampe, R\$ 33,7 bilhões. Honras acima do patrimônio dos fundos podem exigir novos aportes da União.

Em sentido contrário, devoluções, amortizações e resgates de cotas reduzem a dívida quando os recursos retornam ao Tesouro. A Tabela 13 confere esses fluxos com uma fonte independente, as estatísticas de dívida do Banco Central. Na dívida líquida, a concessão de crédito troca caixa por um ativo: quando o Tesouro repassa recursos a um banco ou fundo, o caixa diminui, mas o governo passa a ter o mesmo valor a receber. Assim, a variação de cada saldo de crédito registrado pelo Banco Central deve acompanhar a saída líquida (pago menos retornos) das linhas correspondentes no SIGA Brasil. A tabela faz essa conferência

em três blocos (créditos junto ao BNDES, recursos do FAT e fundos operados por outros bancos), e a linha “Diferença” mostra o que o orçamento não explica. O último bloco compara a saída líquida do núcleo com a variação da dívida bruta.

TABELA 13. O NÚCLEO NAS ESTATÍSTICAS DA DÍVIDA DO BANCO CENTRAL (R\$ BILHÕES)

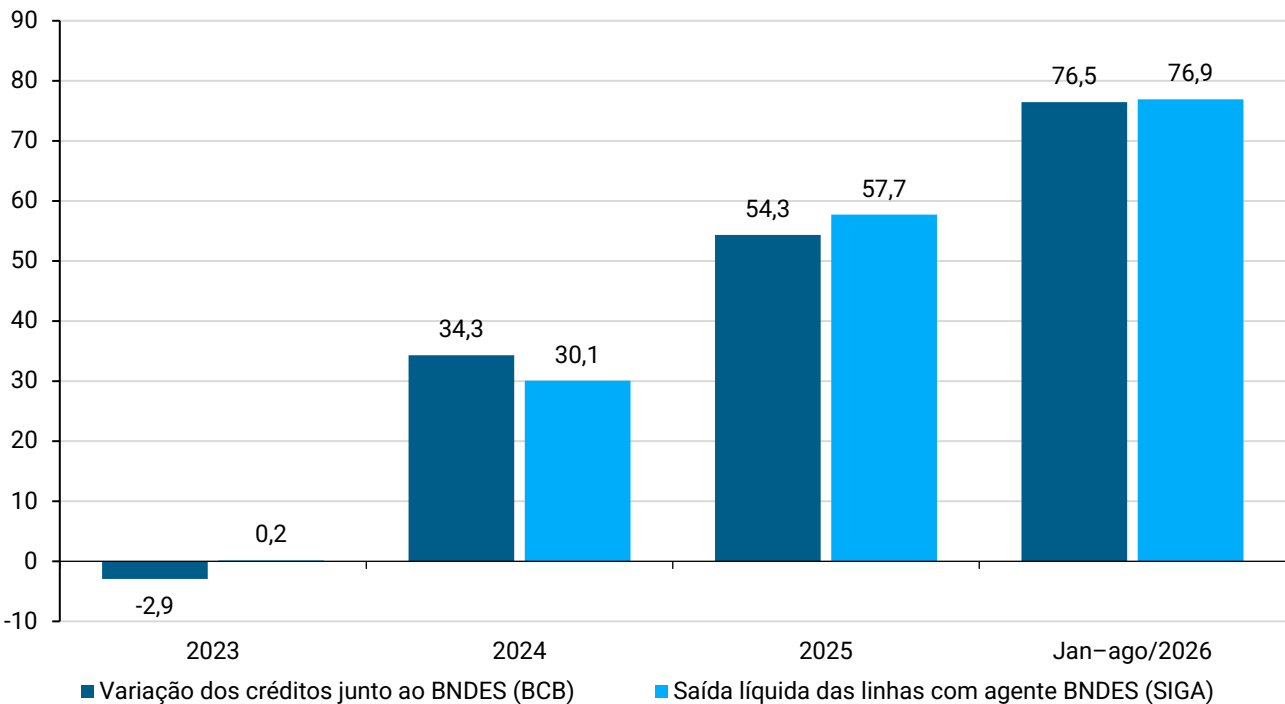
Discriminação	2023	2024	2025	Jan-ago/2026
Dívida líquida do setor público (DLSP): a concessão troca caixa por um crédito do governo				
(1) Créditos do Governo Federal junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES): variação do saldo (BCB)	-2,9	34,3	54,3	76,5
(2) Saída líquida das linhas cujo agente financeiro é o BNDES, só valores pagos ao BNDES (SIGA)	0,2	30,1	57,7	76,9
(3) Pagamentos do BNDES ao Tesouro pelos contratos antigos, que reduzem o crédito (BNDES)	-6,6	-6,4	-6,2	-1,9
(4) Diferença = (1) - (2) - (3)	3,5	10,6	2,8	1,4
(5) Memória: pagamentos a outros bancos nessas linhas, fora da comparação (Banco do Brasil e Caixa)	-	-	4,7	9,3
(6) Recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) aplicados em bancos oficiais: variação do saldo (BCB)	31,8	50,7	39,5	23,3
(7) Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT): repasse constitucional ao BNDES (SIGA)	23,3	28,4	28,9	14,3
(8) Diferença = (6) - (7)	8,5	22,3	10,6	9,0
(9) Memória: remuneração paga pelo BNDES ao FAT sobre o repasse (SIGA, receita financeira)	19,9	21,8	25,8	26,7
(10) Aplicações em fundos e programas do Governo Federal: variação do saldo (BCB)	32,1	48,5	25,0	57,3
(11) Saída líquida dos fundos e programas operados por outros bancos e agências (SIGA)	28,9	31,2	55,9	61,1
(12) Diferença = (10) - (11)	3,2	17,3	-30,9	-3,8
Dívida bruta do governo geral (DBGG): a saída de caixa precisa ser financiada				
(13) Variação da DBGG (BCB)	854,4	905,0	1.033,7	1.037,0
(14) Juros nominais (BCB)	816,2	880,2	1.127,8	861,0
(15) Emissões líquidas (BCB)	66,6	-112,2	-35,8	200,9
(16) Saída líquida do núcleo da análise (SIGA, Tabela 2)	52,8	90,1	147,7	161,9
(17) Saída líquida do núcleo, % do PIB	0,5	0,8	1,2	1,2
(18) Saída líquida do núcleo, % da variação da DBGG = (16) / (13)	6,2	10,0	14,3	15,6

Fonte: Banco Central do Brasil, estatísticas fiscais; SIGA Brasil; BNDES (dados abertos). Elaboração: IFI. Nota: Banco Central: variação do saldo entre o fim do período anterior e o fim do período, com aumento do crédito do governo com sinal positivo; 2026 até agosto, último dado disponível, com o SIGA Brasil comparado no mesmo período. SIGA Brasil: valor pago mais restos a pagar pagos menos retornos. Pagamentos dos contratos antigos: devoluções ao Tesouro informadas pelo BNDES. Linhas operadas pelo BNDES: só os valores pagos ao próprio banco (SIGA Brasil, consulta por favorecido); os pagamentos a outros bancos nessas linhas (Eco Invest, FIIS, companhias aéreas e calamidades) aparecem em memória e ficam fora da comparação. As diferenças reúnem juros incorporados aos saldos, depósitos especiais do FAT e o resultado próprio dos fundos, que não passa pelo orçamento. Dívida bruta no conceito do Banco Central, que inclui as operações compromissadas. Detalhe por instrumento na planilha de dados. A conta do Banco Central que registra o crédito do MCMV com recursos do Fundo Social não foi identificada; na comparação, ele integra o bloco dos fundos operados por outros bancos.

A conferência mais direta é a dos créditos junto ao BNDES, que concentram as linhas novas (Gráfico 5). Esses créditos aumentaram R\$ 34,3 bilhões, em 2024, R\$ 54,3 bilhões, em 2025,

e R\$ 76,5 bilhões de janeiro a agosto de 2026, ante saída líquida de R\$ 30,1 bilhões, R\$ 57,7 bilhões e R\$ 76,9 bilhões dos recursos pagos ao banco nas linhas que ele opera. A correspondência aparece também mês a mês: em setembro de 2025, o saldo subiu R\$ 11,9 bilhões, quando o FGE repassou R\$ 12,0 bilhões ao banco.

GRÁFICO 5. CRÉDITOS DO GOVERNO JUNTO AO BNDES E SAÍDA LÍQUIDA DAS LINHAS COM AGENTE BNDES (R\$ BILHÕES)



Fonte: Banco Central do Brasil, estatísticas fiscais; SIGA Brasil. Elaboração: IFI. Nota: créditos junto ao BNDES: variação do saldo no período. Saída líquida: valor pago ao BNDES menos retornos das linhas que ele opera (exclui os pagamentos ao Banco do Brasil e à Caixa nessas linhas). 2026: até agosto.

Parte da distância entre as séries decorre dos pagamentos do BNDES ao Tesouro pelos contratos antigos, que reduzem o saldo (R\$ 6,2 bilhões em 2025) e explicam a queda de 2023, quando quase não havia linhas novas. A comparação considera apenas os valores pagos ao próprio BNDES: nas linhas que ele opera, parte dos recursos foi paga a outros bancos e não aumenta os créditos junto ao BNDES, R\$ 4,7 bilhões, em 2025, e R\$ 9,3 bilhões de janeiro a agosto de 2026. A maior parte é do Fundo Clima, pago ao Banco do Brasil no Programa Eco Invest Brasil (R\$ 11,0 bilhões de fevereiro de 2025 a setembro de 2026); o restante é do FIIS, do capital de giro a companhias aéreas e do crédito para áreas em calamidade, pagos ao Banco do Brasil e à Caixa. Descontados os pagamentos dos contratos antigos e os feitos a outros bancos, a diferença cai para R\$ 2,8 bilhões, em 2025, e R\$ 1,4 bilhão em 2026; a de 2024 (R\$ 10,6 bilhões) não é explicada por esses fatores. Nos recursos do FAT, o saldo cresce mais que o repasse constitucional porque incorpora juros e depósitos especiais do fundo em bancos oficiais. Nos fundos operados por outros bancos, a comparação vale apenas como ordem de grandeza, porque o saldo varia também com o resultado próprio dos fundos, o que explica diferenças maiores, como a de 2025 (R\$ 30,9 bilhões).

Na dívida bruta, a saída líquida do núcleo, de R\$ 147,7 bilhões, em 2025, equivale a 1,2% do PIB e a 14,3% do aumento da dívida bruta naquele ano, de R\$ 1.033,7 bilhões, explicado, sobretudo, pelos juros nominais (R\$ 1.127,8 bilhões). De janeiro a agosto de 2026, a saída líquida, de R\$ 161,9 bilhões, correspondeu a 15,6% da variação da dívida bruta. Essas participações são um limite superior: a saída de caixa só eleva a dívida bruta quando é financiada por emissão de títulos ou quando o Banco Central esteriliza a liquidez liberada da Conta Única com operações compromissadas. Em 2024 e 2025, as emissões líquidas, que incluem as operações compromissadas, foram negativas, e a saída de caixa reduziu a Conta Única; em 2026, até agosto, as emissões líquidas somaram R\$ 200,9 bilhões. Se a esterilização ocorrer por depósitos voluntários remunerados, o efeito não aparece na dívida bruta.

O que não passa pelo setor público: FGTS e CDE

Parte do gasto fora da meta é financiada por recursos de terceiros e não afeta a dívida pública. Em 2025, os saques do FGTS somaram R\$ 190,4 bilhões, R\$ 29,5 bilhões acima de 2024, em parte pela liberação de saldos de trabalhadores demitidos que tinham aderido ao saque-aniversário. O fundo também concedeu R\$ 11,5 bilhões em descontos a mutuários de habitação popular.

Na CDE, financiada pelas tarifas de energia e operada pela Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE), a ampliação da Tarifa Social pela Medida Provisória nº 1.300, de 2025²⁶, convertida na Lei nº 15.235, de 2025²⁷, acrescentou cerca de R\$ 1,1 bilhão, em 2025, a partir de julho, e R\$ 2,4 bilhões em 2026, até setembro.

A Tabela 14 reúne os fluxos do FGTS e as medidas recentes. Em 2025, a arrecadação do fundo, de R\$ 212,6 bilhões, superou os saques, de R\$ 190,4 bilhões, e o resultado distribuído às contas dos trabalhadores somou R\$ 12,9 bilhões. As medidas de 2025 e 2026 mobilizaram recursos do fundo por três vias: a liberação de saldos retidos pelo saque-aniversário, com R\$ 14,9 bilhões efetivamente pagos nas duas fases, segundo o Ministério do Trabalho e Emprego; o saque para quitar dívidas renegociadas, com teto de R\$ 8,2 bilhões, mas execução de cerca de R\$ 10 milhões; e o FGTS Saúde, com orçamento de R\$ 8,5 bilhões aprovado pelo Conselho Curador. O FGTS Saúde foi criado pela Medida Provisória nº 1.336, de 2026²⁸, que perdeu eficácia em 5 de junho de 2026 sem ser votada; como não houve decreto legislativo, as operações contratadas durante a vigência continuam regidas por ela.

²⁶ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/mpv/mpv1300.htm.

²⁷ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/lei/l15235.htm.

²⁸ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2026/mpv/mpv1336.htm.

TABELA 14. FGTS: FLUXOS DO FUNDO E MEDIDAS DO PERÍODO (R\$ BILHÕES)

Discriminação	2024	2025	2026	Natureza do valor de 2026	Fonte
Fluxos do fundo					
Arrecadação (depósitos)	192,5	212,6	–	–	[O] DF FGTS 2025, nota 1 e demonstração dos fluxos de caixa
Saques pagos (todas as modalidades, líquidos de cancelamentos)	160,9	190,4	–	–	[O] DF FGTS 2025, nota 1 e demonstração dos fluxos de caixa
Distribuição do resultado às contas	–	12,9	13,0	aprovada em jul/2026	[O] Res. CCFGTS 1.123/2025; MTE, jul/2026
Subsídio habitacional (fora do orçamento)					
Descontos concedidos a mutuários	11,4	11,5	12,5	orçamento aprovado	[O] DF FGTS 2025, nota 20; MTE, nov/2025
Medidas do período					
MP 1.331/2025 – saque de demitidos no saque-aniversário (1ª fase)	–	–	7,8	liberação estimada (EM)	[O] EM da MP 1.331
MP 1.331 alterada pela MP 1.355 – saldo remanescente até 01/06/2026	–	–	8,5	estimativa, 10,5 mi trabalhadores	[O] DF FGTS 2025, nota 23(A)
Saques das duas fases efetivamente pagos	–	–	14,9	até jun/2026	[I] Jornal de Brasília, 17/06/2026, citando o MTE
MP 1.355/2026 – saque para quitar dívidas (Novo Desenrola): teto	–	–	8,2	teto legal; executados cerca de R\$ 10 milhões até 17/06	[O] MP 1.355, art. 11, § 3º; [I] execução
MP 1.336/2026 – FGTS Saúde (crédito a hospitais filantrópicos)	–	–	8,5	orçamento 2026 do CCFGTS; MP sem eficácia desde 05/06/2026	[O] DF FGTS 2025, nota 23(B); Portaria GM/MS 11.039/2026

Fonte: Caixa, demonstrações financeiras do FGTS de 2025; Ministério do Trabalho e Emprego; exposições de motivos das medidas provisórias. Elaboração: IFI. Nota: [O]: fonte oficial; [I]: imprensa. Os valores de 2026 têm naturezas diferentes (estimativa, teto legal, orçamento do Conselho Curador e execução parcial) e não devem ser somados. Os recursos são dos trabalhadores e não passam pelo orçamento nem pelo resultado primário.

A Tabela 15 mostra a execução da CDE pela CCEE. Em 2025, os descontos tarifários na distribuição e a Tarifa Social responderam por cerca de dois terços dos pagamentos. As entradas se originam, principalmente, das quotas pagas pelas distribuidoras e repassadas às tarifas, que somaram R\$ 39,3 bilhões em 2025. Em 2026, a conta recebeu também receitas extraordinárias, como a repactuação do uso de bem público pelos geradores (R\$ 5,1 bilhões) e recursos da desestatização da Eletrobras (R\$ 2,8 bilhões), que complementaram as quotas. As entradas superam as saídas porque a tabela não inclui os reembolsos da Conta de Consumo de Combustíveis, que atende os sistemas isolados e tem conta própria.

TABELA 15. CDE: EXECUÇÃO FINANCEIRA PELA CCEE (R\$ BILHÕES)

Discriminação	2025	Jan–set/2026
Saídas (pagamentos)		
Tarifa Social – baixa renda	7,7	7,4
Descontos tarifários na distribuição (modicidade)	14,2	12,1
Subsídio à geração distribuída	3,9	5,6
Descontos tarifários na transmissão	3,5	2,8
Universalização (Luz para Todos, Mais Luz, kits)	2,1	1,4
Carvão mineral nacional	1,2	0,2
Subvenção a cooperativas e pequenas concessionárias	0,7	0,5
Repactuação do Uso de Bem Público (UBP) e excedente do Mercado de Curto Prazo (MCP) (Lei nº 15.269/2025)	0,4	4,7
Outros	0,4	0,2
Total	34,1	35,0
Entradas (arrecadação)		
Quotas CDE-Uso (distribuidoras)	39,3	34,1
Quotas CDE-GD	3,5	2,8
Quotas de permissionárias e transmissoras	1,8	1,4
Uso de Bem Público (UBP): recursos da União	1,4	0,9
Repactuação do Uso de Bem Público (UBP) pelos geradores (Lei nº 15.269/2025)	–	5,1
Desestatização da Eletrobras (Lei nº 14.182/2021)	–	2,8
Receita da MP 1.300/2025	0,6	–
Multas e P&D	1,2	0,3
Outros	0,3	0,1
Total	48,1	47,6

Fonte: CCEE, dados abertos (demonstrativos de entrada e de saída da CDE). Elaboração: IFI. Nota: valor liquidado (pago ou recebido mais compensado), pelo mês de caixa; não inclui os reembolsos da Conta de Consumo de Combustíveis (sistemas isolados), que têm conta própria. Repactuação do uso de bem público: Lei nº 15.269, de 2025. O acréscimo da Tarifa Social citado no texto é estimativa da IFI pela diferença entre a média mensal de pagamentos antes (janeiro a junho de 2025) e depois da ampliação.

Por que executar política fiscal fora da apuração da meta de resultado primário?

A literatura sobre regras fiscais documenta que restrições aplicadas a um agregado específico tendem a deslocar a atuação do governo para o que a regra não mede. Milesi-Ferretti (2004)²⁹ mostra, em modelo teórico, que regras impostas sobre variáveis fiscais mensuradas podem levar o governo a deslocar operações para fora do agregado medido, em vez de promover ajuste efetivo, com incentivo tanto maior quanto menor a transparência do orçamento. Koen e van den Noord (2005)³⁰ encontram, para países europeus, que medidas pontuais e operações que melhoram o resultado medido sem alterar a posição fiscal subjacente se tornam mais frequentes à medida que as regras de déficit se tornam restritivas. Alt, Lassen e Wehner (2014)³¹ associam esse comportamento à baixa

²⁹ Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0047272702000762>.

³⁰ Disponível em: https://www.oecd.org/en/publications/fiscal-gimmickry-in-europe_237714513517.html.

³¹ Disponível em: <https://eprints.lse.ac.uk/57639/>.

transparência orçamentária. Eyraud et al. (2018)³², no FMI, destacam a importância de regras ligadas à sustentabilidade da dívida e de fácil monitoramento. Esses trabalhos descrevem incentivos gerais. A IFI não avalia a motivação das medidas, mas seus efeitos sobre a mensuração do resultado fiscal e sobre a dívida.

No caso brasileiro, ao menos quatro fatores ajudam a entender a maior utilização desses canais. O primeiro é o desenho do RFS: o limite de despesas e a meta alcançam apenas a despesa primária. Assim, a concessão de crédito, registrada como despesa financeira, e a execução por fundos privados, que no orçamento aparece apenas como aporte, ficam fora das duas restrições. O segundo é a compressão do espaço primário: no cenário base da IFI (RAF nº 113), as despesas discricionárias não rígidas ficam próximas do mínimo de 0,7% do PIB necessário ao funcionamento da máquina pública, e o limite de despesas se torna insuficiente a partir de 2028.

O terceiro fator é a disponibilidade de recursos. Fundos da União acumularam superávits financeiros e receitas vinculadas que não poderiam ser gastos como despesa primária sem pressionar o limite, mas podem ser emprestados: em 2025 e 2026, o superávit de fundos financiou R\$ 110,2 bilhões dos pagamentos às linhas novas (Gráfico 2). O quarto é a baixa visibilidade do custo. O empréstimo é registrado como troca de caixa por um direito de crédito, e o subsídio implícito aparece apenas ao longo da vida dos contratos, como acréscimo à dívida líquida. Da mesma forma, o custo das garantias dos fundos surge anos depois do aporte, como perda de patrimônio. A decisão parece, assim, mais barata no ano em que é tomada do que de fato é.

Há, ainda, dois fatores, não excludentes em relação aos anteriores, que ajudam a explicar a maior utilização de canais que a meta não alcança. O primeiro é a forma de adoção das medidas, em resposta a choques. Diante da alta do petróleo, das tarifas impostas pelos Estados Unidos às exportações brasileiras e de calamidades climáticas, parte relevante das ações foi adotada por medidas provisórias e créditos extraordinários. Esses instrumentos permitem ação rápida, mas reduzem o espaço para a discussão das escolhas no processo orçamentário. Em 2026, as linhas de veículos para motoristas de aplicativo e taxistas, do Move Brasil e do FNAC, foram abertas por crédito extraordinário. O segundo é o crescimento dos valores, concentrado neste ano: as linhas novas receberam R\$ 149,9 bilhões até outubro, ante R\$ 75,3 bilhões em todo o ano de 2025.

Considerações finais

Esta análise procurou demonstrar que o cumprimento da meta de resultado primário tem informado cada vez menos sobre a orientação da política fiscal. Nos últimos anos, parte relevante da atuação do governo central passou a ocorrer por canais que ficam fora dessa apuração: o crédito com recursos do orçamento, os fundos de natureza privada e os

³² Disponível em: <https://www.imf.org/external/datamapper/FiscalRules/sdn1804-on-second-generation-fiscal-rules.pdf>.

recursos de terceiros. No primeiro canal, o de maior dimensão, a saída líquida de recursos do Tesouro somou R\$ 147,7 bilhões, em 2025, equivalente a 1,2% do PIB, e R\$ 180,5 bilhões em 2026, até outubro. As linhas novas, criadas ou ampliadas a partir de 2024, responderam por R\$ 149,9 bilhões dos pagamentos deste ano.

Esses canais não eliminam o custo fiscal, mas mudam o momento e o lugar em que esse custo aparece. O subsídio implícito das linhas de crédito, estimado em R\$ 4,1 bilhões, em 2025, e em R\$ 10,2 bilhões em 2026 (R\$ 6,4 bilhões e R\$ 15,9 bilhões se o custo da dívida for mantido no nível atual), não é registrado como despesa no ano da decisão, mas eleva a dívida líquida ao longo da vida dos contratos. Nos fundos garantidores, o custo das garantias aparece como perda de patrimônio: em 2025, a União resgatou R\$ 10,0 bilhões em cotas, contabilizados como receita primária, enquanto o FGO e o FGI PEAC perderam R\$ 8,2 bilhões de patrimônio. O FIPEM pagou R\$ 16,3 bilhões em incentivos em 2024 e 2025, com apenas R\$ 1,0 bilhão de aporte orçamentário no período. Na dívida bruta, a saída líquida do crédito equivaleu a até 14,3% do aumento registrado em 2025 e a até 15,6% do observado de janeiro a agosto de 2026.

O quadro mostra diferenças em relação a princípios de boas práticas orçamentárias. O primeiro é o da abrangência do orçamento. Recomendações internacionais, como as da OCDE (2015)³³ e o Código de Transparência Fiscal do FMI (2019)³⁴, preconizam que as receitas, as despesas e as operações financeiras do governo sejam apresentadas e autorizadas no orçamento, o que não ocorre com a execução dos fundos de natureza privada. O segundo é o registro do custo no momento da decisão. Nos países que contabilizam o crédito público pelo valor presente do subsídio, como os Estados Unidos desde o *Federal Credit Reform Act*, de 1990³⁵, o custo de uma linha de crédito é apropriado como despesa quando o empréstimo é contratado, com dotação prévia do custo, e não diluído ao longo do contrato. O terceiro é a disciplina sobre despesas permanentes. Quando um aporte único a um fundo privado basta para financiar uma política por vários anos, a execução escapa da meta, dos contingenciamentos e da exigência de compensação que a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF)³⁶ impõe às despesas obrigatórias de caráter continuado. Somam-se a isso a abertura, por créditos extraordinários, de parte dos aportes a fundos e linhas de crédito, instrumento que reduz o espaço de discussão das escolhas no processo orçamentário, e a ampliação das deduções da meta, que passaram de R\$ 48,7 bilhões, em 2025, para R\$ 67,3 bilhões previstos em 2026.

Essas diferenças têm consequências para a credibilidade do regime fiscal. O RFS foi concebido para conduzir a dívida pública a uma trajetória sustentável, e a meta de resultado primário é o instrumento pelo qual a sociedade e os agentes econômicos verificam esse compromisso. Quando a meta é cumprida enquanto a dívida cresce por canais não

³³ Disponível em: <https://legalinstruments.oecd.org/public/doc/319/319.en.pdf>.

³⁴ Disponível em: <https://www.imf.org/external/np/fad/trans/code2019.pdf>.

³⁵ Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/2/661>.

³⁶ Lei Complementar nº 101, de 2000. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm.

alcançados pelo instrumento, o indicador perde a capacidade de sinalizar a orientação efetiva da política fiscal, o que pode afetar a credibilidade do regime. A incerteza resultante pode se refletir no prêmio de risco e no custo de financiamento da dívida, já elevado. Pode afetar também a condução da política monetária, uma vez que o estímulo à demanda por meio do crédito público não aparece no resultado fiscal acompanhado. No cenário base da IFI (RAF nº 113), a dívida bruta do governo geral alcança 86,4% do PIB, em 2027, em projeção que não incorpora integralmente a expansão recente desses canais.

Houve avanços na transparência. O Anexo XII do PLOA 2027 passou a apresentar o benefício creditício de parte das linhas, como o MCMV com recursos do Fundo Social, o Plano Brasil Soberano, o Fundo Clima, o FIIS e o FNAC. Ficaram de fora, porém, as linhas de veículos para motoristas de aplicativo e taxistas (Move Motoristas) e do Move Brasil para caminhões e ônibus, que somaram R\$ 44,5 bilhões em 2026. O Orçamento de Subsídios da União não capta os fundos de natureza privada, e não há demonstrativo que reúna os aportes, a execução, o patrimônio e as garantias desses fundos.

O TCU, no citado Acórdão nº 1.372/2026, determinou a apuração e a publicação do valor presente dos benefícios creditícios (item 9.8) e um mecanismo centralizado de transparência sobre os fundos com participação da União (item 9.9), e recomendou a publicação do patrimônio dos fundos garantidores (item 9.15). Permanecem, ainda, outras lacunas: o custo em valor presente não acompanha a autorização de todas as linhas de crédito, no PLOA ou nos créditos adicionais; os relatórios bimestrais de avaliação não apresentam a saída líquida de recursos com crédito nem a execução dos fundos de natureza privada ao lado do resultado primário; e as regras fiscais tratam de forma distinta despesas com a mesma finalidade conforme sejam executadas pelo orçamento, por crédito ou por fundos.

A IFI passará a acompanhar regularmente esses canais, com a atualização dos pagamentos, dos retornos, do subsídio estimado e dos efeitos sobre a dívida pública.

Referências

ALT, J. E.; LASSEN, D. D.; WEHNER, J. It isn't just about Greece: domestic politics, transparency and fiscal gimmickry in Europe. *British Journal of Political Science*, v. 44, n. 4, p. 707-716, 2014.

BRASIL. Conselho de Monitoramento e Avaliação de Políticas Públicas. *Relatório de avaliação: empréstimos da União ao BNDES*. Ciclo CMAP 2021. Brasília: Ministério da Economia, 2021.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Orçamento de Subsídios da União*. 9ª edição. Brasília, 2025.

BRASIL. Ministério do Planejamento e Orçamento. *Manual Técnico dos Benefícios Financeiros e Creditícios*. Brasília, jan. 2026.

BRASIL. Ministério do Planejamento e Orçamento. *Projeto de Lei Orçamentária Anual para 2027*. Volume I, Anexo XII. Brasília, ago. 2026.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão nº 1.372/2026 – Plenário*. TC 025.632/2024-8.

ESTADOS UNIDOS. *Federal Credit Reform Act of 1990*. 2 U.S.C. 661 et seq. Washington, DC, 1990.

EYRAUD, L. et al. *Second-generation fiscal rules: balancing simplicity, flexibility, and enforceability*. IMF Staff Discussion Note SDN/18/04. Washington, DC: FMI, 2018.

FGV IBRE. Despesas financeiras: o lado oculto dos estímulos fiscais. *Boletim Macro*, n. 181, ago. 2026.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). *Fiscal Transparency Code*. Washington, DC: FMI, 2019.

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE (IFI). *Relatório de Acompanhamento Fiscal nº 113*. Brasília: Senado Federal, jun. 2026.

KOEN, V.; VAN DEN NOORD, P. *Fiscal gimmickry in Europe: one-off measures and creative accounting*. OECD Economics Department Working Papers, n. 417. Paris: OCDE, 2005.

MENDES, M. *Como driblar regras fiscais, e suas consequências sobre a dívida pública*. Policy Paper. São Paulo: Insper, 2025.

MILESI-FERRETTI, G. M. Good, bad or ugly? On the effects of fiscal rules with creative accounting. *Journal of Public Economics*, v. 88, n. 1-2, p. 377-394, 2004.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). *Recommendation of the Council on Budgetary Governance*. Paris: OCDE, 2015.

RGPS e BPC: evolução das despesas e premissas do PLOA 2027

Rafael Bacciotti e Alexandre Andrade

Introdução

Em 2025, as despesas com benefícios do Regime Geral de Previdência Social (RGPS) e com o Benefício de Prestação Continuada (BPC) somaram R\$ 1.026,9 bilhões e R\$ 127,2 bilhões, respectivamente – o equivalente a 8,1% e 1,0% do PIB. Juntas, representam 48,2% da despesa primária do governo central. Para 2026, o Poder Executivo projeta despesas de 8,2% e 1,0% do PIB, segundo o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) do 4º bimestre. Para 2027, o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) prevê 8,2% e 1,0% do PIB, ante 8,5% e 1,1% projetados pela IFI em junho.

No RAF nº 116, de setembro de 2026³⁷, a IFI apontou que os benefícios previdenciários e o BPC explicam parte relevante da diferença entre as projeções de despesa constantes do RAF nº 113, de junho de 2026³⁸, e as do PLOA 2027, com implicações para o cumprimento da meta de resultado primário. As diferenças refletem premissas de inflação, de crescimento do número de benefícios e de economias com medidas de gestão. Este texto examina essas premissas à luz da evolução das despesas e dos benefícios.

A análise retoma os fatores de expansão identificados nos RAFs nº 110, de março de 2026³⁹, e nº 112, de maio de 2026⁴⁰, considerando as mudanças normativas e os dados disponíveis até agosto de 2026. Examina também as memórias de cálculo do RGPS e do BPC que integram as Informações Complementares ao PLOA⁴¹ e, no BPC, a nota técnica e a planilha de projeção do Ministério do Desenvolvimento e Assistência Social, Família e Combate à Fome (MDS) que subsidiaram essa memória⁴².

³⁷ Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/raf116_set2026.pdf.

³⁸ Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/raf113_jun2026.pdf.

³⁹ Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/raf110_mar2026.pdf.

⁴⁰ Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/raf112_mai2026.pdf.

⁴¹ Ministério do Planejamento e Orçamento. Projeto de Lei Orçamentária de 2027: Informações Complementares relacionadas no Anexo II do PLDO 2027, Volume I, pp. 6 a 8 (memória de cálculo do RGPS, do BPC e da RMV). Disponível em: https://www.gov.br/planejamento/pt-br/assuntos/orcamento/orcamentos-anuais/2027/ploa-2027/volume_1.pdf.

⁴² MDS. Nota Técnica nº 39/2026 e planilha de memória de cálculo do BPC (documentos SEI nº 63849963 e 63850432), encaminhadas à Secretaria de Orçamento Federal para a elaboração das Informações Complementares ao PLOA 2027 (art. 10 do PLDO 2027), no Processo SEI nº 10080.001247/2026-00. Disponível em: <https://colaboragov.sei.gov.br>.

Regime Geral de Previdência Social (RGPS)

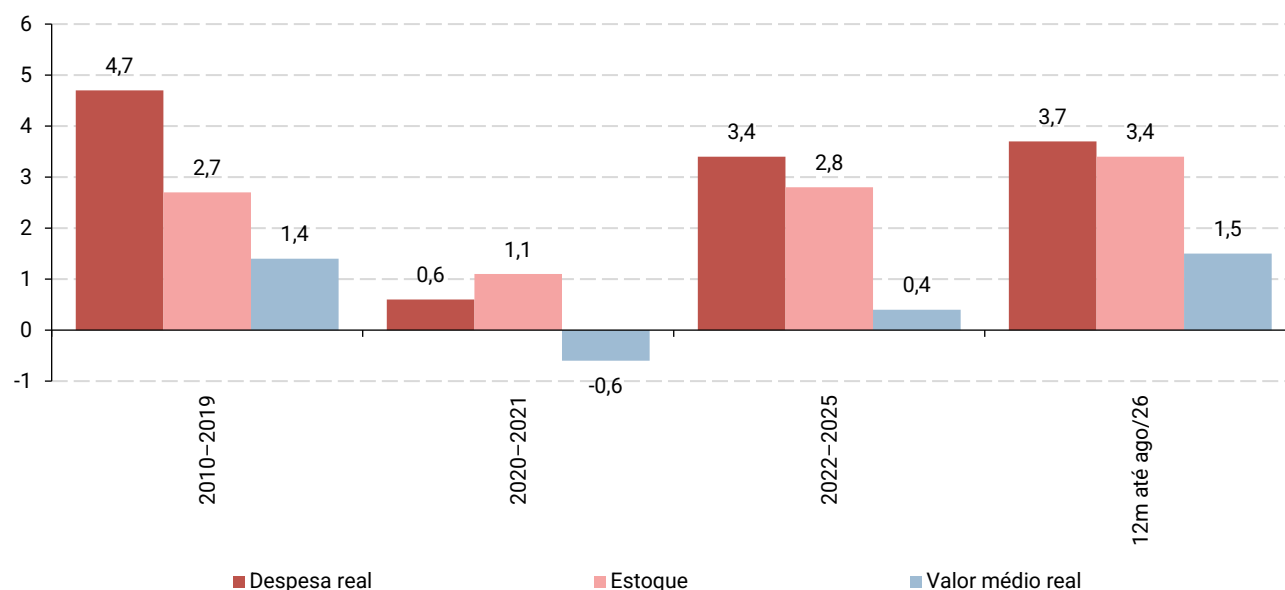
O RGPS, administrado pelo INSS, paga aposentadorias, pensões, auxílios e salário-maternidade. O sistema funciona por repartição. Os benefícios no piso acompanham o salário-mínimo, enquanto os demais são reajustados pelo INPC. É a maior despesa primária do governo central, equivalente a 8,1% do PIB, em 2025, com 35,2 milhões de benefícios em dezembro, dos quais 68,6% eram aposentadorias.

Expansão nos últimos anos

Como mostrou o RAF nº 112, a despesa real com benefícios previdenciários do RGPS cresceu 4,7% ao ano entre 2010 e 2019, 0,6% ao ano em 2020 e 2021 e 3,4% ao ano entre 2022 e 2025, impulsionada, sobretudo, pelo número de benefícios emitidos (Gráfico 6). O valor médio real avançou pouco, em parte porque os benefícios acima do piso, que concentram quase metade da despesa, são corrigidos apenas pela inflação.

As aposentadorias responderam por 69,3% do aumento do estoque, entre 2021 e 2025, em movimento associado, principalmente, ao envelhecimento da população. A reforma da Previdência de 2019 pode ter moderado esse crescimento, embora o período coincida com a pandemia. Os auxílios por incapacidade temporária, por sua vez, mudaram de trajetória a partir de 2022: as concessões passaram de 1,9 milhão, naquele ano, para 3,9 milhões em 2025. Como indicou o RAF nº 112, essa expansão coincidiu com a ampliação do Atestmed, que substituiu a perícia presencial por análise documental.

GRÁFICO 6. RGPS: EVOLUÇÃO DA DESPESA REAL, DO ESTOQUE E DO VALOR MÉDIO REAL DOS BENEFÍCIOS – MÉDIAS POR PERÍODO E 12 MESES ATÉ AGOSTO DE 2026 (% AO ANO)



Fonte: RTN, SIGA Brasil (Compdev) e BEPS. Elaboração: IFI. Nota: valores reais deflacionados pelo IPCA. Despesa sem sentenças judiciais e Compdev. Estoque: dezembro sobre dezembro no histórico e agosto de 2026 sobre agosto de 2025 na última observação; despesa e valor médio: anos completos no histórico e 12 meses até agosto de 2026 na última observação. Os indicadores não constituem decomposição exata da despesa.

Mudanças recentes e evolução em 2026

Além do Atestmed, alterações nas regras de reajuste e de acesso aos benefícios afetaram ou podem afetar a despesa. Parte dessas mudanças foi abordada nos RAFs nº 112 e nº 116 e sintetizada na Nota Técnica Conjunta nº 4/2026⁴³. A Lei nº 15.077, de 2024⁴⁴, limitou, entre 2025 e 2030, o ganho real do salário-mínimo ao índice de crescimento real das despesas apurado pelas regras do arcabouço fiscal, assegurado o mínimo de 0,6%⁴⁵. No acesso aos benefícios, o STF afastou, em 2024, a carência do salário-maternidade para as seguradas contribuintes individuais, facultativas e especiais⁴⁶. Antes da decisão, parte das seguradas precisava de um tempo mínimo de contribuição para receber o salário-maternidade. Depois da decisão, esse tempo deixou de ser exigido. A ampliação do acesso pode elevar as concessões e a despesa.

Outras duas mudanças, não incorporadas ao PLOA, têm implicações para as projeções. Em junho de 2026, o STF declarou inconstitucional a idade mínima para a aposentadoria especial. Assim, ficou permitida a aposentadoria de trabalhadores que já cumpriram o tempo de exposição a agentes nocivos, mantidas as regras de cálculo e a vedação de conversão de tempo especial em comum introduzidas pela reforma de 2019⁴⁷. Em outubro de 2026, a PEC nº 14, de 2021, foi promulgada como Emenda Constitucional nº 140, de 2026⁴⁸. Ela estabelece regras especiais de aposentadoria e um sistema de proteção social para agentes comunitários de saúde e de combate às endemias.

Nos dados até agosto de 2026, destaca-se a expansão do salário-maternidade, após a decisão do STF que ampliou o acesso ao benefício: entre agosto de 2025 e agosto de 2026, o estoque passou de 107 mil para 285 mil benefícios, o equivalente a 15% do acréscimo total. Esse movimento, juntamente com a retomada do crescimento dos auxílios por incapacidade, cujo estoque vinha recuando desde meados de 2024, contribuiu para a

⁴³ Consultoria de Orçamento e Fiscalização Financeira da Câmara dos Deputados e Consultoria de Orçamentos, Fiscalização e Controle do Senado Federal. *Nota Técnica Conjunta nº 4/2026: subsídios à apreciação do PLOA 2027*. Disponível em:

https://www12.senado.leg.br/orcamento/documentos/estudos/tipos-de-estudos/notas-tecnicas-e-informativos/nota-conjunta_ploa-2027.pdf.

⁴⁴ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/lei/l15077.htm.

⁴⁵ A política de valorização do salário-mínimo foi instituída pela Lei nº 14.663, de 2023. O art. 4º da Lei nº 15.077 estabeleceu, para 2025 a 2030, piso de ganho real de 0,6% e teto correspondente ao índice efetivamente apurado nos termos do art. 5º da Lei Complementar nº 200/2023, cujo máximo é de 2,5%. Lei nº 14.663/2023, disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/l14663.htm. Lei Complementar nº 200/2023, disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp200.htm.

⁴⁶ STF, ADIs nº 2.110 e nº 2.111, julgadas em março de 2024. Disponível em: https://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/ADIs_2110_e_2111_informac807a771o_a768_sociedade_sugestoes_ALC_e_DP_AO_v2_21h461.pdf.

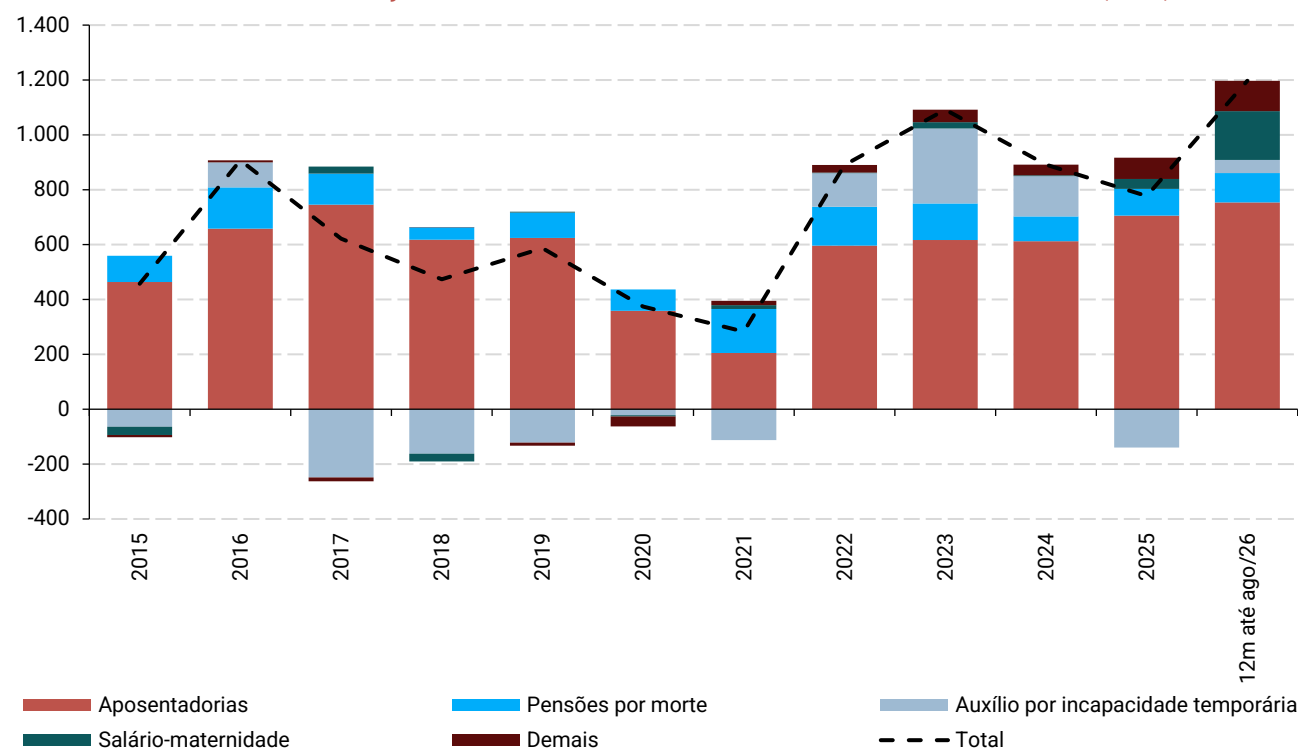
⁴⁷ STF, ADI nº 6.309, julgada em junho de 2026, que declarou inconstitucional a idade mínima para a aposentadoria especial prevista no art. 19, § 1º, I, da Emenda Constitucional nº 103/2019 e validou a vedação de conversão de tempo especial em comum e os novos critérios de cálculo. Ministério da Previdência Social, disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/rpps/julgamentos/adi-6309-idade-minima-para-aposentadoria-especial-no-rgps-conversao-de-tempo-e-calculo-dos-proventos>.

⁴⁸ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc140.htm.

aceleração do estoque do RGPS, de 2,3%, em 2025, para 3,4% nos 12 meses até agosto. As aposentadorias seguiram como o componente mais estável do crescimento (Gráfico 7).

A evolução do estoque ocorreu em contexto de redução da fila de requerimentos do INSS, de 3,0 milhões, em dezembro de 2025, para 1,3 milhão, em agosto de 2026. A redução da fila não se traduziu integralmente em concessões: entre os benefícios por incapacidade, a taxa de indeferimento passou de 39,0%, em 2025, para 54,1%, entre janeiro e agosto de 2026. O aumento dos indeferimentos pode, por outro lado, elevar a judicialização nos próximos anos.

GRÁFICO 7. RGPS: VARIAÇÃO DO ESTOQUE DE BENEFÍCIOS, POR ESPÉCIE (MIL)



Fonte: BEPS. Elaboração: IFI. Nota: variação de dezembro a dezembro; na última observação, agosto de 2026 sobre agosto de 2025. Demais: auxílio-acidente, auxílio-reclusão e acidentários.

Projeções para 2026 e 2027

O Poder Executivo estima despesa de R\$ 1.119,4 bilhões com benefícios do RGPS, em 2026, e de R\$ 1.215,1 bilhões, em 2027, com crescimento nominal de 9,0% e 8,5%, respectivamente. Nos dois anos, a despesa corresponderia a 8,2% do PIB (Tabela 16 e Gráfico 8).

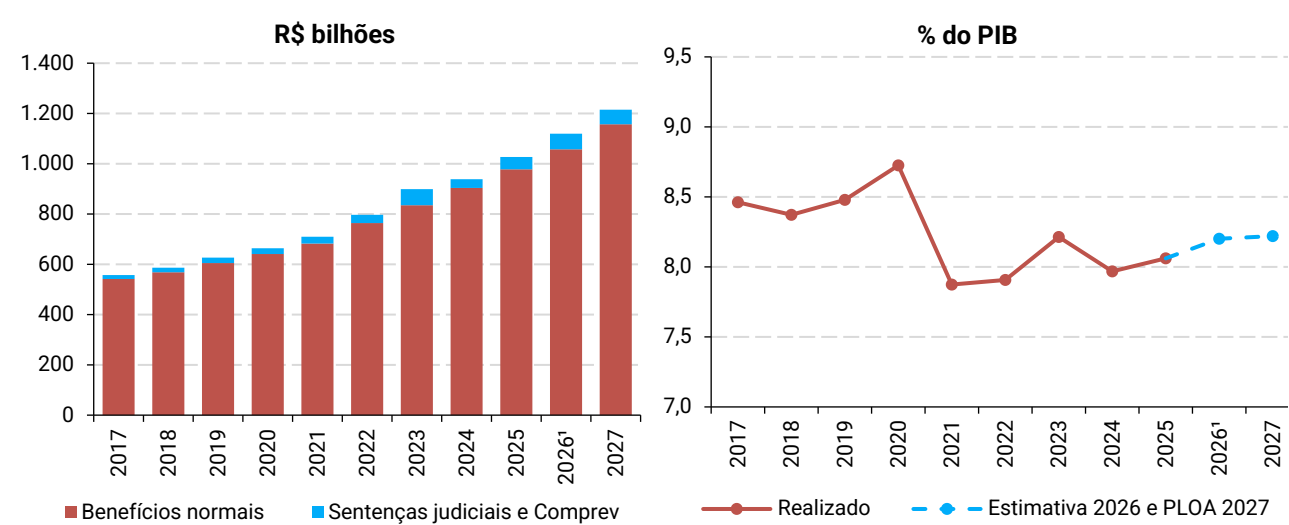
A estimativa para 2026 caiu R\$ 13,6 bilhões na avaliação do 4º bimestre, após a elaboração e o envio do PLOA para análise do Congresso, sobretudo em razão da desaceleração do crescimento vegetativo, segundo o Poder Executivo. A estimativa revista é compatível com o ritmo dos pagamentos: até agosto, a execução dos benefícios normais correspondia a 68,5% do valor previsto para o ano, proporção próxima à observada de 2023 a 2025 (68,6% a 68,9%).

TABELA 16. RGPS: DESPESA, REAJUSTES E NÚMERO DE BENEFÍCIOS – 2025 A 2027

	2025	2026	2027
Despesa com benefícios (R\$ bilhões)	1.026,9	1.119,4	1.215,1
Variação nominal (%)	9,4	9,0	8,5
Despesa (% do PIB)	8,1	8,2	8,2
Reajuste do salário-mínimo (%) ¹	7,5	6,8	7,4
Reajuste dos demais benefícios (%) ¹	4,8	3,9	5,3
Benefícios, média anual (milhões) ²	34,7	35,7	36,5
Valor médio por benefício (R\$) ³	2.171	2.279	2.438
Crescimento vegetativo da despesa (%) ⁴	2,0	2,7	2,1

Fonte: RTN, BEPS, RARDP do 4º bimestre de 2026 e PLOA 2027. Elaboração: IFI. Nota: despesas: realizado em 2025, RARDP do 4º bimestre em 2026 e PLOA em 2027. Benefícios e valor médio de 2026 e 2027: estimativas desta análise a partir de parâmetros do PLOA, que não informa a média anual de benefícios. 2026: média de janeiro a agosto observada e de setembro a dezembro interpolada até o estoque de dezembro adotado no PLOA (36,1 milhões); 2027: supõe que o número de benefícios cresça à taxa do vegetativo da despesa do PLOA (2,1%) a partir desse nível. ¹Reajustes de janeiro. ²Média dos estoques mensais. ³Benefícios normais, sem sentenças e Comprev, divididos por 13 vezes a média de benefícios. ⁴Benefícios normais, descontados os reajustes; 2026: implícito na estimativa do 4º bimestre; 2027: hipótese do PLOA.

GRÁFICO 8. RGPS: DESPESA COM BENEFÍCIOS (R\$ BILHÕES CORRENTES) E EM PROPORÇÃO DO PIB – 2017 A 2027



Fonte: RTN, SIGA Brasil, RARDP do 4º bimestre de 2026 e PLOA 2027. Elaboração: IFI. Nota: 2017 a 2025: realizado. ¹Estimativa do RARDP do 4º bimestre, com o PIB do relatório. 2027: PLOA (Mensagem Presidencial, Tabela 29) e PIB do PLOA.

Para 2027, a memória de cálculo da despesa do RGPS, constante das Informações Complementares ao PLOA, prevê R\$ 1.157,1 bilhões em benefícios normais, sem sentenças judiciais e Comprev⁴⁹. A projeção parte de um estoque de 36,1 milhões de benefícios, em dezembro de 2026, e considera reajuste médio de 6,3% – 7,4% para o salário-mínimo, que

⁴⁹ Compensação Previdenciária (Comprev): acerto financeiro entre o RGPS e os regimes próprios de previdência social relativo ao tempo de contribuição de segurados que migraram entre regimes, previsto na Lei nº 9.796, de 1999.

passa a R\$ 1.741, e 5,3% para os demais benefícios – e crescimento vegetativo da despesa de 2,1%. Incorpora também R\$ 10,0 bilhões adicionais com salário-maternidade e economia de R\$ 1,8 bilhão com revisões das condições de manutenção dos benefícios⁵⁰.

O crescimento vegetativo previsto para 2027 (2,1%) fica abaixo do implícito na estimativa do 4º bimestre para 2026 (2,7%) e da variação observada de janeiro a agosto (2,5%), descontados os reajustes, embora dentro do intervalo de 2022 a 2025 (1,6% a 2,6% ao ano). A proposta, contudo, não incorpora o impacto da decisão do STF sobre a aposentadoria especial, estimado pelo Ministério da Previdência Social em cerca de R\$ 13,0 bilhões, em 2027, porque, segundo a Nota Técnica Conjunta nº 4/2026, o acórdão ainda não havia sido publicado. Tampouco considera a Emenda Constitucional nº 140, promulgada após o envio do PLOA.

As diferenças entre as premissas do Poder Executivo e da IFI ajudam a explicar a diferença entre as projeções. No cenário base de junho, publicado no RAF nº 113, a IFI previa despesa de R\$ 1.239,2 bilhões para 2027, R\$ 24,1 bilhões superior à proposta, com crescimento de 2,3% no número médio de benefícios. A diferença decorre de hipóteses distintas para a inflação e o crescimento do estoque e de uma avaliação mais cautelosa das economias com medidas de gestão.

A estimativa do Poder Executivo para 2026 parece ser compatível com a execução. Para 2027, o crescimento vegetativo previsto é inferior ao de 2026, mas permanece dentro do intervalo histórico. O impacto da decisão sobre a aposentadoria especial, não incorporado ao PLOA nem à projeção da IFI de junho, representa pressão adicional sobre ambas as estimativas.

Benefício de Prestação Continuada (BPC)

O BPC garante um salário-mínimo mensal a idosos com 65 anos ou mais e a pessoas com deficiência (PcD) de baixa renda, sem exigir contribuição prévia. Com a Renda Mensal Vitalícia (RMV), a despesa equivaleu a 1,0% do PIB, em 2025; em dezembro, o BPC, sem a RMV, pagava 6,4 milhões de benefícios, dos quais 58,4% a PcD.

Expansão nos últimos anos

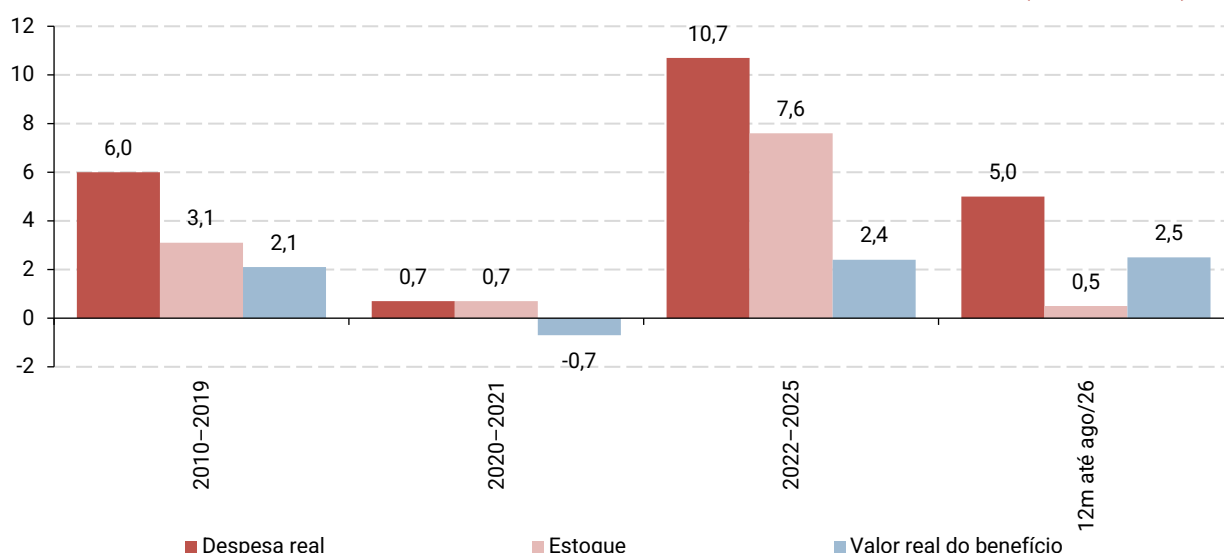
Como mostrou o RAF nº 110, o BPC teve o maior crescimento real entre as principais despesas primárias entre 2016 e 2025, com média de 5,8% ao ano. Entre 2021 e 2025, a despesa real com o benefício aumentou 50,0% (10,7% ao ano; Gráfico 9), e cerca de 70% da expansão decorreu da quantidade de beneficiários. A aceleração atingiu os dois grupos em

⁵⁰ O PLDO 2027 previa economia de R\$ 3,1 bilhões em 2027 com medidas de gestão no RGPS, incluindo o Atestmed. Como esse valor e o da memória de cálculo podem abranger medidas distintas, a diferença não indica necessariamente redução da economia esperada. Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2027 (PLN nº 2/2026), Anexo IV.2 (Metas Fiscais) e Anexo de Riscos Fiscais. Disponível em: <https://www.gov.br/planejamento/pt-br/assuntos/orcamento/orcamentos-anuais/2027/pldo>.

2022 e 2023, em contexto de processamento dos requerimentos represados na pandemia, e persistiu entre as PcD, cujas concessões alcançaram 506 mil em 2024.

Essa expansão ocorreu com mudanças normativas⁵¹, como as Leis nº 13.982, de 2020, e nº 14.176, de 2021, que flexibilizaram o critério de renda, e a Portaria Conjunta nº 14, de 2021, que regulamentou o padrão médio na avaliação social das PcD, regra mantida desde então. Segundo o RAF nº 110, com base no TCU⁵², também contribuiu o aumento da judicialização: a participação da via judicial no estoque de PcD passou de 17,8% para 24,8% entre 2021 e 2025.

GRÁFICO 9. BPC: EVOLUÇÃO DA DESPESA REAL, DO ESTOQUE E DO VALOR REAL DO BENEFÍCIO – MÉDIAS POR PERÍODO E 12 MESES ATÉ AGOSTO DE 2026 (% AO ANO)



Fonte: RTN e BEPS. Elaboração: IFI. Nota: valores reais deflacionados pelo IPCA. Despesa e estoque incluem a RMV, e a despesa, as sentenças judiciais; salário-mínimo real utilizado como referência para o valor do benefício. Estoque: dezembro sobre dezembro no histórico e agosto de 2026 sobre agosto de 2025 na última observação; despesa e valor do benefício: anos completos no histórico e 12 meses até agosto de 2026 na última observação. Os indicadores não constituem decomposição exata da despesa.

⁵¹ A Lei nº 13.982, de 2020, excluiu do cálculo da renda familiar per capita o BPC e o benefício previdenciário de até um salário-mínimo pagos a outro idoso ou pessoa com deficiência da mesma família e passou a admitir renda per capita igual a 1/4 do salário-mínimo, antes restrita às inferiores a esse limite. A Lei nº 14.176, de 2021, tornou permanente o critério de 1/4 do salário-mínimo e previu a possibilidade de ampliá-lo para até 1/2 salário-mínimo, conforme o grau da deficiência, a dependência de terceiros e os gastos com saúde não supridos pelo SUS, ampliação que ainda depende de regulamento. A lei também autorizou o padrão médio na avaliação social, regulamentado pela Portaria Conjunta nº 14, de 2021, e mantido desde então. Lei nº 13.982, de 2020, disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/l13982.htm. Lei nº 14.176, de 2021, disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/l14176.htm. Portaria Conjunta nº 14, de 2021, disponível em: <https://aplicacoes.mds.gov.br/snas/regulacao/visualizar.php?codigo=6395>.

⁵² TCU. Acórdão nº 451/2025 – Plenário. Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/NUMACORDAO%253A451%2520ANOACORDAO%253A2025%2520/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0.

Mudanças recentes e evolução em 2026

A partir de 2024, novas normas reforçaram os controles de concessão e manutenção dos benefícios, como a exigência de atualização cadastral e de biometria (Leis nº 14.973 e nº 15.077, de 2024) e a reavaliação biopsicossocial das PcD (Portaria Conjunta nº 33, de 2025).

Nesse período, as cessações subiram de 245 mil, em 2024, para 444 mil nos 12 meses até julho de 2026, quando o estoque de PcD registrou queda anual de 0,6%. Apesar disso, o estoque total do BPC voltou a crescer após fevereiro, passando de 6,3 milhões para 6,6 milhões em agosto, o maior nível já registrado. A participação judicial no estoque de PcD também continuou a subir, atingindo 27,3% em agosto.

Projeções para 2026 e 2027

O Poder Executivo estima despesa de R\$ 142,9 bilhões com BPC e RMV, em 2026, o equivalente a 1,0% do PIB, e de R\$ 154,2 bilhões, em 2027, com crescimento nominal de 12,3% e 7,9%, respectivamente (Tabela 17 e Gráfico 10).

TABELA 17. BPC: DESPESA, VALOR E NÚMERO DE BENEFÍCIOS – 2025 A 2027

	2025	2026	2027
Despesa com BPC e RMV (R\$ bilhões)¹	127,2	142,9	154,2
Variação nominal (%)	14,5	12,3	7,9
Despesa (% do PIB)	1,0	1,0	1,0
Valor do benefício: salário-mínimo (R\$)	1.518	1.621	1.741
Reajuste do salário-mínimo (%)	7,5	6,8	7,4
Benefícios do BPC, sem a RMV, média anual (milhões)²	6,4	6,4	6,4
Idosos (milhões)	2,7	2,7	2,7
Pessoas com deficiência (milhões)	3,7	3,7	3,7
Concessões (mil)³	616	811	914
Cessações (mil)³	339	444	782

Fonte: RTN, BEPS, RARDP do 4º bimestre de 2026, PLOA 2027 (Informações Complementares) e MDS. Elaboração: IFI. Nota: despesas: realizado em 2025, RARDP do 4º bimestre em 2026 e PLOA em 2027. ¹Inclui sentenças judiciais. ²Média dos estoques mensais; 2026: janeiro a agosto observados e setembro a dezembro projetados pelo MDS. ³2026: 12 meses até julho; 2027: projeção do MDS.

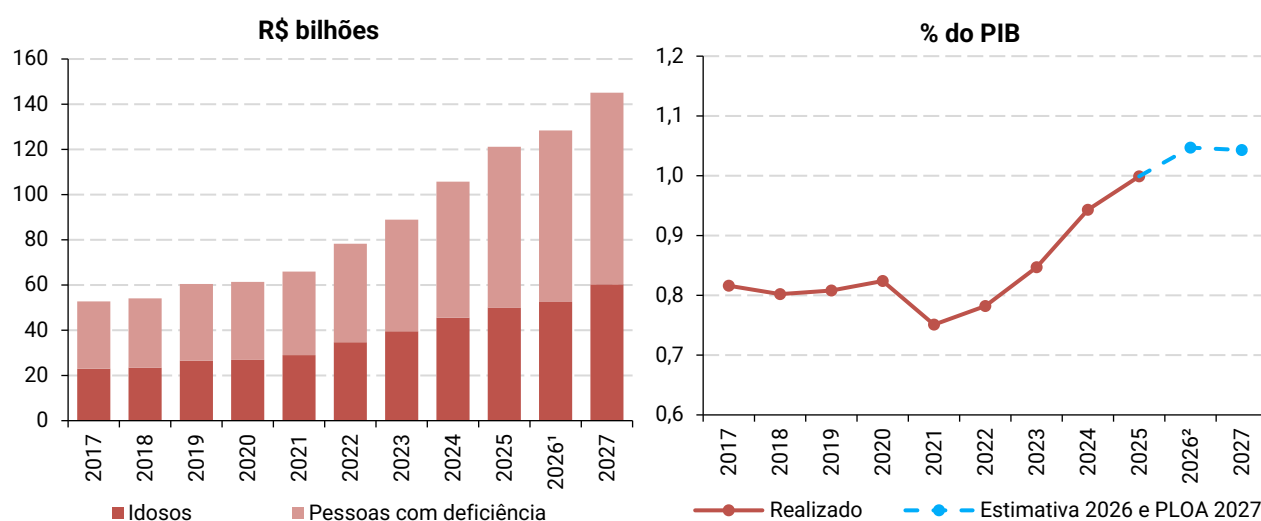
Para cumprir a estimativa do 4º bimestre, os pagamentos de setembro a dezembro, incluídas sentenças judiciais e RMV, teriam de crescer cerca de 19% sobre o mesmo período de 2025, ante 9,1% de janeiro a agosto.

Para 2027, segundo a memória de cálculo das Informações Complementares ao PLOA, a dotação considera média de 6,4 milhões de benefícios (2,7 milhões de idosos e 3,7 milhões de PcD) ao salário-mínimo de R\$ 1.741, além de R\$ 10,2 bilhões de retroativos, juros e correções e R\$ 9,1 bilhões de sentenças judiciais. O Anexo de Riscos Fiscais do PLDO 2027

prevê economia de R\$ 8,8 bilhões com revisões no BPC em 2027, o dobro da informada pelo governo para 2025 (R\$ 4,4 bilhões).

Essa dotação depende de uma redução do estoque, sustentada pelas revisões periódicas dos benefícios previstas na LOAS. O modelo do MDS supõe cerca de 310 mil saídas por revisão no segundo semestre de 2026, o que levaria o estoque a 6,3 milhões em dezembro. Para 2027, projeta 782 mil cessações, quase o dobro das registradas nos 12 meses até julho, das quais cerca de 346 mil por revisão⁵³. Os dados ainda não mostram essa reversão: em agosto, o estoque chegou a 6,6 milhões, acima do projetado pelo modelo até para dezembro de 2027 (6,4 milhões).

GRÁFICO 10. BPC: DESPESA POR GRUPO (R\$ BILHÕES CORRENTES) E EM PROPORÇÃO DO PIB – 2017 A 2027



Fonte: SIGA Brasil, RTN, RARDP do 4º bimestre de 2026 e PLOA 2027. Elaboração: IFI. Nota: R\$ bilhões: ações 00H5 (idosos) e 00IN (pessoas com deficiência), sem sentenças judiciais, incluída a RMV de cada grupo; 2017 a 2025, pagamentos; 2027, dotação do PLOA. ¹Pagamentos nos 12 meses até agosto de 2026. % do PIB: despesa total com BPC/RMV, incluídas sentenças judiciais; 2017 a 2025, RTN. ²Estimativa do RARDP do 4º bimestre, com o PIB do relatório; 2027, PLOA.

As premissas do PLOA também diferem das da IFI. No cenário base de junho, publicado no RAF nº 113, a IFI previa despesa de R\$ 161,9 bilhões com o BPC e a RMV em 2027, com aumento do número médio de benefícios de 6,6% em 2026 e de 4,1% em 2027. Segundo o RAF nº 116, a diferença decorre da premissa para o INPC, do maior crescimento do número de benefícios e de uma avaliação mais cautelosa das economias com revisões. Os dados de 2026, com ou sem a RMV, indicam crescimento do número de benefícios inferior ao suposto nessa projeção, o que sugere viés para cima na premissa de quantidade da IFI.

⁵³ O modelo supõe também a mesma proporção de concessões judiciais (14,5%) para PcD e idosos, hipótese a examinar diante do peso crescente dessa via entre as PcD: nos 12 meses até agosto de 2026, o estoque judicial desse grupo aumentou 160 mil, enquanto o administrativo diminuiu 148 mil. A avaliação dessa hipótese exige comparar as concessões por via administrativa e judicial, pois a evolução dos respectivos estoques também depende das cessações.

A estimativa para 2026 pressupõe aceleração dos pagamentos no fim do ano, e a dotação de 2027 depende de as revisões produzirem as cessações previstas, no prazo previsto. Caso contrário, a despesa poderia superar o valor proposto.

Considerações finais

A expansão recente das despesas com o RGPS e o BPC decorreu principalmente do aumento do número de benefícios. Para 2027, as projeções do PLOA incorporam economias com medidas administrativas de controle e revisão, cujo papel é especialmente relevante no BPC.

No RGPS, as premissas são próximas do histórico: a estimativa revista para 2026 é compatível com a execução, e o crescimento vegetativo da despesa previsto para 2027, embora inferior ao de 2026, está dentro do intervalo observado entre 2022 e 2025. A proposta, contudo, não incorpora o impacto estimado da decisão do STF sobre a aposentadoria especial, de cerca de R\$ 13,0 bilhões, em 2027. O aumento recente dos indeferimentos também pode elevar a judicialização nos próximos anos.

No BPC, a dotação depende de uma mudança de trajetória. A projeção supõe redução do estoque no segundo semestre de 2026 e, em 2027, cessações equivalentes a quase o dobro das registradas nos 12 meses até julho de 2026. Os dados mostram, porém, o estoque em alta desde fevereiro, até atingir em agosto o maior nível já registrado. Os dados disponíveis também sugerem a necessidade de revisão para baixo da premissa da IFI para o número de benefícios.

Nos últimos anos, a despesa com o BPC apresentou desvios maiores em relação à LOA do que a do RGPS (Tabela 18). No BPC, a despesa superou a LOA em 7,3%, em 2024, e em 6,9%, em 2025, e a estimativa para 2026 está 8,2% acima da dotação inicial. No RGPS, os desvios foram menores e, em 2026, a estimativa ficou ligeiramente abaixo da LOA.

TABELA 18. RGPS E BPC: DESPESA NA LOA, REALIZADA E ESTIMADA – 2024 A 2026 (R\$ BILHÕES)

	RGPS LOA	RGPS realizado/estimativa¹	Dif. (%)	BPC LOA	BPC realizado/estimativa¹	Dif. (%)
2024	908,7	938,5	3,3	103,5	111,1	7,3
2025	1.015,4	1.026,9	1,1	119,1	127,2	6,9
2026	1.122,4	1.119,4	-0,3	132,0	142,9	8,2

Fonte: RARDPs de 2024 a 2026 e RTN. Elaboração: IFI. Nota: ¹Realizado em 2024 e 2025; estimativa do RARDP do 4º bimestre em 2026. Diferenças calculadas com valores sem arredondamento.

Embora esses desvios tenham causas diversas, reforçam a importância de avaliar a magnitude e o prazo das economias previstas. As revisões podem moderar a expansão dessas despesas, mas não eliminam os fatores estruturais de crescimento discutidos no texto. No BPC, a projeção para 2027 depende especialmente dos resultados dessas medidas.

Taxa de juros real neutra e política fiscal no Brasil

Rafael Curi

Introdução

No Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) nº 116, de setembro de 2026⁵⁴, a IFI iniciou uma análise dos componentes que ajudam a explicar a persistência de juros elevados no Brasil. Este estudo dá continuidade ao debate, com foco na taxa de juros neutra, referência importante para a condução da política monetária e para a análise da sustentabilidade da dívida pública.

A origem desse conceito remonta ao trabalho seminal de Wicksell (1898)⁵⁵, que distinguiu a taxa de juros cobrada nos empréstimos da taxa natural de juros. Esta corresponderia à taxa determinada pela oferta e pela demanda de capital em uma economia na qual os empréstimos fossem realizados em bens de capital, sem o uso da moeda, e seria neutra em relação ao nível de preços. Na formulação do autor, a manutenção da taxa dos empréstimos abaixo da taxa natural desencadearia um processo cumulativo de elevação dos preços, enquanto a manutenção acima produziria o movimento inverso. O efeito dos juros sobre os preços dependeria, portanto, de sua posição em relação à taxa natural, cujo valor se alteraria conforme as condições reais da economia.

O conceito ganhou nova centralidade a partir do fim do século XX, com os modelos novo-keynesianos, e tornou-se referência para a avaliação da postura da política monetária pelos bancos centrais. Na definição contemporânea, a taxa de juros real neutra é aquela que, na ausência de choques transitórios, é compatível com a economia operando no nível potencial e com a inflação estável na meta. Nesse contexto, juros reais acima da taxa neutra tendem a conter a atividade econômica e a inflação, enquanto juros abaixo do neutro tendem a estimular a economia.

A relevância também se estende à política fiscal. No longo prazo, o custo real da dívida pública tende a se estabilizar em torno do juro neutro, acrescido do prêmio que o Tesouro paga sobre a taxa básica de juros (Selic). Quanto maior esse custo em relação ao crescimento real da economia, maior será, para um dado nível de dívida, o superávit primário necessário para estabilizar a relação dívida/PIB. Mantidos os demais fatores, portanto, um juro neutro mais elevado aumenta a despesa com juros e o esforço fiscal exigido.

O juro neutro, no entanto, não é diretamente observável e precisa ser estimado. A taxa pode mudar conforme se alteram as condições econômicas que influenciam as decisões de poupança e investimento, e suas estimativas estão sujeitas à incerteza dos dados e dos

⁵⁴ Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/raf116_set2026.pdf.

⁵⁵ WICKSELL, K. Geldzins und Güterpreise: eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen. Jena: Gustav Fischer, 1898.

métodos utilizados. Essa característica recomenda considerar diferentes medidas e avaliar as implicações de valores alternativos para a trajetória da dívida pública.

Diante desses desafios, este estudo reúne um conjunto de estimativas da taxa de juros real neutra da economia brasileira, seguindo a estratégia de combinar diferentes medidas adotada no boxe do Relatório de Política Monetária (antigo Relatório de Inflação) do Banco Central de junho de 2023⁵⁶. São 25 medidas, obtidas por sete abordagens e atualizadas até o terceiro trimestre de 2026, que incluem um modelo semiestrutural. Em seguida, as estimativas são aplicadas à análise de sustentabilidade da dívida pública.

Neste estudo, propõe-se uma síntese das metodologias e dos principais resultados. A documentação completa, com a descrição dos dados, as especificações dos modelos, os procedimentos de estimação e os resultados complementares, será publicada em Nota Técnica específica, com divulgação prevista para novembro de 2026.

O juro neutro segundo as metodologias propostas

As medidas combinam sete abordagens: o juro real esperado na pesquisa Focus, as taxas implícitas no hiato do produto⁵⁷, as taxas reais das NTN-B descontadas do prêmio a termo, a paridade descoberta de juros, as estimativas dos analistas no Questionário Pré-Copom, um vetor autorregressivo com tendências comuns⁵⁸ e um modelo semiestrutural, em que o juro neutro é estimado em conjunto com o hiato do produto.

A Tabela 19 resume os resultados por grupo. No terceiro trimestre de 2026, a mediana das medidas para a taxa neutra é de 6,1% ao ano, e metade está entre 5,5% e 6,3%. As medianas dos grupos ficam entre 6,0% e 6,8%, com exceção da paridade descoberta de juros (4,1%), que impulsiona a média do conjunto para 5,8%.

TABELA 19. MEDIDAS DE JURO NEUTRO POR GRUPO (% A.A.)

Grupo	Medidas	Média	Mediana
Expectativas da pesquisa Focus	2	6,8	6,8
Taxas implícitas no hiato do produto	6	6,4	6,3
Taxas reais das NTN-B (descontado o prêmio)	6	6,2	6,2
Paridade descoberta de juros	5	4,0	4,1
Modelos (VAR de tendências e semiestrutural)	3	5,8	6,0
Estimativas dos analistas (Questionário Pré-Copom)	3	6,0	6,0
Todas as medidas	25	5,8	6,1

Fonte: Banco Central do Brasil (Focus, SGS e Questionário Pré-Copom); Tesouro Nacional; B3; IBGE; US Treasury; Federal Reserve Bank of New York e de Philadelphia; JP Morgan/Ipeadata; Santander e World Government Bonds.

⁵⁶ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202306/ri202306b6p.pdf>.

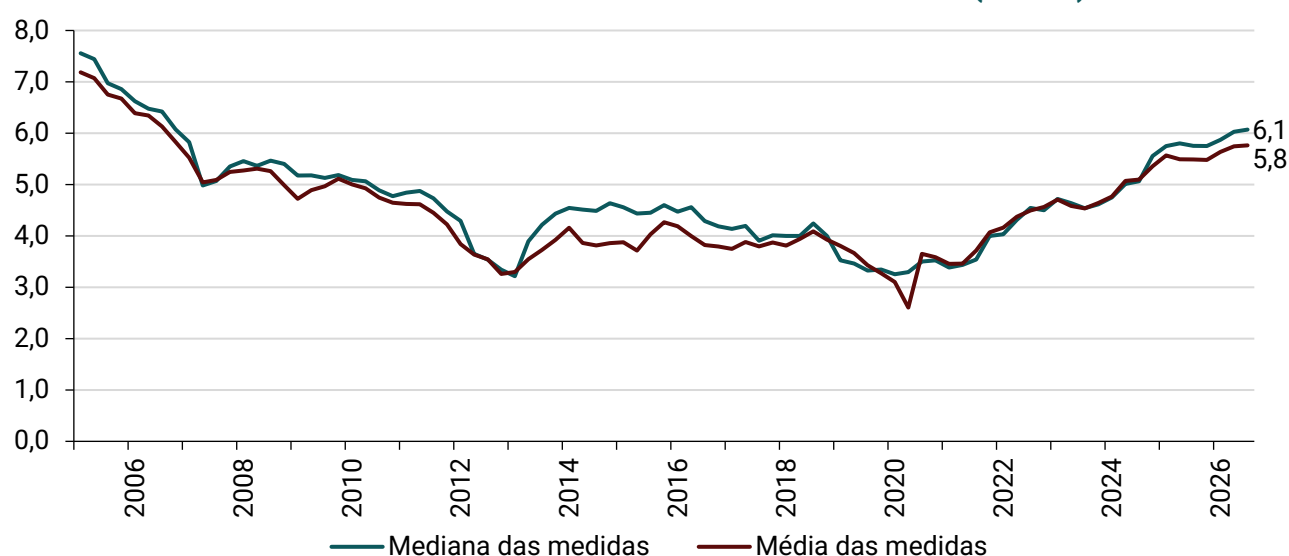
⁵⁷ Como em ROBERTS, J. M. An estimate of the long-term neutral rate of interest. FEDS Notes. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 5 set. 2018.

⁵⁸ Abordagem proposta por DEL NEGRO, M.; GIANNONE, D.; GIANNONI, M. P.; TAMBALOTTI, A. Safety, liquidity, and the natural rate of interest. Brookings Papers on Economic Activity, p. 235–316, primavera 2017.

Elaboração: IFI. Nota: último valor disponível de cada medida (3º trimestre de 2026; hiato do produto e Questionário Pré-Copom, 2º trimestre de 2026).

O Gráfico 11 mostra a evolução da média e da mediana desde 2005. Ambas recuaram de mais de 7%, em 2005, para cerca de 3% em dois momentos, no início de 2013 e entre 2019 e 2021 – quando a média chegou a 2,6%, no auge da pandemia –, e sobem desde 2021, até 5,8% e 6,1% no terceiro trimestre de 2026. Nas abordagens que trazem mais de um horizonte, o neutro diminui com o prazo e as medidas de horizonte mais longo indicam 5,6%: parte do nível atual deve se dissipar, mas o juro neutro permanece elevado. Em relação a um ano antes, 21 das 25 medidas subiram, e a mediana passou de 5,8% para 6,1%.

GRÁFICO 11. MÉDIA E MEDIANA DAS MEDIDAS DE JURO NEUTRO (% A.A.)



Fonte: Banco Central do Brasil (Focus, SGS e Questionário Pré-Copom); Tesouro Nacional; B3; IBGE; US Treasury; Federal Reserve Bank of New York e de Philadelphia; JP Morgan/Ipeadata; Santander e World Government Bonds. Elaboração: IFI. Nota: média e mediana das 25 medidas em cada trimestre; medidas sem dado no trimestre repetem o último valor disponível.

Juro neutro e a sustentabilidade da dívida pública

Como referência, no cenário base do RAF nº 113⁵⁹, a IFI supõe que o custo real médio da dívida converge para 5,0% ao ano, mesmo patamar do juro real de longo prazo, sem incorporar um *spread* entre essas taxas. Os resultados apresentados neste estudo ampliam o conjunto de informações à disposição da IFI e poderão subsidiar a atualização gradual dessas hipóteses em exercícios futuros de projeção.

As estimativas da seção anterior indicam um juro neutro mais elevado: a mediana de todas as medidas é de 6,1% ao ano, e a das cinco medidas de horizonte mais longo (Tabela 20), de 5,6%. Acrescido o *spread* histórico da dívida sobre a Selic, o custo real de longo prazo compatível com essas últimas chega a 6,3%.

⁵⁹ Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/raf113_jun2026.pdf.

TABELA 20. MEDIDAS DE JURO NEUTRO DE HORIZONTE LONGO E CUSTO REAL DE LONGO PRAZO DA DÍVIDA (% A.A.)

Medida	Valor
NTN-B – 20 anos	6,07
NTN-B – termo 5 a 20 anos	5,83
NTN-B – termo 10 a 20 anos	5,62
QPC – 5 anos	5,50
VAR – tendência	5,37
Mediana: neutro de longo prazo	5,62
Spread histórico da dívida sobre a Selic (Taxa implícita da DBGG)	0,68
Neutro de longo prazo + spread	6,31

Fonte: Banco Central do Brasil; Tesouro Nacional; B3; IFI. Elaboração: IFI. Nota: último valor disponível de cada medida (NTN-B e VAR, 3º trimestre de 2026; Questionário Pré-Copom, rodada de junho de 2026). Spread: diferença média entre a taxa implícita da DBGG e a Selic acumulada no ano, de 2008 a 2025.

O *spread* decorre da diferença entre o juro neutro e o que a dívida efetivamente paga. O neutro é uma taxa de curto prazo, a Selic real de equilíbrio, enquanto a dívida inclui títulos prefixados e atrelados à inflação, que pagam um prêmio por prazo. Por isso, a taxa de juros implícita da dívida bruta do governo geral (DBGG), calculada pelo Banco Central⁶⁰, ficou em média 0,7 ponto percentual acima da Selic entre 2008 e 2025.

Os exercícios fiscais adotam como referência central a mediana das medidas, de 6,1% ao ano. A faixa de 5,6% a 6,3% delimita a sensibilidade: o limite inferior corresponde ao neutro de horizonte longo, e o superior, a esse neutro acrescido do *spread* histórico da dívida⁶¹.

O exercício parte da projeção oficial da IFI para a DBGG e altera apenas o juro real de longo prazo. Crescimento, inflação e resultado primário permanecem os do cenário base. Para isso, calcula-se a taxa implícita real que reproduz a trajetória publicada da dívida. Os cenários alternativos somam à taxa a diferença entre o novo juro e o de referência.

O novo juro chega ao custo da dívida de forma gradual, por duas razões. Primeiro, supõe-se que o juro de mercado convirja ao novo nível em três anos: um terço em 2027, dois terços em 2028 e integralmente a partir de 2029. Segundo, apenas a parcela da dívida atrelada à Selic e os títulos que vencem passam a pagar as novas taxas. Com base no comportamento histórico da taxa implícita da DBGG em relação à Selic entre 2008 e 2025, estima-se que cerca de metade da diferença seja repassada a cada ano⁶².

⁶⁰ Disponível em:

https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/Tabelas_especiais/Tximplnp.xlsx.

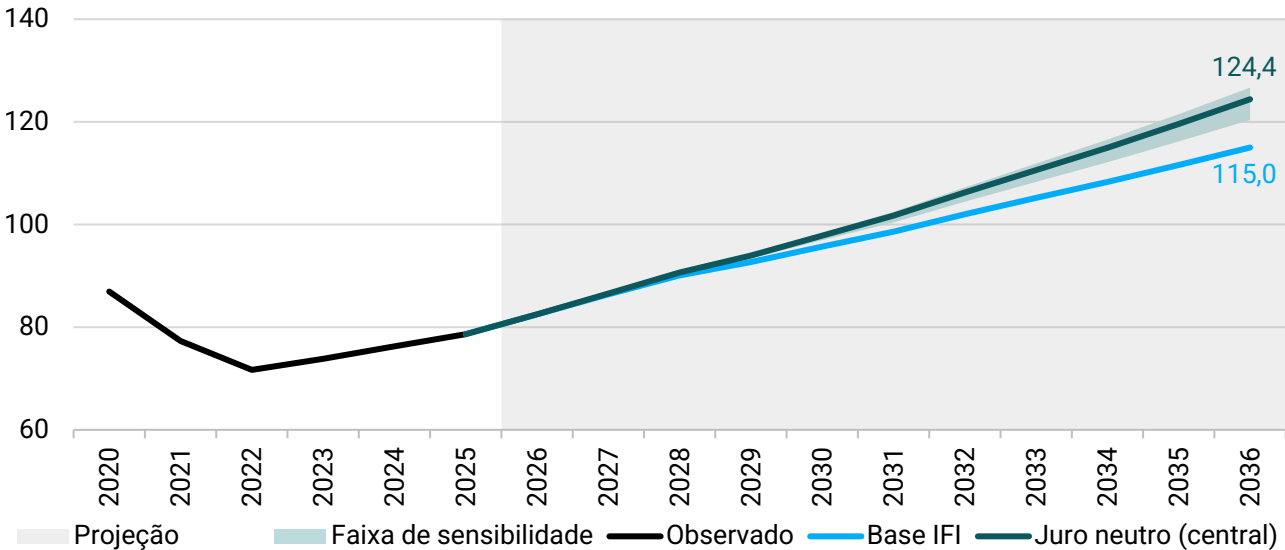
⁶¹ A faixa não constitui intervalo de confiança: seus limites correspondem ao neutro de longo prazo sem *spread* (5,6%) e acrescido do *spread* histórico de 0,7 ponto percentual (6,3%).

⁶² O custo real da dívida em cada cenário é o da projeção da IFI acrescido de um ajuste $\Delta_t = \Delta_{t-1} + \theta[(r^* - 5)w_t - \Delta_{t-1}]$ em que r^* é o juro real de longo prazo do cenário e w_t o peso do novo nível (1/3 em 2027, 2/3 em 2028 e 1 a partir de 2029). O repasse $\theta = 0,5$ foi estimado por mínimos quadrados, com dados anuais de 2008 a 2025, numa regressão da variação da taxa implícita da DBGG contra a distância entre a Selic e a taxa implícita do ano anterior.

Resultados

Com custo real de longo prazo de 6,1%, a DBGG alcança 124,4% do PIB em 2036, contra 115,0% no atual cenário base da IFI, 9,4 pontos percentuais acima. Na faixa de sensibilidade, a dívida de 2036 fica entre 120,4% e 126,7% do PIB (Gráfico 12 e Tabela 21). Como o novo juro chega com defasagem ao custo médio da dívida, o efeito inicial é pequeno: 2,1 pontos percentuais em 2030. Com a integralização do repasse, o efeito ganha força: cada ponto de juro real a mais acrescenta aproximadamente 9 pontos de PIB à dívida em 2036.

GRÁFICO 12. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL: CENÁRIO BASE E JURO NEUTRO DAS MEDIDAS (% DO PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil; IFI (RAF nº 113). Elaboração: IFI. Nota: até 2025, dados observados. Cenário base: juro real de longo prazo de 5,0% (IFI). Central: mediana das medidas de juro neutro. Faixa: neutro de longo prazo (mediana das medidas de horizonte longo), sem e com o spread histórico da dívida sobre a Selic.

TABELA 21. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL POR CENÁRIO DE JURO REAL DE LONGO PRAZO

Cenário	Juro real de LP (% a.a.)	DBGG 2030 (% PIB)	DBGG 2036 (% PIB)	Δ 2036 vs. base (p.p.)	Juros 2036 (% PIB)
Base IFI	5,0	95,7	115,0	0,0	8,4
Neutro de longo prazo	5,6	96,9	120,4	+5,4	9,5
Neutro na mediana das medidas (central)	6,1	97,8	124,4	+9,4	10,3
Neutro de longo prazo + spread	6,3	98,3	126,7	+11,7	10,7
Neutro convergente (6,1% → 5,6%)	6,1 → 5,6	97,6	122,1	+7,1	9,7

Fonte: Banco Central do Brasil; IFI (RAF nº 113). Elaboração: IFI. Nota: todos os cenários partem do cenário base da IFI e mudam apenas o juro real de longo prazo. Neutro convergente: parte da mediana das medidas e recua linearmente até o neutro de longo prazo em 2036. Juros: juros nominais da DBGG no ano, em % do PIB.

No cenário em que o neutro recua gradualmente de 6,1% para 5,6%, a DBGG chega a 122,1% do PIB em 2036 (+7,1 pontos). A dissipação de parte do neutro corrente atenua, mas não elimina, o efeito. Na despesa com juros, o neutro na mediana das medidas eleva os juros

nominais da DBGG de 8,4% para 10,3% do PIB, em 2036, cerca de 1,9 ponto a mais, enquanto na faixa de sensibilidade, a amplitude vai de 1,1 a 2,3 pontos.

Outra forma de medir o efeito do juro neutro é calcular o resultado primário que mantém a dívida estável no nível de dezembro de 2025, de 78,6% do PIB, com crescimento real de 2,3% ao ano⁶³. O primário necessário passa de 2,1% do PIB, com o juro real de 5%, para 2,9% com a mediana das medidas. Na faixa de sensibilidade, o primário vai de 2,6%, com o neutro de longo prazo (5,6%), a 3,1%, quando se soma o *spread* histórico da dívida (6,3%).

A Tabela 22 amplia a conta para outros ritmos de crescimento do produto. Com crescimento de 1,5% ao ano, por exemplo, o primário necessário seria de 2,7% do PIB com o juro a 5% e de 3,5% com a mediana das medidas. O mapa mostra que juro e crescimento pesam quase igualmente: um ponto a menos de crescimento exige praticamente o mesmo esforço adicional que um ponto a mais de juro.

TABELA 22. PRIMÁRIO QUE ESTABILIZA A DBGG, POR JURO REAL E CRESCIMENTO REAL (% DO PIB)

Juro real (% a.a.) \ crescimento real (% a.a.)	1,0	1,25	1,5	1,75	2,0	2,3 (IFI)	2,5
3,6 (mínimo das medidas)	2,0	1,8	1,7	1,5	1,3	1,0	0,9
4,0	2,3	2,1	1,9	1,7	1,5	1,3	1,2
4,5	2,7	2,5	2,3	2,1	1,9	1,7	1,5
5,0 (IFI)	3,1	2,9	2,7	2,5	2,3	2,1	1,9
5,6 (neutro de longo prazo)	3,6	3,4	3,2	3,0	2,8	2,6	2,4
6,1 (mediana das medidas)	3,9	3,7	3,5	3,3	3,1	2,9	2,7
6,3 (neutro de LP + <i>spread</i>)	4,1	3,9	3,7	3,5	3,3	3,1	2,9
6,5	4,3	4,1	3,9	3,7	3,5	3,2	3,1
7,0	4,7	4,5	4,3	4,1	3,9	3,6	3,5
7,3 (máximo das medidas)	4,9	4,7	4,5	4,3	4,1	3,9	3,7

Fonte: Banco Central do Brasil; IFI. Elaboração: IFI. Nota: primário que estabiliza a dívida em estado estacionário, com dívida de 78,6% do PIB (dezembro de 2025). Linhas: juros reais entre o mínimo e o máximo das 25 medidas de juro neutro, com as referências do estudo.

Por fim, o exercício estocástico simula 1.500 trajetórias da dívida até 2030, combinando choques históricos nos juros, na inflação, no crescimento e no resultado primário com a incerteza sobre o juro neutro. Para incorporar essa incerteza, cada trajetória recebe uma das 25 medidas estimadas neste estudo como referência de juros de longo prazo⁶⁴.

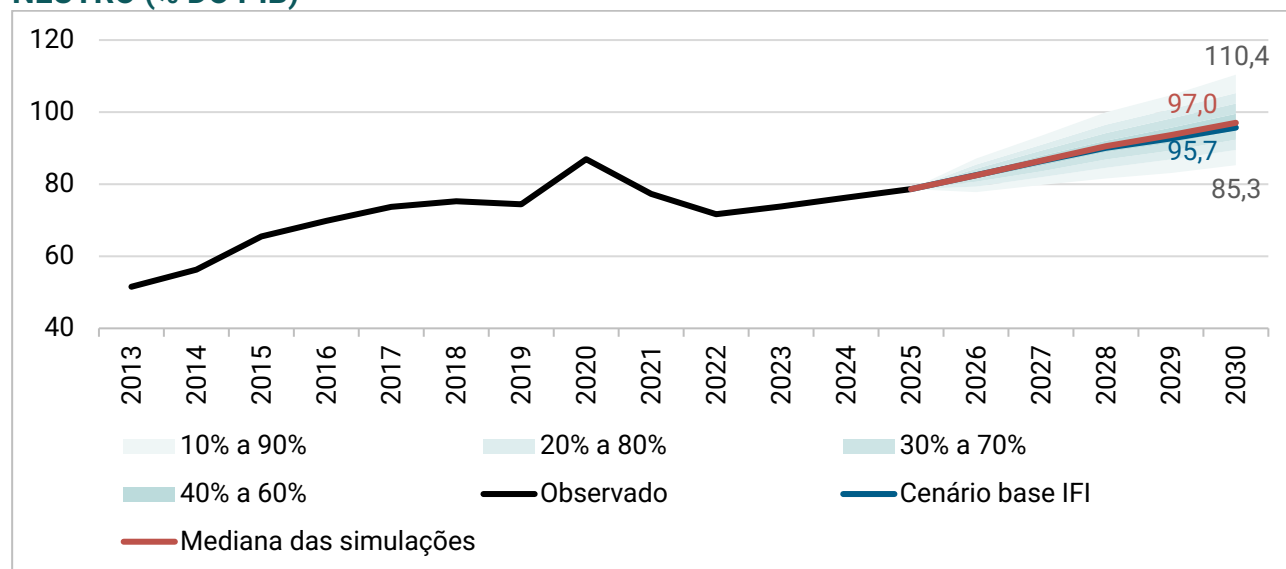
Recalculado com o mesmo pacote e os mesmos dados, o leque reproduz o resultado do RAF nº 113, de 78,9% de probabilidade de a DBGG superar 90% do PIB até 2030, o que valida

⁶³ Em estado estacionário, o primário que estabiliza a dívida é $s^* = d(r - g)/(1 + g)$, em que d é a dívida em proporção do PIB, r o juro real e g o crescimento real da economia.

⁶⁴ Para explicações sobre a metodologia, confira o Estudo Especial nº 18 e a Nota Técnica nº 54, publicados pela IFI, disponíveis em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/645203/EE18.pdf> e https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/651183/NT54_Sensibilidade_cenarios_estocasticos_divida.pdf.

o exercício. Incorporada a incerteza sobre o juro neutro, com os mesmos choques, essa probabilidade sobe para 81,6%, e a de ultrapassar 100% do PIB em 2030, de 32,7% para 38,5%. A mediana da dívida naquele ano passa de 95,7% para 97,0% do PIB (Gráfico 13). Como o repasse dos juros ao custo médio da dívida é gradual, o horizonte de cinco anos capta apenas parte de seus efeitos, que continuam a se acumular nos anos seguintes, conforme os cenários determinísticos.

GRÁFICO 13. CENÁRIOS ESTOCÁSTICOS PARA A DBGG COM A INCERTEZA DO JURO NEUTRO (% DO PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil; IFI (RAF nº 113). Elaboração: IFI. Nota: 1.500 cenários estocásticos gerados com o pacote stocdebt da IFI (choques no juro implícito, no deflator, no PIB real e no primário, com a covariância de 2013–2019 e 2023–2025), com o cenário base da IFI como mediana. As faixas se sobrepõem de fora para dentro: 80% das trajetórias ficam na faixa “10% a 90%” e 20% na central “40% a 60%”. Além dos choques, cada trajetória sorteia uma das medidas de juro neutro do estudo como juro real de longo prazo, repassado gradualmente à taxa implícita da dívida. Horizonte até 2030, como no RAF nº 113.

Considerações finais

As 25 medidas reunidas neste estudo, obtidas por abordagens com hipóteses distintas, convergem para um juro neutro em torno de 6% ao ano. A mediana calculada é de 6,1%, com metade das medidas entre 5,5% e 6,3%. As taxas de horizonte mais longo, com mediana em 5,6%, indicam que parte desse nível é transitória. Ainda assim, somado o prêmio que a dívida paga sobre a Selic, o custo real de longo prazo da dívida fica entre 5,6% e 6,3%, acima dos 5,0% usados como referência no RAF nº 113.

As implicações fiscais são relevantes e crescem com o tempo, porque o novo juro chega ao custo da dívida de forma gradual. Com o custo central de 6,1%, a dívida bruta alcança 124,4% do PIB em 2036, 9,4 pontos acima do cenário de referência, e a despesa com juros fica cerca de 1,9 ponto do PIB a mais ao fim do horizonte. Mesmo nas hipóteses mais favoráveis, em que o juro neutro recua para 5,6%, a dívida termina 2036 entre 5 e 7 pontos do PIB acima da referência. Para estabilizá-la no nível atual, o resultado primário necessário

passa de 2,1% para 2,9% do PIB, e a incerteza sobre o juro neutro eleva de 78,9% para 81,6% a probabilidade de a dívida superar 90% do PIB até 2030.

Os resultados são condicionais a alguns fatores relevantes. Primeiro, os exercícios mantêm o crescimento e o resultado primário da projeção de referência. Segundo, não incorporam reação fiscal nem efeitos da dívida sobre os juros e dependem da velocidade com que o juro de mercado chega ao custo da dívida. As implicações de uma elevação do juro neutro para a dívida também dependem de sua origem. Quando associada a um aumento do crescimento potencial, seu efeito sobre a relação dívida/PIB tende a ser atenuado pela expansão da economia. Quando decorre de menor poupança ou vem acompanhada de maiores prêmios de risco, a pressão sobre a dívida tende a ser maior, sem a mesma compensação pelo crescimento. Os resultados devem, portanto, ser interpretados como exercícios de sensibilidade às hipóteses adotadas, e não como previsões.

Consideradas essas ressalvas, os resultados indicam que uma taxa de juros real neutra próxima de 6% ao ano eleva o esforço fiscal necessário para estabilizar a dívida pública. As estimativas apresentadas ampliam o conjunto de instrumentos de análise da IFI e poderão ser atualizadas periodicamente para subsidiar a revisão das premissas de juros e a avaliação dos riscos associados às projeções fiscais. A documentação metodológica completa será apresentada em Nota Técnica específica, com divulgação prevista para novembro de 2026.

PROJEÇÕES DA IFI

CURTO PRAZO

Projeções da IFI	2026			2027		
	Set/26	Out/26	Comparação	Set/26	Out/26	Comparação
PIB – crescimento real (% a.a.)	1,7	2,0	▲	2,0	1,8	▼
PIB – nominal (R\$ bilhões)	13.432,1	13.667,1	▲	14.244,8	14.533,4	▲
IPCA – acum. (% no ano)	3,9	5,0	▲	3,5	4,0	▲
Taxa de câmbio – fim de período (R\$/US\$)	5,5	5,2	▼	5,5	5,2	▼
Ocupação – crescimento (%)	0,8	1,1	▲	0,5	0,7	▲
Massa salarial – crescimento (%)	3,6	5,1	▲	2,7	3,4	▲
Selic – fim de período (% a.a.)	12,0	14,0	▲	10,5	12,0	▲
Juros reais ex-ante (% a.a.)	7,0	7,5	▲	6,2	5,5	▼
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0,7	-0,5	▲	-1,3	-0,7	▲
dos quais Governo Central	-0,7	-0,4	▲	-1,3	-0,6	▲
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	7,9	8,6	▲	7,5	8,5	▲
Resultado Nominal (% do PIB)	-8,6	-9,0	▼	-8,8	-9,2	▼
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	82,7	82,5	▼	86,2	86,4	▲



-  /ifibrasil
-  @ifiBrasil
-  @ifibrasil
-  /company/ifibrasil
-  /ifibrasil
-  github.com/ifibrasil

ifi@senado.leg.br
61 3303 2875