

ESTUDO TÉCNICO · POLÍTICA FISCAL

E se o governo decidir diferente?

Quatro caminhos de política fiscal para 2027–2036. Um exercício de cenários condicionais, não uma previsão da dívida.

Ismael Santos · Sócio fundador

Data-base: 30/10/2026 · Dados fiscais até setembro de 2026 · Curva de juros de 26/10/2026

SUMÁRIO

Da conta fiscal ao orçamento das empresas.

RESUMO

A dívida pública brasileira cresce por conta própria: o juro real supera o crescimento da economia, e quase toda a despesa é obrigatória por lei. Simulamos quatro caminhos de política para 2027–2036. No nosso modelo, sob as hipóteses de cada caminho, nenhum reduz a dívida no mandato que começa; a diferença entre eles aparece depois de 2030 e chega a quase 100 pontos do PIB em 2036. São simulações condicionais, não previsões.

As alavancas que mais pesam são conter as despesas que crescem automaticamente e conquistar credibilidade para que os juros cedam. Para as empresas, a consequência é direta: custo de capital alto por mais tempo.

COMO LER ESTE ESTUDO

Não é uma previsão da dívida brasileira até 2036. É um exercício de cenários condicionais que conecta variáveis fiscais ao custo de capital e às decisões das empresas. Os números resultam de hipóteses específicas, apresentadas junto com a equação e as séries anuais, para que qualquer leitor possa refazer a conta. No texto e nos gráficos, os resultados aparecem arredondados; as casas decimais ficam no anexo, como memória de cálculo, e não indicam precisão sobre o futuro.

01	O problema: uma dívida que cresce sozinha	03
02	Quatro caminhos para a dívida	04
03	As alternativas e o peso de cada uma	05
04	A lente da gestão baseada em valor	06
05	Fontes e método	07
A	Séries anuais da simulação	08

01 · O PROBLEMA

Uma dívida que cresce sozinha.

A dívida bruta do governo geral chegou a 82,9% do PIB em setembro de 2026, segundo o Banco Central. Nos 12 meses até setembro, os juros nominais do setor público consolidado somaram 8,99% do PIB; considerado apenas o governo central, foram 8,1% do PIB nos 12 meses até agosto. Cerca de 90% da despesa primária federal é obrigatória por lei: previdência, pessoal, benefícios assistenciais, pisos de saúde e educação.

Quem já conduziu uma reestruturação reconhece a lógica, guardadas as diferenças: a analogia é didática, não uma equivalência. A dívida pública depende do juro implícito, do crescimento nominal do PIB, do resultado primário e de ajustes patrimoniais; a de uma empresa, da geração de caixa e dos contratos. Nos dois casos, quando o juro real supera o crescimento, a dívida tende a crescer em proporção do PIB, a menos que um saldo primário suficiente, ou um ajuste patrimonial, compense a diferença. Em 2025, o juro real da dívida foi de 9,3%, e a economia cresceu 2,3%.

Para estabilizar a dívida, o governo precisaria economizar cerca de 5,5% do PIB por ano antes dos juros. Hoje, antes dos juros, gasta o equivalente a 0,5% do PIB a mais do que arrecada.

Há um segundo problema, menos visível. Se as despesas obrigatórias continuarem crescendo 3,3% acima da inflação, como em 2022–2025, a regra fiscal atual deixa de caber no orçamento já em 2027. Para respeitar o limite de despesa, o governo teria de comprimir investimento e custeio abaixo do mínimo necessário para a máquina funcionar.

02 · QUATRO CAMINHOS PARA A DÍVIDA

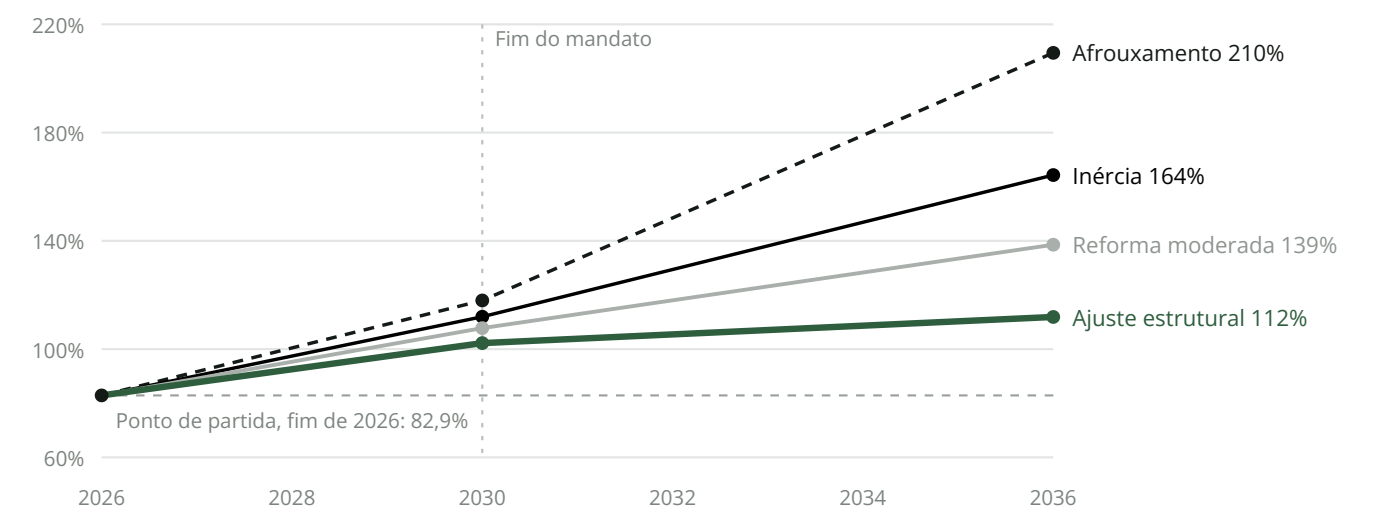
Na simulação, nenhum caminho reduz a dívida no mandato; a diferença aparece depois de 2030.

Os números a seguir são resultados do modelo da Altoris sob as hipóteses de cada caminho, não trajetórias inevitáveis nem estimativas pontuais do futuro. Por hipótese do modelo, todos os cenários partem de 82,9% do PIB no fim de 2026, o mesmo nível observado em setembro, e as decisões começam com a posse. A Selic de cada caminho reflete a credibilidade da política fiscal: até 2030, parte da curva de juros de mercado; depois, converge para um nível de longo prazo coerente com cada escolha.

CENÁRIO	O QUE O GOVERNO DECIDE	SELIC MÉDIA, 2027 → 2030
Ajuste estrutural	Obrigatórias a 0,8% reais; teto real de 1%; +1 ponto do PIB de receita recorrente	13,75% → 9,75%
Reforma moderada	Obrigatórias a 2,0% reais; +0,5 ponto do PIB de receita recorrente	14,25% → 10,75%
Inércia	Regra atual; obrigatórias a 3,3% reais ao ano	14,75% → 12,5%
Afrouxamento	Exceções ao teto; despesa a 3,5% real	15,5% → 14,25%

NA SIMULAÇÃO, NENHUM CAMINHO REDUZ A DÍVIDA ATÉ 2030; DEPOIS, OS EXTREMOS SE AFASTAM

Dívida bruta do governo geral, % do PIB. Em 2036, 112% no ajuste estrutural contra 210% no afrouxamento: perto de 100 pontos de diferença



Fonte: Simulação Altoris (Monitor Fiscal); Banco Central; curva de juros de 26/10/2026. Pontos de 2026, 2030 e 2036.

Duas leituras saem do gráfico. Primeiro, nenhum caminho reduz a dívida até 2030: as reformas fazem diferença, mas o mandato que as faz não colhe o resultado; o seguinte colhe. Segundo, a distância entre os extremos é enorme: em 2036, a conta de juros seria de cerca de 9% do PIB no ajuste estrutural e de cerca de 25% no afrouxamento.

Para referência, o Tesouro Nacional projeta 83,1% do PIB em 2036 no cenário de referência da 8ª edição do Relatório de Projeções Fiscais, de junho de 2026, com pico de 87,9% em 2029. Esse cenário supõe o cumprimento das metas de resultado primário, que chegam a 1,5% do PIB a partir de 2030, e premissas macroeconômicas anteriores à eleição.

A distância vem de premissas, não da equação, e quase toda de uma só: a diferença entre o custo médio da dívida e o crescimento nominal do PIB. Não é o resultado primário. Aplicando as metas do Tesouro, de 0,5% do PIB em 2027 até 1,5% a partir de 2030, aos juros e ao crescimento do nosso ajuste estrutural, a dívida chegaria a 114% do PIB em 2036, praticamente o mesmo resultado.

No ajuste estrutural, o custo médio da dívida supera o crescimento nominal do PIB em quase 5 pontos por ano, em média: cerca de 7 pontos em 2027 e de 3 em 2036. Pelas nossas contas, para chegar aos 83,1% do Tesouro com aquelas metas, essa diferença teria de ficar abaixo de 2 pontos em média e se aproximar de zero no fim da década. O cenário do Tesouro supõe, portanto, um custo da dívida muito mais próximo do crescimento da economia do que a curva de juros de 26/10 indica hoje. Qual das duas trajetórias se aproxima da realidade depende da credibilidade fiscal, a segunda alavanca deste artigo.

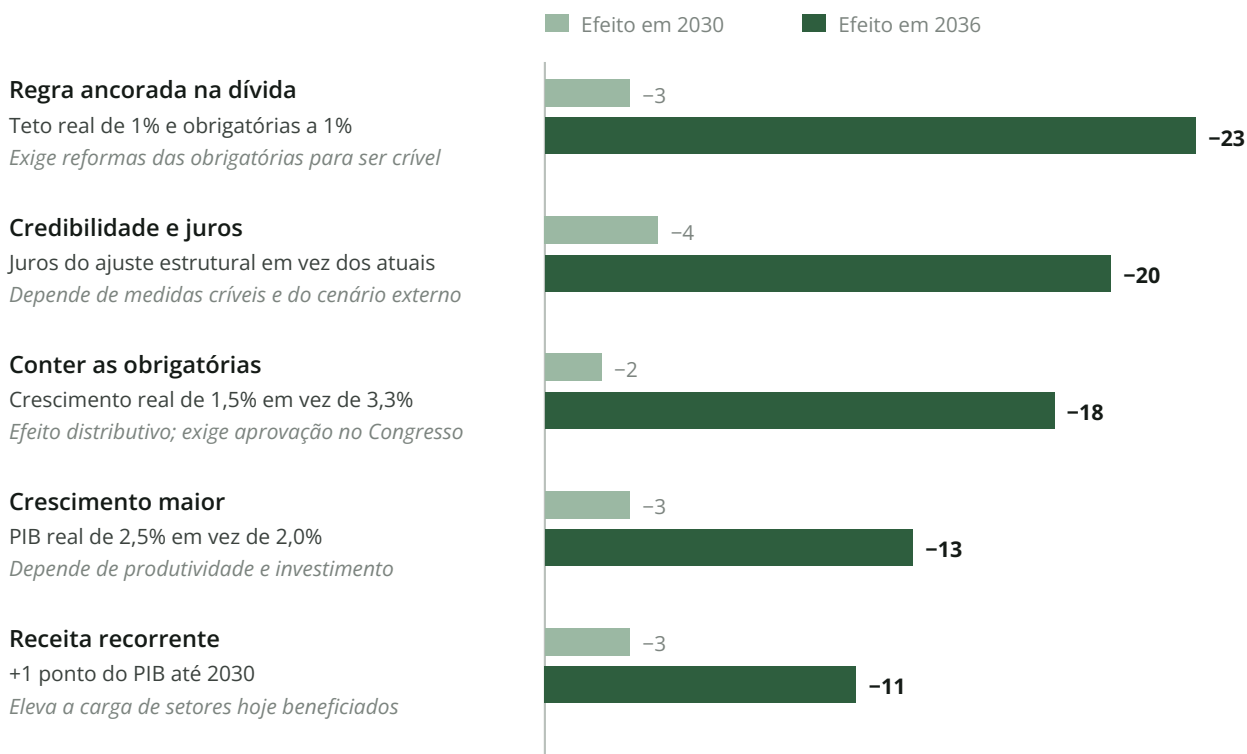
03 · AS ALTERNATIVAS E O PESO DE CADA UMA

No modelo, o que mais pesa: conter o gasto automático e ganhar credibilidade.

No mesmo modelo, testamos cada alavanca isoladamente contra o cenário de inércia. O efeito é medido em pontos do PIB de dívida e cresce com o tempo: pequeno até 2030, decisivo em 2036. São sensibilidades do modelo, não relações causais estimadas empiricamente: mostram quanto cada hipótese move o resultado, mantidas as demais.

NO MODELO, CADA ALAVANCA RENDE ATÉ CERCA DE 4 PONTOS ATÉ 2030 E ATÉ CERCA DE 23 PONTOS EM 2036

Sensibilidade da dívida bruta contra o cenário de inércia, pontos do PIB, cada alavanca testada isoladamente



Fonte: Simulação Altoris (Monitor Fiscal), ponto de partida comum em 2026 e curva de juros de 26/10/2026.

No modelo, a alternativa de maior efeito é estrutural: conter as despesas que crescem automaticamente, por indexação e vinculação. A regra ancorada na dívida só lidera porque inclui essa contenção.

A segunda é menos óbvia: credibilidade. O mesmo ajuste estrutural, sem a queda de juros que a confiança traz, termina 2036 com dívida perto de 131% do PIB, e não de 112%. Quem já renegociou dívida conhece a lógica: o mesmo plano, apresentado com credibilidade, sai mais barato.

A conta por trás desse efeito é simples. Na inércia, o custo médio da dívida chega a cerca de 10% ao ano em 2036; com o caminho de juros do ajuste estrutural, a menos de 9%. São cerca de 1,5 ponto a menos de custo, aplicados durante uma década a uma dívida que passa de 100% do PIB: no modelo, a dívida de 2036 fica cerca de 20 pontos do PIB menor, mantidas todas as demais hipóteses da inércia.

Receita extraordinária, como royalties e dividendos de estatais, não resolve. Financiar despesa permanente com receita que não se repete apenas adia a conta.

04 · A LENTE DA GESTÃO BASEADA EM VALOR

Para as empresas, a conta já chegou.

É a mesma prescrição que fazemos a uma empresa que destrói valor: atacar primeiro a estrutura de custos que cresce automaticamente, depois o custo do capital e só então a receita. E, como em qualquer reestruturação, o plano vale pelo que é executado, não pelo que é anunciado.

Para as empresas, a conta já chegou. Nas 235 companhias abertas não financeiras da B3 acompanhadas pelo Termômetro de Valor, a mediana do retorno sobre o capital investido (ROIC) foi de 9,9% em 2025, para uma mediana de custo médio ponderado de capital (WACC) de 17,1%. Com juros altos por mais tempo, três decisões se impõem:

1. Orçar 2027 com os juros que o mercado precifica hoje.
2. Testar caixa e dívida num cenário adverso.
3. Recalcular o custo de capital antes de aprovar qualquer investimento.

A pergunta difícil é: quanto do orçamento de 2027 da sua empresa depende de um ajuste fiscal que ainda não foi decidido?

05 · FONTES E MÉTODO

Fontes e método.

Banco Central, Estatísticas Fiscais de setembro de 2026, divulgadas em 29/10/2026 (dívida bruta e juros do setor público consolidado); Tesouro Nacional, Resultado do Tesouro Nacional até agosto de 2026 (juros do governo central) e Relatório de Projeções Fiscais, 8ª edição; Boletim Focus; IBGE; curva de juros de 26/10/2026.

Termômetro de Valor (Altoris), safra de 13/10/2026: 235 companhias abertas não financeiras da B3, demonstrações de 2025. ROIC = lucro operacional após impostos dividido pelo capital investido por sócios e credores; WACC = custo médio ponderado de capital próprio e de terceiros. Os valores são medianas do grupo.

A simulação é da Altoris. A dívida segue a equação abaixo, com o custo médio da dívida ajustando-se 35% ao ano na direção da Selic. Cenários são simulações, não previsões.

Limitações. O modelo é determinístico e não atribui probabilidade aos cenários. Os efeitos das alavancas são sensibilidades sob as hipóteses do modelo, não relações causais estimadas. Os resultados dependem sobretudo da diferença entre o custo médio da dívida e o crescimento nominal do PIB; mudanças nessas hipóteses alteram os números de 2036 de forma relevante.

$$d(t) = d(t-1) \times (1 + i) / (1 + g) - \text{primário}$$

Na equação, d é a dívida bruta do governo geral em proporção do PIB; i , o custo médio implícito da dívida; g , o crescimento nominal do PIB; e primário , o resultado primário do setor público. Ajustes patrimoniais, como privatizações, reconhecimento de passivos e variação cambial, são supostos nulos. As séries anuais de cada cenário, de 2026 a 2036, estão no anexo metodológico, ao fim do artigo.

PIB nominal: crescimento real e inflação de médio prazo de cada cenário (inércia, 2,0% e 3,75%; ajuste estrutural, 2,3% e 3,25%; reforma moderada, 2,0% e 3,5%; afrouxamento, 1,5% e 4,5%). Resultado primário do setor público, com 0,05 ponto do PIB de estados e municípios. Selic de 2027 a 2030 pela curva de juros de 26/10/2026; depois, converge em até 1,5 ponto por ano para 8,5% (ajuste estrutural), 9,5% (moderada) e 10% (inércia); no afrouxamento, cada ponto de alta anual da dívida acrescenta 0,25 ponto à Selic.

O estudo completo tem um quinto cenário, o choque máximo, com despesa real caindo 1% ao ano. Ele fica fora deste artigo por ser um teste de limite, não um caminho de política.

Próximo passo. Análise completa no estudo [Perspectivas Econômicas · A economia depois da eleição](#). Para levar estes cenários ao orçamento da sua empresa, [agende uma conversa](#).

ANEXO · SÉRIES ANUAIS DA SIMULAÇÃO

Séries anuais da simulação.

A tabela é a memória de cálculo da simulação: traz, ano a ano, as variáveis de cada cenário. As casas decimais servem para reproduzir a conta, não indicam precisão sobre o futuro. Aplicando a equação $d(t) = d(t-1) \times (1 + i) / (1 + g)$ – primário com o custo médio da dívida (i), o crescimento do PIB nominal (g) e o resultado primário de cada linha, chega-se à dívida bruta do ano; com os valores arredondados da tabela, a diferença é de poucos décimos. Juros, % do PIB, é a conta de juros sobre a dívida bruta, informativa.

CENÁRIO · ANO	SELIC MÉDIA	CUSTO MÉDIO DA DÍVIDA	PIB NOMINAL	RESULTADO PRIMÁRIO	JUROS, % DO PIB	DÍVIDA BRUTA, % DO PIB
TODOS						
2026	14,2%	12,1%	7,1%	-0,6%	8,9%	82,9%
AJUSTE ESTRUTURAL						
2027	13,75%	12,6%	5,6%	-0,1%	9,9%	88,4%
2028	12,25%	12,5%	5,6%	+0,4%	10,5%	93,8%
2029	10,75%	11,9%	5,6%	+0,9%	10,6%	98,5%
2030	9,75%	11,1%	5,6%	+1,4%	10,4%	102,2%
2031	9,13%	10,4%	5,6%	+1,6%	10,1%	105,3%
2032	8,5%	9,8%	5,6%	+1,8%	9,7%	107,6%
2033	8,5%	9,3%	5,6%	+2,1%	9,5%	109,3%
2034	8,5%	9,0%	5,6%	+2,3%	9,3%	110,5%
2035	8,5%	8,8%	5,6%	+2,5%	9,3%	111,4%
2036	8,5%	8,7%	5,6%	+2,7%	9,2%	111,9%
REFORMA MODERADA						
2027	14,25%	12,8%	5,6%	-0,4%	10,1%	89,0%
2028	13,0%	12,9%	5,6%	-0,2%	10,9%	95,4%
2029	11,75%	12,5%	5,6%	-0,1%	11,3%	101,7%
2030	10,75%	11,9%	5,6%	0,0%	11,4%	107,8%
2031	10,13%	11,3%	5,6%	+0,1%	11,5%	113,4%
2032	9,5%	10,6%	5,6%	+0,2%	11,4%	118,7%
2033	9,5%	10,2%	5,6%	+0,2%	11,5%	123,7%
2034	9,5%	10,0%	5,6%	+0,2%	11,7%	128,7%
2035	9,5%	9,8%	5,6%	+0,2%	12,0%	133,6%
2036	9,5%	9,7%	5,6%	+0,2%	12,3%	138,6%
INÉRCIA						
2027	14,75%	13,0%	5,8%	-0,5%	10,2%	89,0%
2028	14,0%	13,3%	5,8%	-0,7%	11,2%	96,0%
2029	13,25%	13,3%	5,8%	-1,0%	12,1%	103,8%

CENÁRIO · ANO	SELIC MÉDIA	CUSTO MÉDIO DA DÍVIDA	PIB NOMINAL	RESULTADO PRIMÁRIO	JUROS, % DO PIB	DÍVIDA BRUTA, % DO PIB
2030	12,5%	13,0%	5,8%	-1,2%	12,8%	112,0%
2031	11,75%	12,6%	5,8%	-1,4%	13,3%	120,6%
2032	10,5%	11,9%	5,8%	-1,7%	13,5%	129,1%
2033	10,0%	11,2%	5,8%	-1,9%	13,7%	137,6%
2034	10,0%	10,8%	5,8%	-2,1%	14,0%	146,2%
2035	10,0%	10,5%	5,8%	-2,4%	14,5%	155,0%
2036	10,0%	10,3%	5,8%	-2,6%	15,1%	164,3%
AFROUXAMENTO						
2027	15,5%	13,3%	6,1%	-1,1%	10,4%	89,6%
2028	15,25%	14,0%	6,1%	-1,6%	11,8%	97,8%
2029	14,75%	14,2%	6,1%	-2,0%	13,1%	107,4%
2030	14,25%	14,2%	6,1%	-2,4%	14,4%	118,0%
2031	13,96%	14,1%	6,1%	-2,8%	15,7%	129,8%
2032	13,81%	14,0%	6,1%	-3,2%	17,2%	142,8%
2033	13,97%	14,0%	6,1%	-3,6%	18,9%	157,1%
2034	14,0%	14,0%	6,1%	-4,1%	20,7%	172,9%
2035	14,0%	14,0%	6,1%	-4,5%	22,8%	190,4%
2036	14,0%	14,0%	6,1%	-4,9%	25,1%	209,5%



Decisões que **criam valor**