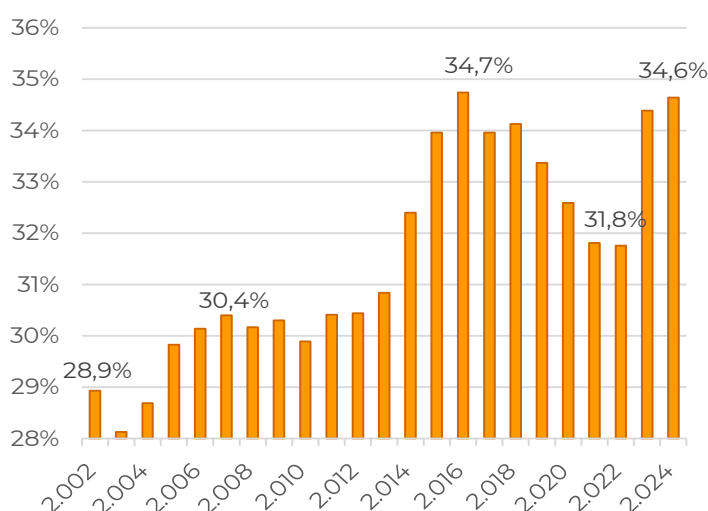


**Gastos Públicos Acelerados e Juros Altos**

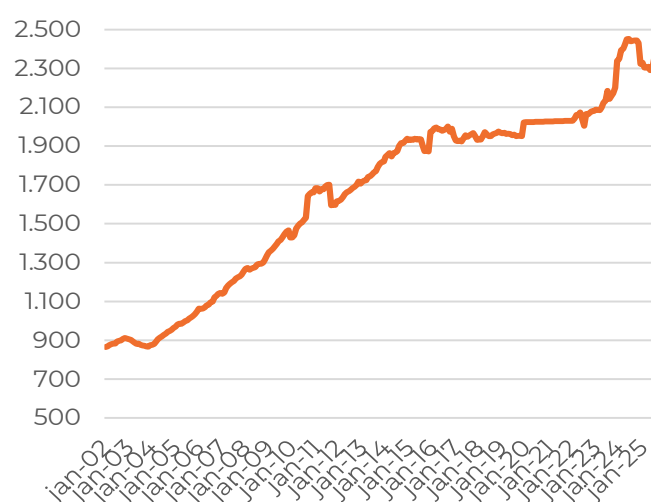
É equivocado atribuir aos defensores de um ajuste fiscal a intenção de cortar os gastos públicos. O ritmo de crescimento das despesas nos últimos anos tem sido tão acelerado que uma simples redução da velocidade de alta já seria um avanço notável. “Conter” parece um verbo mais adequado. Dentre os diversos benefícios de um estado menos esbanjador, destaca-se a possibilidade de viabilizar taxas de juros mais baixas. Caso as projeções do orçamento se confirmem, caminhamos para encerrar o quinquênio 2022-2026 com crescimento de despesas da ordem de 23,5% acima da inflação (média de 4,1% ao ano).

Muito se fala sobre a necessidade de governo reduzir suas despesas com o objetivo de viabilizar um resultado fiscal que seja consistente com a sustentabilidade da dívida. As estimativas¹ mais otimistas apontam para a necessidade de um saldo primário (receitas menos despesas sem considerar a conta financeira) na casa de 1% do PIB, a partir de um pressuposto de que o juro real pode se estabilizar em mais ou menos 1,3 p.p. acima do crescimento do PIB (um juro real de 4% para um crescimento do PIB de 2,7%, por exemplo). Já os mais pessimistas entendem que 2% seria o número mais apropriado, dada a combinação observada de juro real (4,5% a.a.) e crescimento (2,2%) na média dos últimos 20 anos. O fato é que estamos longe de realizar o saldo fiscal necessário. A pouco ambiciosa meta do governo é de 0% do PIB, que com as devidas liberalidades tende a se transformar em um objetivo de -0,7% do PIB, considerado aceitável pela instância política. Sem contar que a combinação entre juros e crescimento esperada para 2026 se mostra altamente desfavorável.

Os dados mostram que gastos públicos têm crescido de forma tão acelerada que não cabe falar em corte. Um objetivo bastante factível, seria simplesmente de reduzir a velocidade de crescimento, a partir dos exagerados ritmos observados recentemente. Veja os gráficos a seguir.

Gráfico 1: Gasto Público Primário do Setor Público Consolidado**(% do PIB)****(obs. excluídas as despesas extraordinárias com a COVID).**

Fonte: Estimativa Pezco com base nos dados da Receita Federal, da Secretaria do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil.

Gráfico 2: Gasto Primário do Governo Federal em Termos Reais**(Acumulado em 12 meses a preços constantes de Agosto de 2025 – R\$ Bilhões)****(obs. excluídas as despesas extraordinárias com a COVID).**

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

¹ A fórmula mais simples usada para estimar o superávit primário necessário para estabilizar a dívida é: $pr = (r-g)D$, onde pr é o superávit primário como percentual do PIB, r o juro real, g o crescimento do PIB e D o estoque de dívida em relação ao PIB.

Marcha Forçada

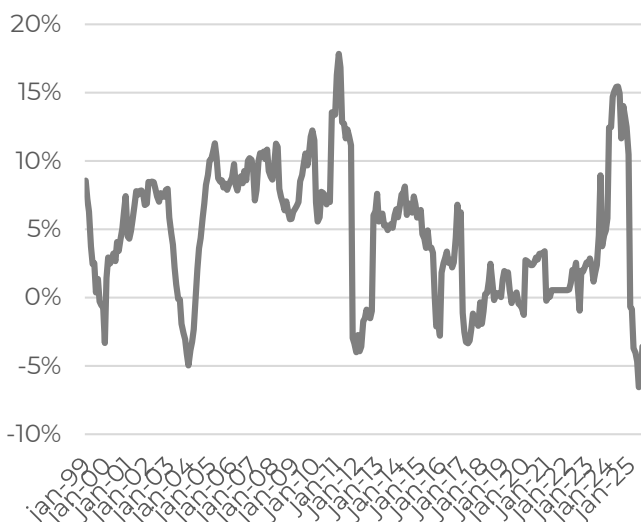
O gráfico 1 na página anterior mostra uma estimativa do gasto primário anual como percentual do PIB para o setor público consolidado. O dado não é divulgado diretamente nem pelo Ministério da Fazenda nem pelo Banco Central do Brasil. Consiste em uma estimativa resultante da dedução da carga tributária total pelo superávit primário calculado pela autoridade monetária. Já a figura do lado esquerdo (gráfico 2), apresenta a evolução do total das despesas do governo federal a preços constantes, isto é, ajustadas pela inflação. Nos dois casos impressiona a dinâmica nos anos iniciais das décadas anterior e atual. Os dados ilustram também a eficácia do mecanismo que ficou conhecido como teto de gastos, instituído em 2017 e abandonado em 2023.

A avaliação conjunta permite observar que foram praticamente inexistentes momentos de redução de gastos em termos reais. Na prática, os casos de variação mais próximas de zero (gráfico 3) não decorreram de iniciativas de cortes estruturais. Resultaram ou de surpresa inflacionária ou de ocorrência de despesas extraordinárias que não se repetiram no período seguinte. É o caso do pagamento de precatórios, por exemplo, que inflou os números de 2023 e 2024, mas sua ausência em mesma magnitude no ano atual produziu uma estatística aparentemente benigna nos últimos meses.

Mas a constatação de que o movimento recente reflete mais um ajuste estatístico temporário do que uma política efetiva de austeridade é reforçada pelas projeções do próprio governo, que mesmo usualmente subestimadas, e considerando o período eleitoral, mostram a retomada da propensão de expandir gastos em ritmo não longe de 5% acima da inflação (o que levará a quase 10% de aumento nominal).

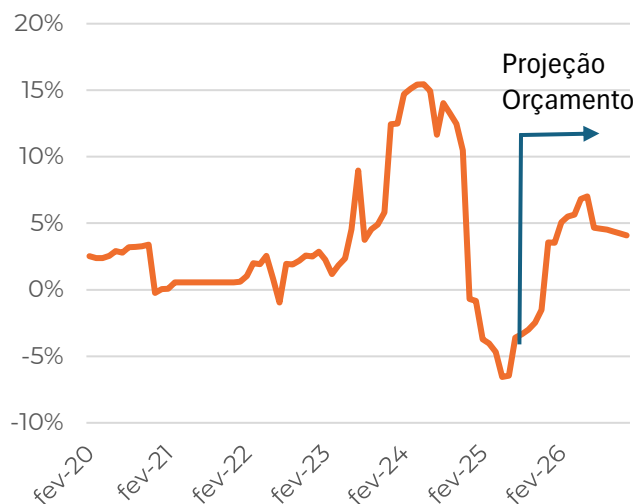
Caso as projeções do orçamento se confirmem, caminhamos para encerrar o quinquênio 2022-2026 com crescimento de despesas da ordem de 23,5% acima da inflação (média de 4,1% ao ano).

Gráfico 3: Crescimento Real das Despesas do Governo Federal (excluídos os Gastos Extraordinários com a Covid) (% em 12 meses de 1999 a Agosto de 2025)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Gráfico 4: Crescimento Real das Despesas do Governo Federal (excluídos os Gastos Extraordinários com a Covid) (% em 12 meses de 2020 a 2026)



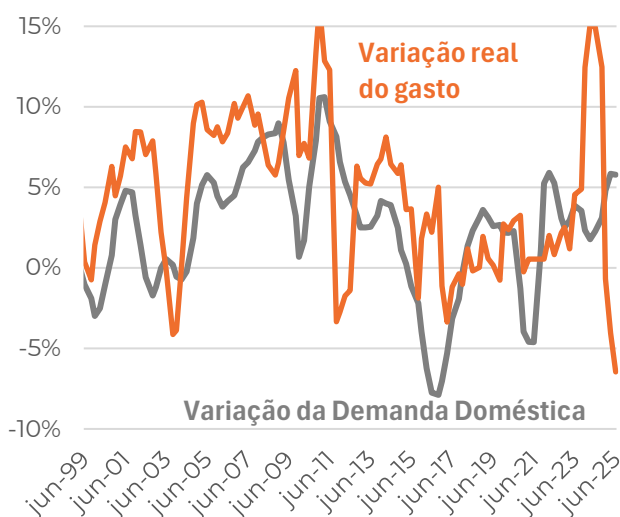
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Ministério do Planejamento e Orçamento

Impulso fiscal, Inflação e Juros

Dentre os diversos benefícios de um estado menos esbanjador, destaca-se a possibilidade de viabilizar taxas de juros mais baixas. A expansão exagerada de gastos tem um efeito colateral importante em termos distributivos: ajuda a produzir inflação (que acaba impactando de forma mais intensa a parcela da população que tem menos instrumentos para se defender do aumento de preços) e exige taxas de juros mais elevadas (o que agrava a concentração de renda).

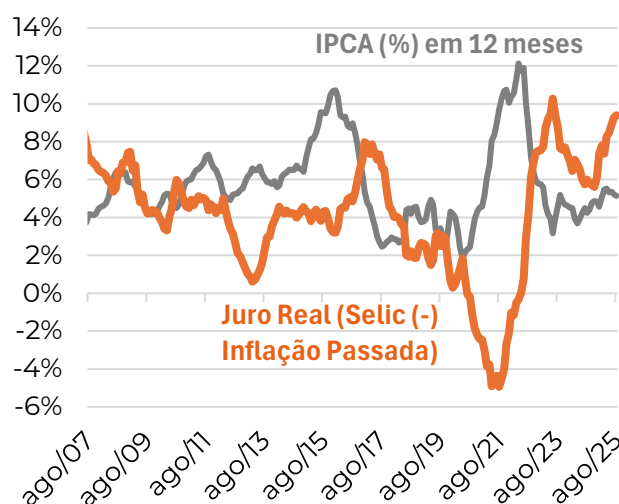
O gráfico 5, abaixo, ilustra como muitos episódios de expansão mais forte da demanda observados nas últimas décadas podem ter sido provocados ou reforçados por políticas fiscais expansionistas. Do lado esquerdo (gráfico 6), vemos os ciclos de alta da inflação sendo sucedidos por aumento da taxa de juro real.

Gráfico 5: Variação Real do Gasto Público e da Demanda Doméstica (excluídos os Gastos Extraordinários com a Covid) (% em 12 meses)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e IBGE

Gráfico 6: Juro Real (Selic (-) IPCA) e IPCA em 12 meses (%)



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

Apenas para ficar no caso mais recente, é fácil perceber que a farra dos gastos observada nos últimos anos contribuiu para levar a inflação interanual que era 3,2% em junho de 2023 para 5,4% no mesmo mês de 2025. A marcha forçada do impulso fiscal direto se soma ao aumento da oferta de crédito por parte dos bancos públicos para produzir pressão sobre a demanda doméstica, obrigando o Banco Central do Brasil a apertar a política monetária de modo a compensar a força expansionista. A tendência de queda da taxa básica de juros que se observa desde meados de 2023 teve que ser revertida no ano seguinte, produzindo um ciclo que elevou a Selic de 10,5% a.a. para 15% a.a..

A taxa de juro real ao longo de 2025, quando considerada a medida nominal deduzida das expectativas inflacionárias situa-se atualmente perto de 10% ao ano. Ver [Juro real: Quanto é muito?](#). A conta de serviço da dívida do setor público consolidado em 12 meses terminados em agosto último atingiu quase 1 trilhão de reais (R\$ 946 bilhões).

Conclusão

É equivocado atribuir aos defensores de um ajuste nas contas públicas a intenção de cortar os gastos públicos. O ritmo de crescimento das despesas nos últimos anos tem sido tão acelerado que uma simples redução da velocidade de alta já seria um avanço notável. “Conter” parece um verbo mais adequado. A política fiscal expansionista provoca inflação e elevação de juros. Vimos que é até possível constatar perda de força do impulso fiscal, após o exagero de 2023 e 2024. Isso explica a desaceleração da atividade e econômica em curso e pode ajudar a autoridade monetária a iniciar o ciclo de redução da Selic no início do ano que vem. Infelizmente, no entanto, parece difícil acreditar em convergência dos juros para patamares aceitáveis considerando a reaceleração dos gastos já contratados para o ano que vem.

PEZCO ECONOMICS Economia & Mercados

Contato: economics@pezco.com.br

+55 (11) 3582 5509

Rua Bela Cintra, 1200, 1º andar, Consolação, São Paulo, SP

Este relatório foi preparado e publicado pela equipe de sócios e consultores da Pezco Consultoria, Editora e Desenvolvimento Ltda (“Pezco Economics”), exclusivamente para seus clientes e parceiros. Este documento tem como objetivo servir de base para a discussão de elementos do ambiente econômico e setorial, através da compilação de informações e exposição de análises e de pontos de vista. Foram tomados os melhores cuidados com a confiabilidade das informações e de suas fontes, mas não é possível garantir a exatidão delas ou das análises realizadas sobre elas. Todas as informações aqui contidas a título de “projeção” ou “previsão” estão fundamentadas em elementos e tendências disponíveis quando a análise foi produzida, cujos pressupostos podem mudar significativamente ao longo do tempo. Este documento não se destina a oferecer ou solicitar compra ou venda de quaisquer bens ou serviços. A Pezco Economics e os profissionais que participaram deste relatório não se responsabilizam por decisões tomadas com base neste. Tanto a Pezco Economics quanto seus sócios e consultores que figuram neste relatório podem manter posições em ativos mencionados neste documento, bem como podem estar participando ou ter participado de projetos de consultoria/assessoria relacionados a organizações aqui mencionadas – nesse caso, as análises resultantes desconsideram as informações não públicas e protegidas por acordos de confidencialidade. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito pela Pezco Economics.