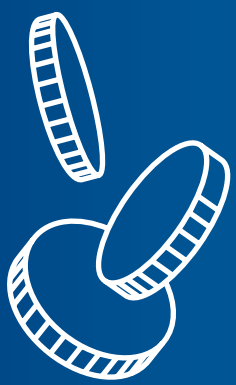


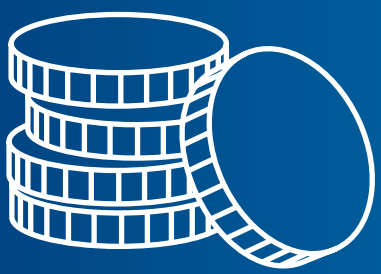
Carta do IBRE

Ciclo político de 2026 é um ingrediente a mais nas complicações macroeconômicas

Luiz Guilherme Schymura

Pesquisador do FGV IBRE e doutor em economia pela FGV EPGE





A relação entre finanças públicas e ciclos eleitorais é muito forte, dados os componentes de economia política presentes no orçamento público. Em linhas gerais, o gasto público tende a ser mais elevado em períodos eleitorais com o objetivo de gerar uma sensação de bem-estar e ajudar a popularidade do incumbente.

Nos gráficos 1 e 2 pode-se notar que, no atual ciclo eleitoral (dados até o primeiro trimestre de 2026), os gastos primários federais (gráfico 1, linha amarela) deram partida com bastante força, comparados a outros ciclos do passado. Já os gastos estaduais (gráfico 2, linha amarela) têm um comportamento no atual ciclo, comparativamente ao imediatamente anterior, bem mais modesto.

É preciso levar em conta, no entanto, o enorme salto dos gastos estaduais no ciclo de 2021-2023 (gráfico 2, linha azul), sem que houvesse reversão após as eleições. Dessa forma, o comportamento discreto do gasto estadual no ciclo 2025-2027 parte de um patamar historicamente muito elevado.

Já o gráfico 3 apresenta o impulso do gasto público (diferentes tipos de gasto combinados com seus respectivos multiplicadores fiscais), dividido entre federal e dos governos regionais, e a variação absoluta do PIB (círculos laranjas) para cada ano desde 2011. Os dados de 2026 são do primeiro trimestre, dessazonalizados e anualizados. Todos os dados estão em bilhões de reais constantes do primeiro trimestre de 2026.

Pode-se observar no gráfico 3 que as eleições de 2022 e a atual (até o primeiro trimestre) apresentam ciclos políticos bem mais pronunciados que os pleitos do passado. É interessante notar que,

Gráfico 1: Evolução do gasto primário total do governo central orçamentário em torno de períodos de eleições gerais

Trimestre da eleição = T. Índice com base 100 sete trimestres antes da eleição
Dados em R$ constantes (deflator do PIB), com ajuste sazonal

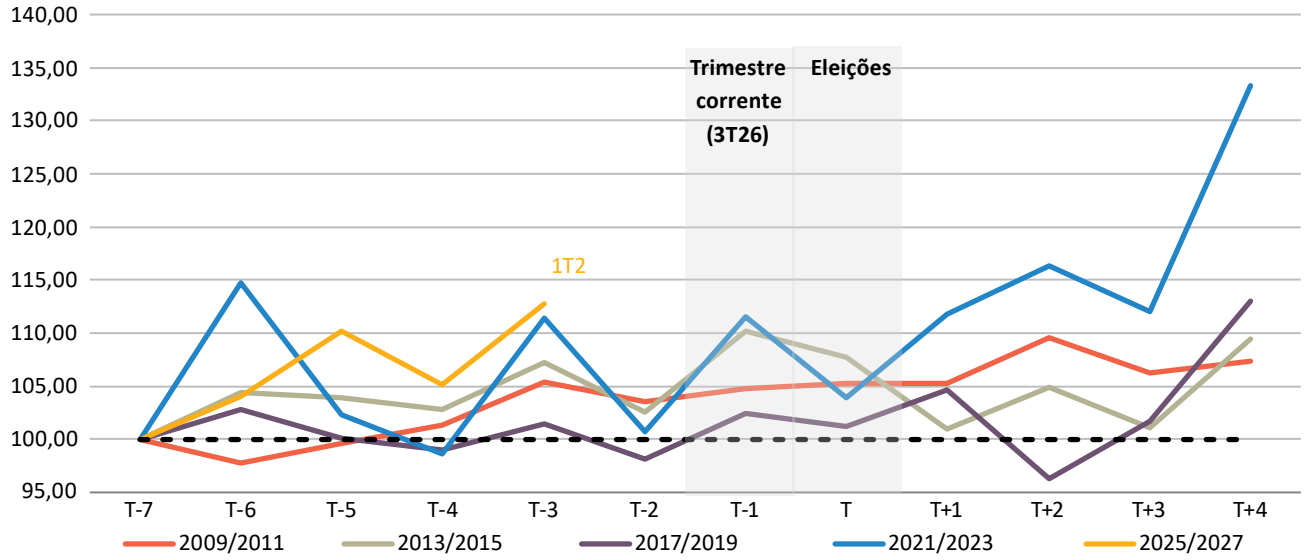
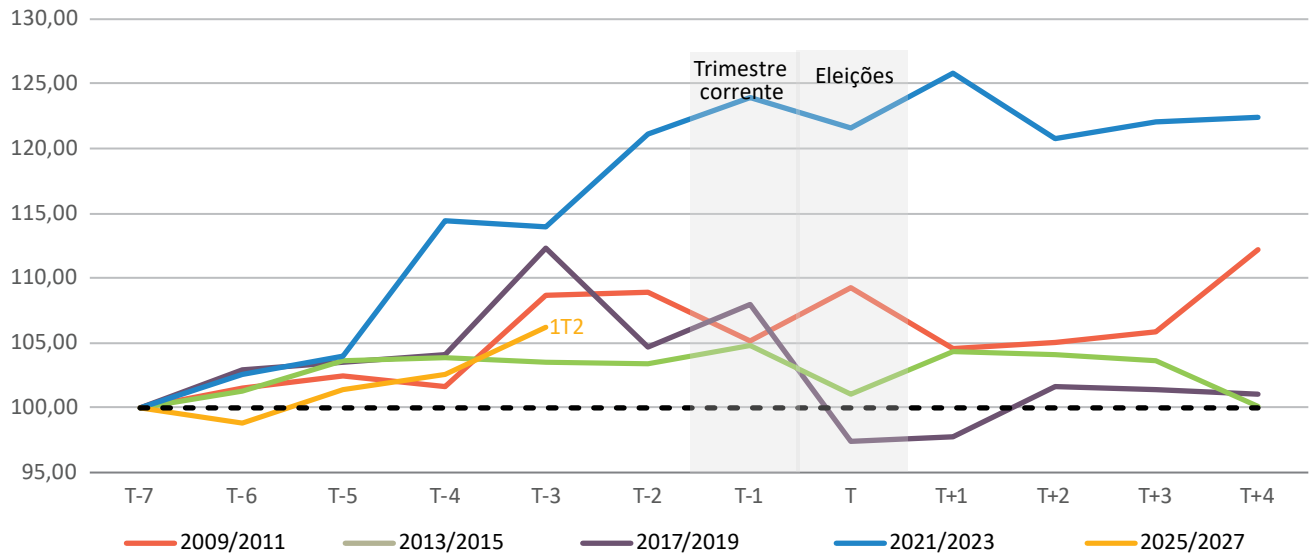


Gráfico 2: Evolução do gasto primário total dos governos estaduais em torno de períodos de eleições gerais

Trimestre da eleição = T. Índice com base 100 sete trimestres antes da eleição
Dados em R$ constantes (deflator do PIB), com ajuste sazonal



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

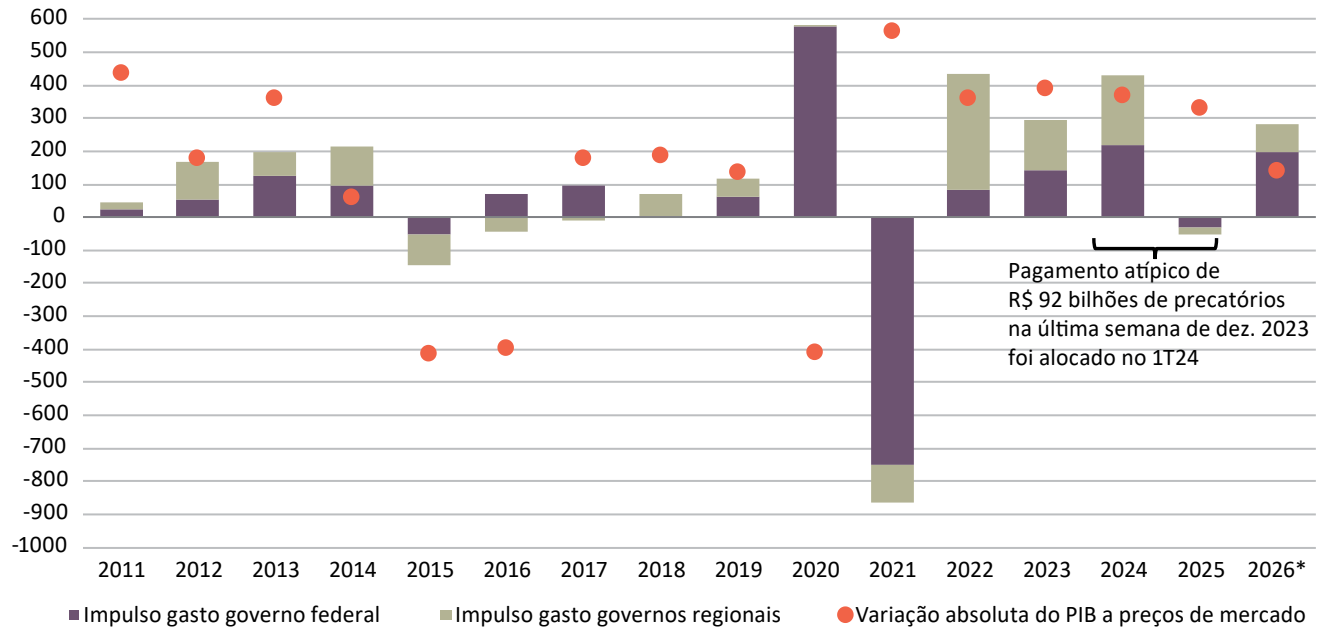
em 2022, o impulso de gasto estadual foi bem maior que o federal, padrão que se inverte em 2026. Tanto em 2022 quanto no primeiro trimestre de 2026, o impulso do gasto foi maior que a variação do PIB, o que implica que haveria crescimento negativo da economia na ausência do efeito do ciclo político sobre o gasto.

Políticas de crédito

Mas uma questão que diferencia o atual ciclo político dos anteriores é que houve expansão mais significativa das políticas de crédito,

Gráfico3: Variação absoluta do PIB *vs* impulso de gasto

Em R$ bilhões constantes do 1T26



*1T26 dessazonalizado e anualizado.

Fontes: Diversas. Elaboração própria, a partir de multiplicadores estimados por Resende e Pires, 2024.

que não são captadas nos gráficos 1 e 2 (que apresentam despesas primárias). No caso dessas políticas de crédito, o impacto fiscal é dado pelo diferencial de juros e pela expectativa de perda com essas operações (inadimplência). Já o impacto sobre a demanda agregada é dado, principalmente, pelo volume contratado das operações de crédito, descontados eventuais efeitos de *crowding out*.

O gráfico 4 mostra a evolução da despesa financeira paga do governo federal, excluindo juros e amortizações da dívida pública. É uma boa medida para acompanhar o estímulo fiscal que o governo tenta oferecer, sobretudo pela via do crédito, que inclui aportes e provisão de *funding* para fundos diversos, entre outras despesas de uma rubrica extremamente variada e complexa.

Nem todas as políticas devem ser ligadas diretamente ao ciclo político, tais como o Brasil Soberano (reação ao tarifaço) ou o programa para financiamento de bens de capital verde, por exemplo, que conta com os tradicionais recursos do FAT. Outras políticas são mais facilmente associadas ao ciclo político, tais como o Desenrola e o Move Brasil (crédito para aquisição de caminhões e para motoristas de aplicativos). No meio disso, diversas ações, como crédito para micro e pequenas empresas, crédito para a indústria 4.0, financiamentos de empresas aéreas e a expansão do Minha Casa, Minha Vida, compõem um quadro abrangente das políticas de crédito e, ao mesmo tempo, complexo para a análise econômica.

No gráfico 4 percebe-se que essas despesas financeiras cresceram vigorosamente desde 2023, e bateram o recorde da série em 2025, quanto atingiram 1,3% do PIB. O dado de janeiro a julho de 2026 é dividido pelo PIB total projetado para o ano. Em apenas um semestre do ano eleitoral, portanto, já se fez quase tanto (1,09% do PIB) quanto em todo o ano de 2025. Segundo Matheus Rosa Ribeiro, economista da consultoria BRCG, a proporção média entre gastos autorizados e pagos nos últimos quatro anos sugere despesas pagas de 1,4% do PIB no total de 2026 – o que, se confirmado, será um novo recorde.

Na visão de Manoel Pires, à frente do Centro de Política Fis-

cal e Orçamento Público do FGV IBRE, o governo está dando prioridade a políticas de crédito no atual ciclo eleitoral porque boa parte dessas operações não tem impacto primário e não está sujeita às regras fiscais. Com isso, o governo consegue conciliar o cumprimento das metas fiscais com os estímulos que planejou para o ano eleitoral.

As políticas de créditos e as políticas fiscais primárias têm características bem diferentes. No caso destas últimas, há uma relação próxima entre o efeito fiscal e o estímulo (que é o custo fiscal vezes o multiplicador). Já nas políticas de crédito essas duas dimensões são muito distintas.

Uma política de financiamento, por exemplo, tem o custo fiscal de subsídios implícitos (os explícitos estão no orçamento primário) e de eventual inadimplência. Já os efeitos de estímulo dependem de quando – e em quanto – a linha será efetivamente contratada, o que pode ocorrer de forma bastante diluída no tempo, devendo ser considerados também os eventuais efeitos de *crowding out*. Aportes para fundos garantidores representam estímulos difíceis de quantificar. No intrincado universo das operações financeiras, estimar custos fiscais e impacto na economia é bem mais difícil do que na política fiscal primária.

Um exemplo da dificuldade em entender o impacto desses incentivos na demanda agregada está na relutância dos bancos em aderir ao programa Desenrola adimplentes ou na subutilização de recursos observada no programa Move Brasil – que liberou, até o momento da redação desta Carta, somente R$ 3,4 bilhões dos R$ 30 bilhões anunciados. O impacto do programa é relevante, são aproximadamente 22 mil veículos até o momento, mas o desembolso é bem inferior ao anunciado.

Pires e Bráulio Borges (também do Centro de Política Fiscal do IBRE) mapearam os estímulos fiscais do atual ciclo político. Em termos de medidas relacionadas a crédito, o montante anunciado chega ao total de R$ 183,4 bilhões, ou R$ 166,7 bilhões excluindo operações recorrentes (ou que possuem fonte de financiamento regular e convencional).

Entrando na seara dos riscos fiscais, na categoria de desonerações, há apenas R$ 3,4 bilhões, a soma da ampliação do MEI (ainda

Gráfico 4: Despesa financeira paga do governo federal, % do PIB

Exclui juros, amortizações, contribuições, previdência e gastos com reforma tributária



Fonte: SIOP. Elaboração: BRCG.

Uma questão que diferencia o atual ciclo político dos anteriores é que houve expansão mais significativa das políticas de crédito, não captada nas contas primárias

não aprovada) com o fim da "taxa das blusinhas".

Eles contabilizam ainda uma eventual capitalização dos Correios, estimada em R$ 20 bilhões, e um montante, difícil de estimar no momento, relacionado à frustração de receitas com a taxação dos dividendos, para compensar a isenção do Imposto de Renda até R$ 5 mil (e redução cadente até R$ 7 mil). Na linha das medidas de difícil estimação está também a renegociação das dívidas rurais, que terá impacto fiscal relevante caso seja aprovada. Finalmente, há as medidas relacionadas à guerra no Oriente Médio, isenções num total de R$ 48 bilhões, mas que não constituem risco fiscal efetivo porque são financiadas pelo "bônus" do aumento da receita petrolífera em função da alta do barril causada pelo conflito e pela introdução do imposto de exportação sobre as vendas de petróleo bruto.

Assim, de um total de R$ 254,8 bilhões de gastos do atual ciclo político, R$ 183,4 bilhões (72%) são medidas relacionadas a crédito. Ou, retirando os itens recorrentes e aqueles relacionados à guerra, R$ 166,7 bilhões (88%) de R$ 190,1 bilhões são medidas relativas a crédito.

Pires e Borges apontam que os riscos fiscais do ciclo político de 2022 (que também mapearam na época) e do atual são bem diferentes. Em 2022 houve surpresas favoráveis expressivas de arrecadação (forte alta do petróleo e surpresa inflacionária) e adiamento de despesas, o que acabou gerando um superávit primário de 0,5% do PIB. Contudo, o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2023, enviado ao Congresso em agosto de 2022, previa um déficit primário de 0,6% do PIB para o primeiro ano do mandato presidencial seguinte. E esse déficit estava subestimado, ao não incorporar o impacto do reajuste definitivo do benefício básico do Auxílio Brasil/Bolsa Família para R$ 600 (0,6% do PIB) e o pagamento dos precatórios "pedalados" de 2022 e 2023. Com esses ajustes, o déficit primário "real" de 2023 se aproximaria de 1,5% do PIB.

O déficit primário efetivamente realizado em 2023 foi de 2,4% do PIB, 0,9% a mais que o déficit de 1,5% mencionado acima. Mas 0,6% do PIB foram a antecipação de precatórios devidos em 2024 e 2025. Assim, o aumento efetivo do gasto – para descomprimir o orçamento – da famosa PEC de Transição foi de cerca de 0,3% do PIB.

No atual cenário eleitoral, como discutido acima, o grosso das políticas do ciclo político com potencial de afetarem o futuro das contas públicas está se dando pelo lado do crédito. Pires assinala que o orçamento financeiro é mais flexível do que o orçamento primário. Uma parte importante do ajuste das contas públicas de 2015-2019, por exemplo, se deu no orçamento financeiro (como o pagamento dos empréstimos do BNDES junto à União) e bem menos nas contas primárias. O orçamento financeiro é mais flexível para se ampliar ou se contrair, com economia política mais fácil, muito menos regras, operacionalização mais discreta e sem gerar direitos adquiridos.

Desafio macroeconômico

Mas os dois pesquisadores acrescentam que o ciclo político da eleição deste ano traz, por outro lado, desafios macroeconômicos que não estavam presentes em 2022. O hiato do produto é positivo atualmente, o que faz com que o impulso eleitoral se dê numa economia já aquecida, em contraste com as eleições gerais anteriores. Ou seja: em 2022, o impulso positivo do gasto foi anticíclico, ao passo que, em 2026, ele está sendo pró-cíclico.

Some-se a isso o fato de que empresas e famílias brasileiras estão muito endividadas. No primeiro caso, o exemplo mais emblemático são as recuperações judiciais de grandes grupos, como Casas Bahia, Braskem ou a rede de restaurantes Habib's. Já a dívida das famílias como percentagem da renda anual atinge quase 50%, estando no patamar mais alto das últimas décadas. No *paper* do FMI "Understanding the macro-financial effects of household debt: A global perspective", constata-se que ciclos de forte endividamento das famílias levam à alta do PIB, que atinge um pico ao redor de 8-10 trimestres. Já a partir do terceiro ano, o efeito torna-se negativo e se aprofunda muito por vários anos.

É o chamado *debt overhang*, ou a "ressaca" do endividamento excessivo. A partir de certo momento a dívida é tão grande que as famílias contraem os gastos para tentar pagá-la, impactando negativamente a demanda agregada, num processo que costuma ser de longa duração.

Em 2027, deve haver a retirada desses estímulos fiscais associados ao ciclo político em uma economia já com sinais de desaceleração. Além disso, como mencionado acima, a elevada alavancagem das famílias é um preditor de desaceleração econômica, por conta do ajuste de balanços em curso. A combinação desses dois choques negativos de demanda parece se harmonizar com a perspectiva de redução dos juros pelo Banco Central, o que também ajudaria no *front* fiscal, via custo de rolagem da dívida pública.

O problema é que há um terceiro choque, de oferta, na forma de um dos mais fortes fenômenos El Niño já observados. Com potencial grande de afetar negativamente a agricultura no Brasil (e em outras partes do mundo), o El Niño pode ter forte efeito inflacionário de curto prazo, que irá na contramão do plano de voo do BC de calibrar para baixo a taxa de juros.

Além disso, como aponta Pires, numa economia já afetada por dois choques negativos de demanda, o governo pode pensar duas vezes antes de iniciar o próximo mandato com um ajuste estrutural das contas públicas, como é previsto, recomendado ou desejado por muitos economistas e pelo mercado financeiro. Assim, se o ciclo político deste ano não parece deixar uma herança fiscal negativa forte para o próximo mandato presidencial, por outro lado o estímulo de crédito dado pelo governo numa economia já muito alavancada é um elemento adicional a se considerar na já complicada equação de política econômica para 2027.



O texto é resultado de reflexões apresentadas em reunião por pesquisadores do IBRE. Dada a pluralidade de visões expostas, o documento traduz minhas percepções sobre o tema. Dessa feita, pode não representar a opinião de parte, ou da maioria, dos que contribuíram para a confecção deste artigo.