TEMÁTICA · NOVEMBRO DE 2026

A conta que o pacote não fecha

O Plano Moretti ajuda nas contas de 2027, mas não entrega o ajuste necessário para estabilizar a dívida.

Fabricio Echeverria

PÚBLICO

O governo anunciou R$ 60 bilhões de ajuste com o Plano Moretti (PLP 299/2026), cujo texto-base foi aprovado pelo Senado em 12 de novembro de 2026. A votação ainda depende dos destaques, antes de o projeto seguir para a Câmara. Mas já é possível avaliar a proposta: quanto ela melhora as contas de forma duradoura e quanto apenas ajuda a fechar o orçamento de 2027?

Cumprir a meta de um ano não garante que a dívida pare de crescer. O pacote precisa ser avaliado pelo efeito que terá sobre as receitas e as despesas ao longo do tempo. Nossa leitura é que ele ajuda em 2027, mas deixa a maior parte do ajuste por fazer.

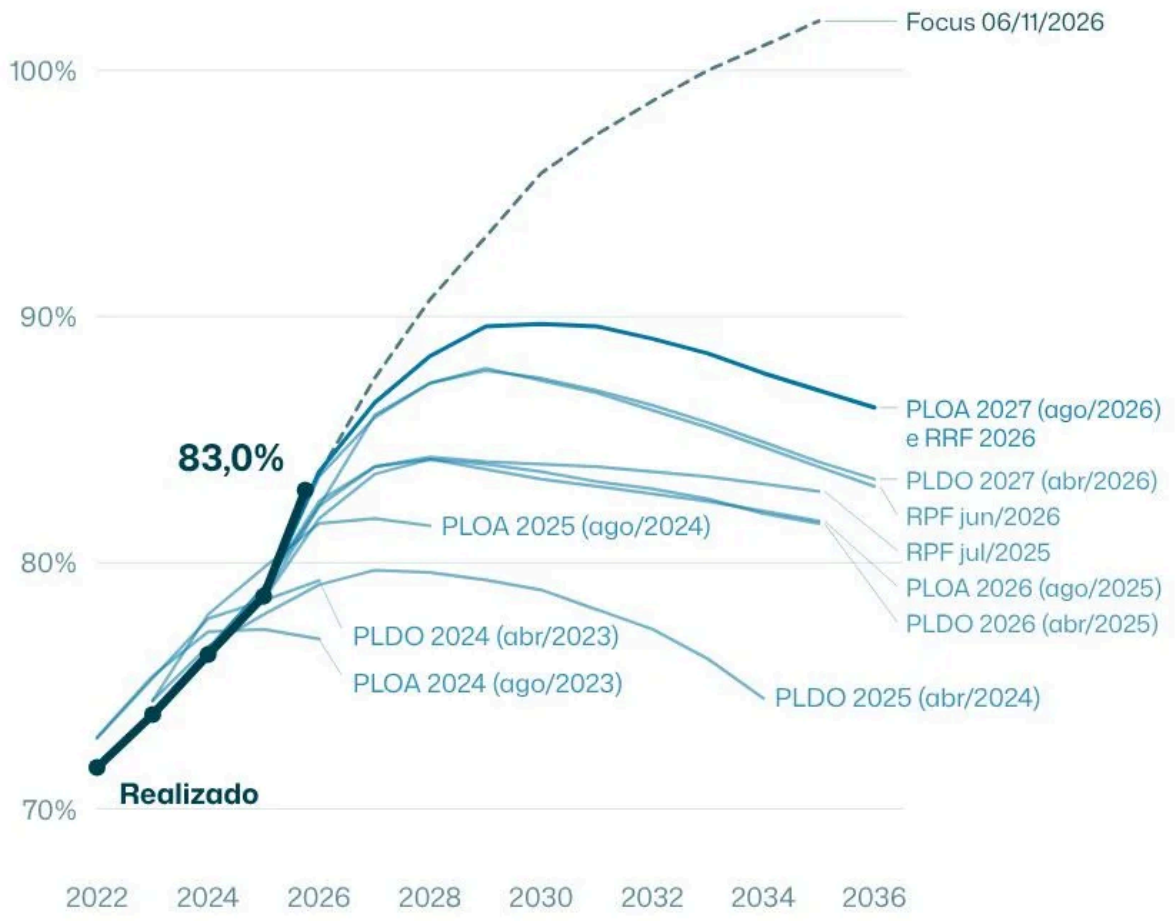
Projeções que se afastam do realizado

O histórico das projeções oficiais explica parte da desconfiança. Em abril de 2023, o governo estimava uma dívida bruta de 79,3% do PIB no fim de 2026. Em setembro de 2026, ela já estava próxima de 83%. O ano ainda não terminou, mas o endividamento já supera em quase quatro pontos do PIB o valor previsto para dezembro.

Nas projeções publicadas desde 2023, a estabilização da dívida vem sendo adiada. O cenário do PLDO 2025, por exemplo, apontava um pico próximo de 80% do PIB em 2027. A projeção mais recente coloca esse pico em 89,7%, em 2030.

DÍVIDA BRUTA · PROJEÇÕES DESDE 2023 CONTRA O REALIZADO

A cada revisão, a dívida projetada fica mais alta e o pico, mais distante



% do PIB. Fonte: PLDOs 2024–2027 (Anexo de Metas Fiscais); PLOAs 2024–2027 (Inf. Complementares vol. III, atualização do Anexo de Riscos Fiscais); Relatório de Riscos Fiscais da União (RRF) 2026; Tesouro, RPF; BCB (Focus de 06/11/2026; SGS 13762). Data-base: 14/11/2026.

Revisar projeções faz parte do trabalho. Crescimento, inflação, juros e decisões fiscais mudam. Mas revisões sucessivas para uma dívida maior exigem uma explicação: quais premissas falharam e o que sustenta a nova trajetória?

Essa resposta importa para quem compra títulos públicos. Quando o governo projeta uma melhora que depende de medidas ainda não entregues, o investidor precisa avaliar a chance de elas acontecerem. Quanto menor a confiança nessa execução, maior tende a ser a remuneração exigida para financiar o Tesouro.

O que muda com as premissas de mercado

O cenário oficial mais recente depende de crescimento entre 2,5% e 2,7% ao ano, queda da Selic para 8,3% em 2030 e melhora do resultado primário até um superávit de 1,3% do PIB em quatro anos.

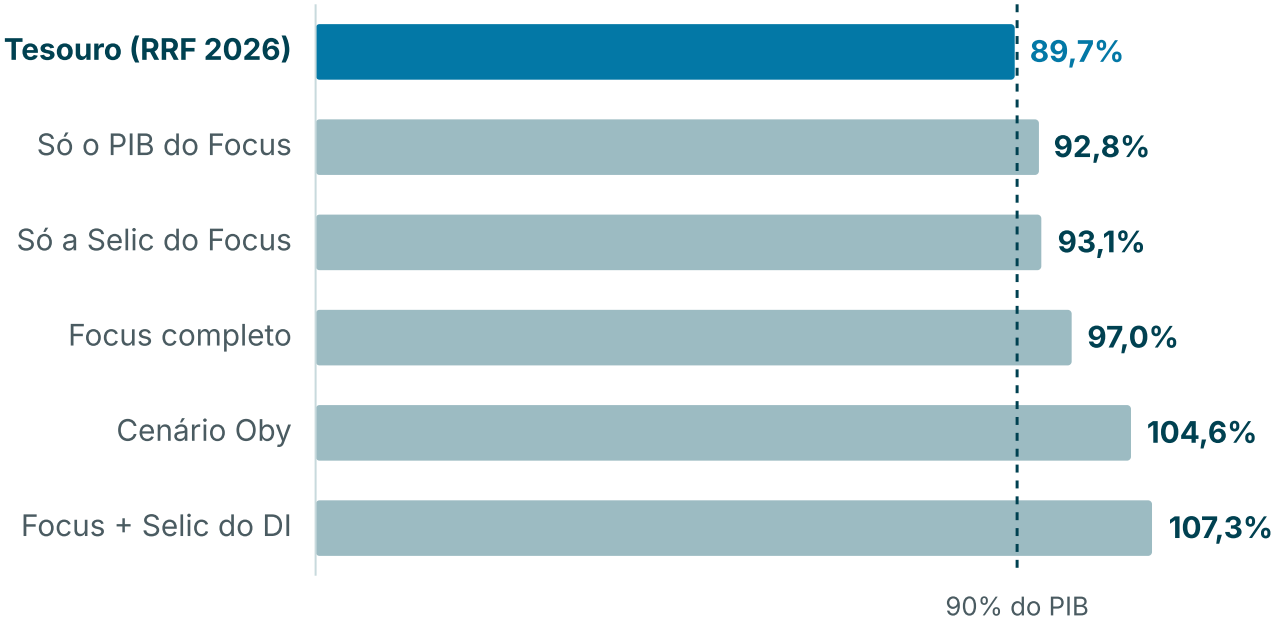
Essas condições precisam se confirmar em conjunto. Para 2027, o Focus espera crescimento de pouco mais de 1%. A curva de juros também mostra taxas elevadas nos prazos mais longos. Elas incluem prêmio de risco e não são uma previsão pura da Selic, mas revelam a distância entre as condições de mercado e as premissas oficiais.

Refizemos as contas do Tesouro com a mesma metodologia, substituindo as premissas oficiais pelas de mercado. Só a troca do crescimento pelo esperado no Focus leva a dívida de 2030 para mais de 92% do PIB. Com o conjunto de premissas de mercado usado no exercício, ela chega a 97%. No cenário da Oby, passa de 104%.

Entre os cenários que calculamos, a dívida só fica abaixo de 90% do PIB em 2030 no cenário do governo.

DÍVIDA BRUTA EM 2030 · % DO PIB

Só o cenário do governo deixa a dívida abaixo de 90% do PIB em 2030



Eixo começa em zero; linha tracejada em 90% do PIB. Fonte: RRF 2026 (fatores de variação) e grade do PLOA 2027; Focus de 06/11/2026; DI de 13/11/2026 (inclui prêmio de prazo: teto); motor de dívida da Oby (15/11/2026). Repasse da Selic calibrado na sensibilidade do RRF. Cálculos da Oby Capital.

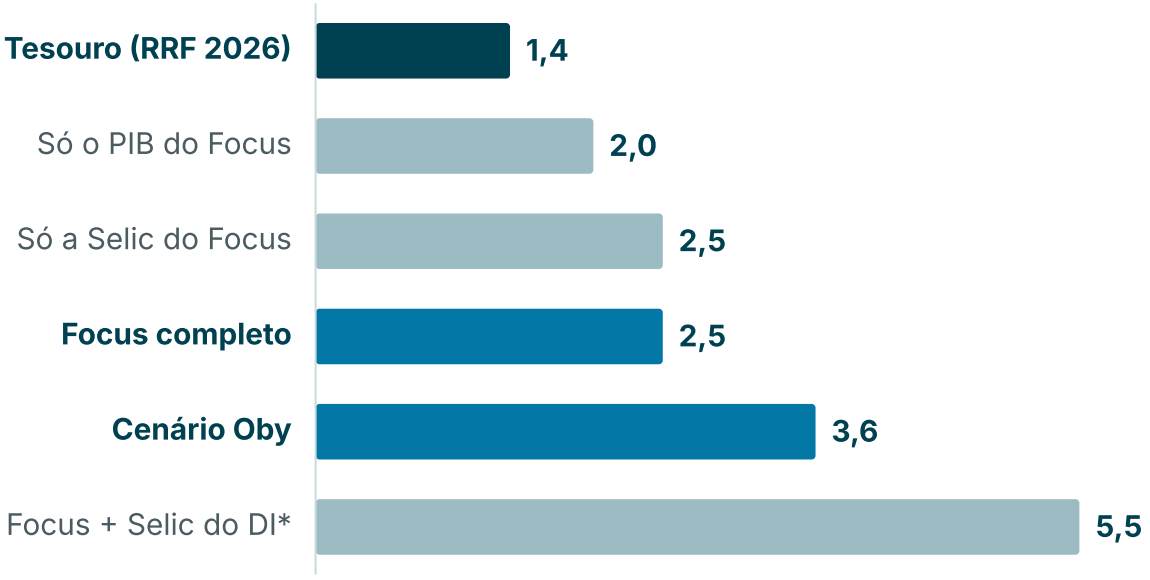
O tamanho do ajuste necessário

Para estabilizar a dívida, o governo precisa gerar um superávit primário suficiente para compensar a diferença entre seu custo de financiamento e o crescimento da economia, além dos demais fatores que alteram o endividamento. Juros maiores e crescimento menor tornam esse esforço mais difícil.

Com as premissas de mercado, nossos cálculos apontam a necessidade de superávits entre 2,5% (Focus) e 3,6% (cenário Oby) do PIB ao ano, de 2027 a 2030. O país ainda parte de uma situação deficitária. Portanto, o ajuste necessário vai além desses percentuais: primeiro é preciso eliminar o déficit, depois produzir o superávit.

PRIMÁRIO QUE ESTABILIZA A DÍVIDA EM 2030 · % DO PIB AO ANO

Com premissas de mercado, o primário teria de ficar entre 2,5% e 3,6% do PIB



Primário constante de 2027 a 2030 que estabiliza a dívida em 2030, com os demais indicadores de cada cenário fixos. Mesmos cenários do gráfico anterior. * PIB, IPCA e primário do Focus de 06/11/2026, com a Selic média igual aos forwards de DI1 de 13/11/2026, de janeiro a janeiro: 14,3% / 15,1% / 15,3% / 15,3% (2027–2030). Inclui prêmio de prazo: é um teto. Fonte: RRF 2026 e grade do PLOA 2027; motores da Oby (15/11/2026). Cálculos da Oby Capital.

O que o pacote entrega

É diante dessa necessidade que devemos avaliar os R$ 60 bilhões anunciados.

O parecer apresenta uma estimativa de R$ 45,1 bilhões a R$ 56,1 bilhões para 2027. Esses valores não foram atualizados para refletir todas as alterações feitas no texto-

base. Além disso, somam medidas com efeitos bastante diferentes.

Uma parte vem da contenção de despesas. A proposta amplia os instrumentos para contingenciar gastos e autoriza o governo a buscar um resultado mais próximo do centro da meta, mesmo quando já estiver dentro da margem de tolerância. Isso não significa uma obrigação automática de alcançar o centro.

As regras podem operar em mais de um exercício, mas a contenção de um ano não se incorpora automaticamente à base de despesas dos seguintes. O texto também permite, sob determinadas condições, abrir espaço para investimentos fora do limite no ano posterior, desde que respeitada a meta fiscal. Por isso, não podemos tratar toda despesa contida como economia permanente.

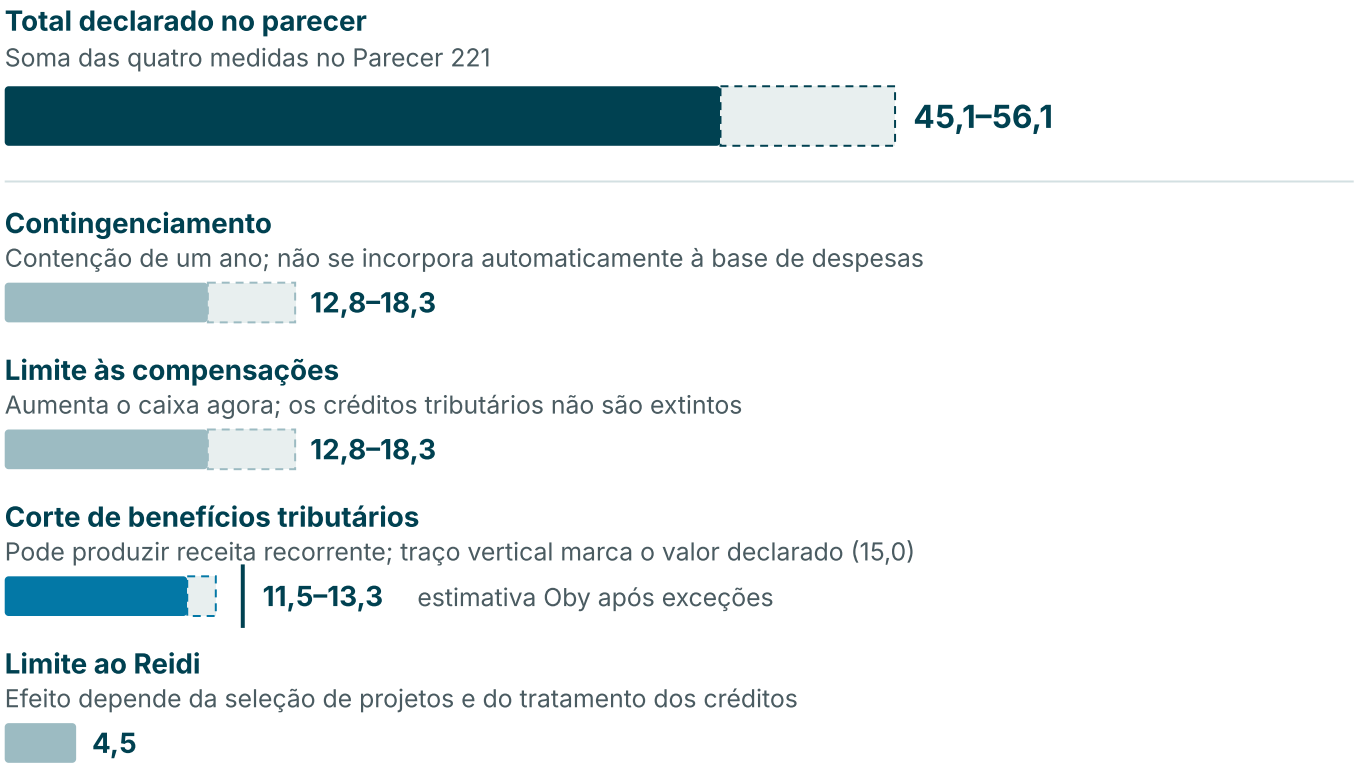
Outra parte vem da limitação das compensações tributárias. Empresas que usariam créditos para quitar tributos passam a recolher mais dinheiro naquele momento. A arrecadação de caixa aumenta, mas os créditos não são extintos pela medida. Seu efeito ao longo do tempo depende de quando e como esses créditos poderão ser utilizados.

Há também um teto para os benefícios do Reidi, o regime de incentivo à infraestrutura. O resultado fiscal dessa mudança depende da seleção dos projetos e do tratamento dos créditos tributários. Não cabe classificar todo o valor como receita permanente nem como simples antecipação sem considerar esses efeitos.

O corte adicional de benefícios tributários é estimado em R$ 15 bilhões no parecer, antes da revisão pelas exceções incluídas no texto. É uma medida que pode produzir receita recorrente, mas seu alcance final ainda depende da tramitação.

PLANO MORETTI · EFEITO NO PRIMÁRIO DE 2027 · R$ BILHÕES

Os R$ 45–56 bi do parecer somam medidas de natureza diferente



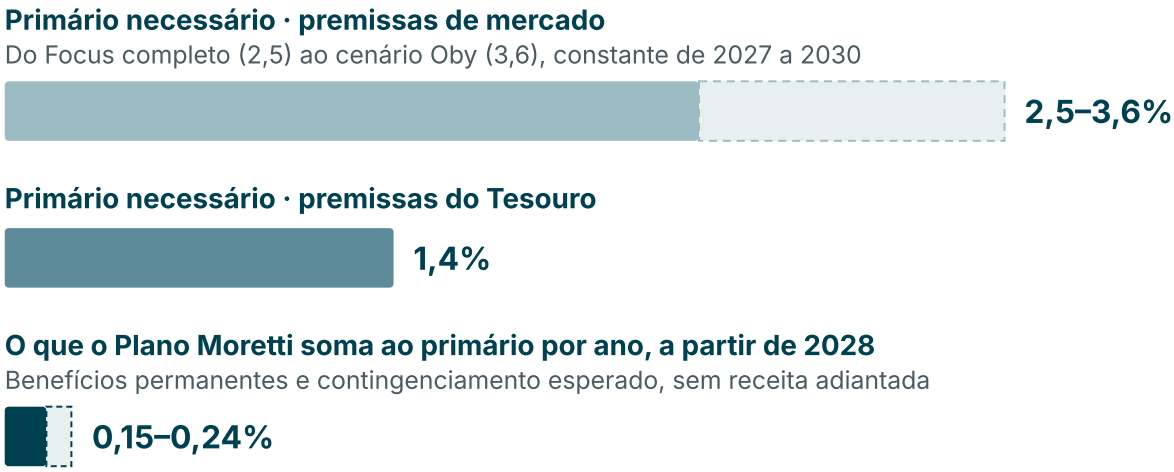
Barra cheia: limite inferior da estimativa; trecho tracejado: intervalo até o limite superior. Valores do parecer não atualizados para todas as alterações do texto-base. Fonte: PLP 299/2026 e Parecer 221/2026-PLEN; Receita Federal (DGT 2027, Nota Cetad 009/2026); LC 214/2025 (arts. 39, 40 e 49). Cálculos da Oby Capital. Data-base: 14/11/2026.

O pacote inclui ainda travas que reduzem o limite de despesas a partir de 2028 em determinadas situações. Parte delas tem prazo definido e não reduz a base de cálculo dos exercícios posteriores. O efeito precisa ser avaliado ano a ano, conforme as condições de aplicação.

Considerando esses mecanismos, estimamos uma melhora de 0,15% a 0,24% do PIB por ano a partir de 2028. É uma contribuição, mas insuficiente para entregar os superávits necessários nos cenários de mercado que usamos.

PLANO MORETTI · TAMANHO DO AJUSTE · % DO PIB AO ANO

Com premissas de mercado, o pacote entrega menos de um décimo do primário necessário



Eixo começa em zero. Fonte: primário necessário pela identidade da dívida (gráfico anterior), constante de 2027 a 2030; plano pela replicação da Oby (benefícios e contingenciamento esperado, sem compensações nem Reidi). Cálculos da Oby Capital.

Com as premissas do Tesouro, a distância para estabilizar a dívida é menor. Se o crescimento vier mais forte e o custo da dívida cair como o governo espera, o pacote terá mais peso no ajuste. Se essas premissas não se confirmarem, serão necessárias medidas adicionais.

O que acompanhar

A curva de juros ajuda a entender essa dúvida. As taxas longas refletem expectativas de política monetária, inflação e prêmios exigidos pelos investidores. O risco fiscal é parte dessa conta. A aprovação de medidas pode melhorar a avaliação do mercado, mas uma queda duradoura do custo de financiamento exige confiança de que o governo conseguirá controlar a dívida.

A dívida bruta passou de aproximadamente 72% do PIB no fim de 2022 para cerca de 83% em setembro de 2026. Mesmo no cenário oficial, ela continua crescendo até 2030. O Plano Moretti amplia os instrumentos disponíveis para perseguir a meta de 2027, mas não garante seu cumprimento nem resolve, por si só, a trajetória do endividamento.

Nossa avaliação é que novas medidas serão necessárias. Os relatórios bimestrais de 2027 mostrarão quanto da receita prevista entrou e quanto da contenção de despesas

foi executado. Nos anos seguintes, será preciso verificar se o ganho se mantém ou se parte dele é compensada por novos gastos e pelo uso dos créditos adiados.

O governo recupera credibilidade quando entrega resultados compatíveis com suas projeções. Enquanto a estabilização da dívida continuar sendo adiada, será difícil convencer o investidor a financiar o Tesouro a juros menores.

Fontes: PLP 299/2026 e Parecer 221/2026; nota informativa sobre o texto-base aprovado; PLDOs e PLOAs 2024–2027; Relatório de Riscos Fiscais da União 2026; Receita Federal; Banco Central; B3. Cálculos da Oby Capital. Dados de mercado: 14/11/2026. Tramitação legislativa: 16/11/2026.

PÚBLICO Material público da Oby Capital.

Este material tem caráter meramente informativo, reflete a leitura da equipe de gestão na data de publicação e não constitui recomendação de investimento.