MF ADVISOR · NOTA TÉCNICA · ELEIÇÕES 2026

Como projetamos a dívida

A conta por trás dos cenários de 2027 a 2030 do relatório especial "Quem vencer herda a mesma conta": a equação, as premissas, o cálculo ano a ano, as sensibilidades e os limites. Uma planilha com as fórmulas abertas acompanha esta nota.

NOTA TÉCNICA · 16 DE OUTUBRO DE 2026 · COMPLEMENTA O RELATÓRIO ESPECIAL DE 11/10/2026



MF ADVISOR RESEARCH

Um passo por ano: juros, crescimento, primário e venda de ativos

Os cenários usam a dinâmica padrão da dívida pública em proporção do PIB. A cada ano, a dívida cresce com os juros, é diluída pelo crescimento do PIB nominal e é abatida pelo superávit primário e pela venda de ativos.

$$d_t = d_{t-1} \times (1 + i_t) \div (1 + g_t) - p_t - a_t$$

$$i_t = \bar{\imath}_t + \theta \times (d_{t-1} - d_{2026})$$

$$g_t = (1 + \bar{y}_t - \mu \times \Delta p_t) \times (1 + \pi_t) - 1$$

Um passo por ano, de 2027 a 2030, partindo de dezembro de 2026. Tudo em % do PIB; primário positivo é superávit.

SÍMBOLO	O QUE É	VALOR
d	Dívida bruta do governo geral no fim do ano, conceito do Banco Central	83,5% em dez/2026
i	Juro nominal implícito: juros apropriados no ano ÷ dívida do início do ano	calculado
$\bar{\imath}$	Juro de base, antes do prêmio	12,1% → 8,9%
θ	Prêmio de risco: juro a mais por ponto de dívida acima do ponto de partida	0,04
g	Crescimento nominal do PIB	calculado
$\bar{y}$	Crescimento real de base, antes do efeito fiscal	1,8% ao ano
μ	Multiplicador fiscal: PIB real perdido por ponto de aumento do primário	0,5
π	Inflação do PIB (deflator)	4,0% ao ano
p, a	Resultado primário e venda de ativos usada para abater dívida	por cenário (p. 4)

Um ano, passo a passo: Flávio, PEC aprovada, em 2027.

1. A dívida parte de 83,5%. Como ainda está no ponto de partida, não há prêmio: o juro é o de base, **12,1%**.
2. O primário sobe de −0,6% para +0,1% do PIB (Δp = 0,7). Com multiplicador de 0,5, o crescimento real cai de 1,8% para **1,45%**.
3. Crescimento nominal: 1,0145 × 1,04 − 1 = **5,51%**.
4. Efeito juros − crescimento: 83,5 × (1,121 ÷ 1,0551 − 1) = **+5,22 pontos** do PIB.
5. Dívida no fim de 2027: 83,5 + 5,22 − 0,1 (primário) − 0,25 (venda de ativos) = **88,4% do PIB**.

O número-chave é o efeito juros − crescimento. Ele mede, ao mesmo tempo, quanto a dívida sobe se o primário for zero e o superávit que a manteria estável naquele ano. Em 2027, fica entre 4,9 e 5,2 pontos do PIB nos quatro cenários, muito acima de qualquer primário proposto. Por isso a dívida sobe em todos eles: o juro implícito de 12,1% supera com folga o crescimento nominal de cerca de 5,5% a 5,9%.

Nota de régua. O que a equação não inclui: variação cambial sobre a dívida externa, operações do Banco Central (compromissadas e reservas), reconhecimento de passivos e a diferença entre dívida bruta e líquida. O primário usado é o do setor público consolidado (SGS 5793), que inclui estados, municípios e estatais, como aproximação do primário do governo geral. Na decomposição da p. 4 do relatório, esses outros fatores somaram de −3,8 a −2,1 pontos do PIB por período entre 2015 e 2025.

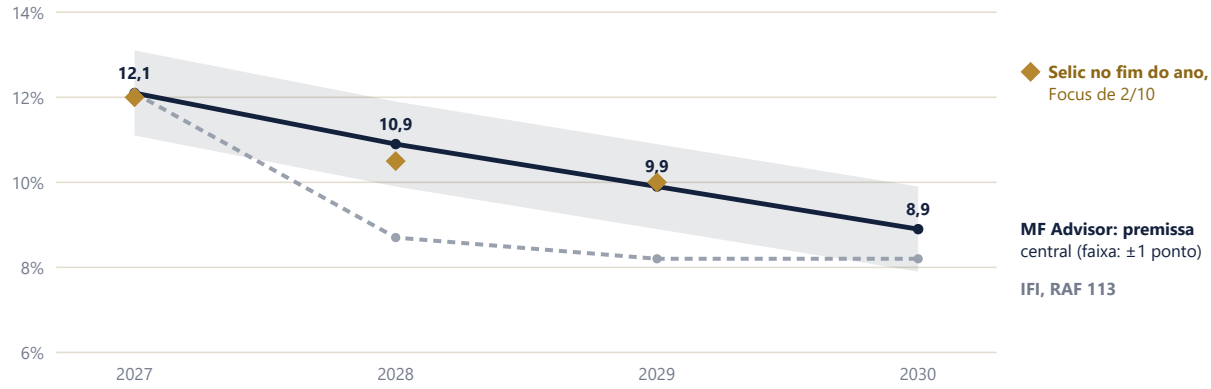
As premissas comuns aos quatro cenários

Ponto de partida, juro, crescimento, inflação, prêmio e multiplicador são os mesmos para todos os cenários. O que muda entre eles é só o primário e a venda de ativos.

GRÁFICO 1

O juro de base fica entre a trajetória da IFI e a Selic esperada pelo mercado

Juro nominal implícito da dívida bruta, % ao ano · premissa central do MF Advisor, faixa de ±1 ponto, trajetória da IFI e Selic esperada no fim de cada ano



Fonte: IFI, RAF 113 (juro real implícito de 7,8% em 2027 e de 5,0% depois, mais IPCA); Banco Central, Focus de 2/10/2026. Elaboração: MF Advisor.

PREMISSA	VALOR	POR QUE ESTE VALOR	SE MUDAR (DÍVIDA DE 2030)
Dívida em dez/2026	83,5% do PIB	82,9% em ago/2026 (SGS 13762) mais a alta esperada até dezembro. De dez/2025 a ago/2026, a dívida subiu 4,2 pontos; a IFI projetava 82,5% para o fim do ano em jun/2026	Partindo de 82,9%: −0,7
Primário de 2026	−0,6% do PIB	Déficit de 0,62% do setor público consolidado em 12 meses até ago/2026 (SGS 5793)	Serve de base para o primeiro Δp
Juro implícito de base	12,1%, 10,9%, 9,9% e 8,9%	2027: juro real de 7,8% da IFI mais IPCA de 4,0%. Depois, queda de cerca de 1 ponto por ano, entre a trajetória da IFI (8,7%, 8,2%, 8,2%) e a Selic do Focus (12% no fim de 2027, 10,5% em 2028, 10% em 2029). A faixa de +1 ponto equivale a um juro implícito que converge para a Selic do Focus	+1 ponto: +3,9; −1 ponto: −3,8 a −3,7; juros da IFI: −4,3
Prêmio de risco	0,04 ponto de juro por ponto de dívida acima de 83,5%	Perto do coeficiente médio da IFI (RAF 116: contribuição de 2,16 pontos com dívida média de 66,65% do PIB, ≈ 0,032). Estimativas recentes para títulos de 5 e 10 anos são bem maiores (≈ 0,33), mas valem para novas emissões, não para o custo médio do estoque	Sem prêmio: −1,1 a −0,9; 0,11: +1,7 a +2,2
Crescimento real de base	1,8% ao ano	Projeção da IFI para 2027. O Focus espera 1,40% em 2027 e de 1,81% a 2,00% depois	PIB e IPCA do Focus: +0,9
Inflação do PIB	4,0% ao ano	Perto do IPCA projetado pela IFI e pelo Focus (4,30%, 3,80% e 3,51% de 2027 a 2029)	Incluída na linha do Focus
Multiplicador fiscal	0,5	Hipótese do MF Advisor: cada ponto de aumento do primário tira meio ponto do crescimento real naquele ano; reduções do primário fazem o inverso	Sem multiplicador: −0,9 a +0,1; 1,0: 0,0 a +1,0

Nota de régua. Juro implícito não é a Selic: é o custo médio de toda a dívida bruta, que inclui títulos pós-fixados (Selic), prefixados e atrelados ao IPCA emitidos em anos diferentes. Por isso ele reage à Selic com atraso e não precisa coincidir com ela. Os valores da IFI e do Focus são os publicados até 2/10/2026.

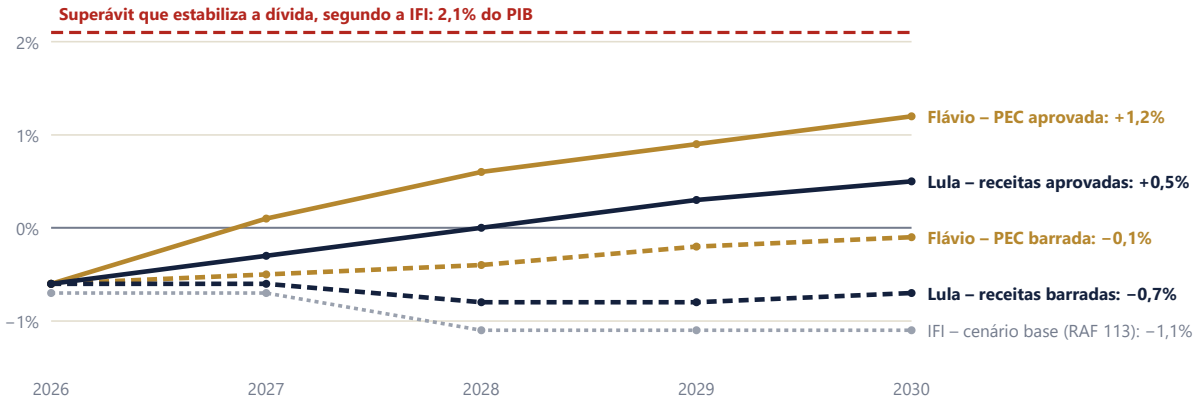
O que muda entre os cenários: o primário e a venda de ativos

Cada cenário traduz em números o que a campanha sinaliza, com e sem a aprovação no Congresso das medidas de que ele depende. As trajetórias são arbitragem do MF Advisor, feita com a mesma régua para os dois lados.

GRÁFICO 2

Nenhum cenário se aproxima do superávit que estabilizaria a dívida

Resultado primário do setor público, % do PIB · 2026 observado (12 meses até ago/2026); 2027–2030 premissas dos cenários e cenário base da IFI



Fonte: Banco Central, SGS 5793 (2026); IFI, RAF 113 (cenário base e superávit que estabiliza a dívida); demais linhas: premissas do MF Advisor.

CENÁRIO	PRIMÁRIO 2027 → 2030	VENDA DE ATIVOS	COMO A TRAJETÓRIA FOI MONTADA
Flávio – PEC aprovada	+0,1 → +0,6 → +0,9 → +1,2	0,25 ponto do PIB por ano (≈ R$ 37 bi)	"Super PEC" aprovada antes da posse. Ajuste declarado de 1,5% do PIB em 18 meses (coordenadora do programa) menos 0,3 ponto dos cortes de IOF (R$ 31,2 bi) e do imposto de exportação de petróleo: de −0,6% em 2026 a +0,6% em 2028. Depois, gasto com crescimento real zero acrescenta cerca de 0,3 ponto por ano
Flávio – PEC barrada	−0,5 → −0,4 → −0,2 → −0,1	0,1 ponto do PIB por ano (≈ R$ 15 bi)	Sem a PEC, só cortes administrativos e combate a fraudes, com os cortes de impostos aprovados por lei. O saldo melhora o primário em 0,1 ponto no 1º ano e de 0,1 a 0,2 ponto por ano depois. A venda de ativos não depende de PEC
Lula – receitas aprovadas	−0,3 → 0,0 → +0,3 → +0,5	nenhuma	Imposto Seletivo aprovado (R$ 42 bi, ≈ 0,3% do PIB) leva o primário de −0,6% a −0,3% em 2027. Limite de gasto apertado e revisão de gastos tributários acrescentam de 0,2 a 0,3 ponto por ano
Lula – receitas barradas	−0,6 → −0,8 → −0,8 → −0,7	nenhuma	Regra atual sem as receitas novas e com as despesas contínuas já contratadas: o primário oscila entre −0,6% e −0,8%. Fica acima da trajetória do cenário base da IFI (−0,7% e depois −1,1%)

Por que o mesmo eixo para os dois. Cada candidato tem uma versão com e outra sem a aprovação, no Congresso, das medidas de que depende: a PEC dos cortes, no caso do PL; as leis de receita, no do PT. Assim, a diferença entre as versões mede o risco de execução de cada plano, e a diferença entre candidatos não depende de supor que um deles desiste do próprio programa.

Venda de ativos. Reduz a dívida uma vez, no ano da venda, se o dinheiro for usado para abatê-la. Com o PIB de 2027 projetado pela IFI (≈ R$ 14,6 trilhões), 0,25 ponto equivale a cerca de R$ 37 bilhões por ano. Para comparação, as desestatizações de 2019 a 2022 levantaram cerca de R$ 304 bilhões em quatro anos, boa parte em subsidiárias de estatais, que não entram no caixa do Tesouro. Sem a venda de ativos, a dívida de 2030 subiria entre 0,4 e 1,1 ponto nos cenários do PL.

Nota de régua. As trajetórias de primário são a premissa mais subjetiva da conta. Como nenhum dos dois planos traz meta fiscal para 2027–2030, elas traduzem em números sinais de campanha: declarações de coordenadores e medidas que dependem de PEC ou de lei. Outro analista pode montá-las de outro modo; por isso a planilha permite trocá-las.

A conta de cada cenário, ano a ano

A tabela mostra cada passo da equação para os quatro cenários. A dívida sobe em todos os anos de todos os cenários porque o primário e a venda de ativos nunca alcançam o efeito juros − crescimento.

Flávio – PEC aprovada

	2027	2028	2029	2030
Dívida no início do ano	83,5	88,4	92,1	94,9
Juro implícito, %	12,10	11,09	10,24	9,36
Crescimento nominal do PIB, %	5,51	5,61	5,72	5,72
Efeito juros − crescimento	+5,2	+4,6	+3,9	+3,3
Primário	+0,1	+0,6	+0,9	+1,2
Venda de ativos	0,25	0,25	0,25	0,25
Dívida no fim do ano	**88,4**	**92,1**	**94,9**	**96,7**

Flávio – PEC barrada

	2027	2028	2029	2030
Dívida no início do ano	83,5	88,9	93,6	97,7
Juro implícito, %	12,10	11,11	10,30	9,47
Crescimento nominal do PIB, %	5,82	5,82	5,77	5,82
Efeito juros − crescimento	+5,0	+4,4	+4,0	+3,4
Primário	−0,5	−0,4	−0,2	−0,1
Venda de ativos	0,10	0,10	0,10	0,10
Dívida no fim do ano	**88,9**	**93,6**	**97,7**	**101,1**

Lula – receitas aprovadas

	2027	2028	2029	2030
Dívida no início do ano	83,5	88,8	93,4	97,1
Juro implícito, %	12,10	11,11	10,30	9,44
Crescimento nominal do PIB, %	5,72	5,72	5,72	5,77
Efeito juros − crescimento	+5,0	+4,5	+4,0	+3,4
Primário	−0,3	0,0	+0,3	+0,5
Venda de ativos	0,00	0,00	0,00	0,00
Dívida no fim do ano	**88,8**	**93,4**	**97,1**	**100,0**

Lula – receitas barradas

	2027	2028	2029	2030
Dívida no início do ano	83,5	89,0	94,1	98,9
Juro implícito, %	12,10	11,12	10,33	9,52
Crescimento nominal do PIB, %	5,87	5,98	5,87	5,82
Efeito juros − crescimento	+4,9	+4,3	+4,0	+3,5
Primário	−0,6	−0,8	−0,8	−0,7
Venda de ativos	0,00	0,00	0,00	0,00
Dívida no fim do ano	**89,0**	**94,1**	**98,9**	**103,0**

Como ler. Em cada ano, a dívida do fim é a do início mais o efeito juros − crescimento, menos o primário e a venda de ativos. Os valores estão em % do PIB, exceto juro e crescimento, em % ao ano, e são arredondados; a soma pode diferir na última casa.

O prêmio em ação. O juro implícito cai menos onde a dívida sobe mais. Em 2030, ele fica em 9,36% no cenário de PEC aprovada e em 9,52% no de receitas barradas, para o mesmo juro de base de 8,9%: a diferença é o prêmio de 0,04 ponto por ponto de dívida acima de 83,5%.

O multiplicador em ação. Onde o primário sobe mais rápido, o PIB cresce menos naquele ano, e o efeito juros − crescimento aumenta. Isso reduz, mas não anula, o ganho do ajuste: sem multiplicador, a dívida de 2030 do cenário de PEC aprovada seria 95,8%, ante 96,7%.

Em todos os anos de todos os cenários, o primário mais a venda de ativos fica abaixo do efeito juros − crescimento. Por isso a dívida sobe sempre, inclusive em 2030 no melhor cenário, quando o superávit chega a 1,2% do PIB.

Nota de régua. Cálculo feito em Python (fonte/calculos/modelo_cenarios.py) e refeito na planilha que acompanha esta nota, com resultados idênticos. A planilha, recalculada no Excel, permite trocar qualquer premissa e acompanhar o efeito em cada passo.

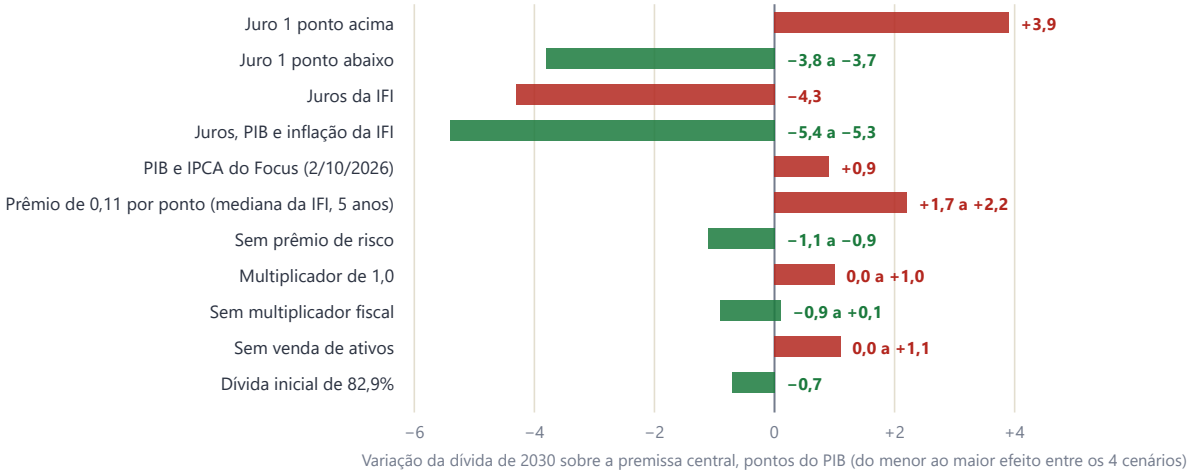
Quanto o resultado muda se uma premissa estiver errada

Refizemos os quatro cenários com doze conjuntos de premissas alternativas. O juro é a variável que mais pesa: muda a dívida de 2030 em cerca de 4 pontos do PIB por ponto de juro.

GRÁFICO 3

O juro move a dívida de 2030 mais que qualquer outra premissa

Efeito de cada premissa alternativa sobre a dívida de 2030, em pontos do PIB; vermelho eleva a dívida, verde reduz



Fonte: MF Advisor, modelo_cenarios.py e planilha de cálculo; premissas alternativas da IFI (RAF 113 e 116) e do Focus de 2/10/2026.

DÍVIDA EM 2030, % DO PIB	FLÁVIO – PEC APROVADA	FLÁVIO – PEC BARRADA	LULA – RECEITAS APROVADAS	LULA – RECEITAS BARRADAS
Premissa central	96,7%	101,1%	100,0%	103,0%
Juro 1 ponto acima	100,6%	105,0%	103,9%	106,9%
Juro 1 ponto abaixo	93,0%	97,3%	96,2%	99,3%
Juros da IFI	92,4%	96,8%	95,7%	98,7%
Juros, PIB e inflação da IFI	91,4%	95,7%	94,6%	97,7%
PIB e IPCA do Focus (2/10/2026)	97,6%	102,0%	100,9%	103,9%
Prêmio de 0,11 por ponto (mediana da IFI, 5 anos)	98,4%	103,1%	102,0%	105,2%
Sem prêmio de risco	95,8%	100,0%	98,9%	101,9%
Multiplicador de 1,0	97,7%	101,3%	100,6%	103,0%
Sem multiplicador fiscal	95,8%	100,8%	99,4%	103,1%
Sem venda de ativos	97,8%	101,5%	100,0%	103,0%
Dívida inicial de 82,9%	96,0%	100,4%	99,3%	102,3%

O juro decide. Um ponto a mais ou a menos em todos os anos muda a dívida de 2030 em cerca de 4 pontos do PIB. Com as premissas completas da IFI (juros, PIB e inflação), ela cai entre 5,3 e 5,4 pontos. É por isso que o relatório apresenta 2030 como faixa, de 91% a 103% do PIB.

O resto pesa menos. O prêmio de risco vem depois: sem prêmio, a dívida de 2030 cai entre 0,9 e 1,1 ponto; com 0,11, sobe entre 1,7 e 2,2 pontos. Multiplicador, ponto de partida e venda de ativos mudam o resultado em até cerca de 1 ponto. Em nenhuma das 12 variações a dívida de 2030 fica abaixo da de 2026: o menor valor é 91,4% do PIB.

Nota de régua. As variações são feitas uma de cada vez, mantendo as demais premissas na posição central, exceto nas linhas da IFI e do Focus, que trocam várias de uma vez. Combinações de premissas desfavoráveis, como juro mais alto com prêmio maior, produzem dívidas maiores que as da tabela; a planilha permite testá-las.

O que conferimos e o que o modelo não vê

Testamos a equação contra o cenário base da IFI, comparamos com o histórico de projeções da instituição e calculamos o superávit que estabilizaria a dívida. A conta é simples de propósito: cada passo pode ser refeito à mão ou na planilha.

RÉPLICA DO CENÁRIO BASE DA IFI	2027	2028	2029	2030
Projeção da IFI (RAF 113)	86,4%	90,1%	92,7%	95,7%
Nossa equação com as premissas da IFI	87,6%	90,6%	93,7%	96,8%
Diferença, pontos do PIB	**+1,2**	**+0,5**	**+1,0**	**+1,1**

Réplica da IFI. Aplicamos a nossa equação às premissas do cenário base da IFI (dívida de 82,5% em 2026, juro real de 7,8% em 2027 e de 5,0% depois, PIB de 1,8% e 2,3%, primário de −0,7% e −1,1%), sem prêmio e sem multiplicador. O resultado de 2030 fica 1,1 ponto acima do da IFI. A diferença surge em 2027 e depois se mantém: o modelo da IFI tem componentes que a equação simples não tem. Na comparação com a IFI, portanto, os nossos cenários tendem a ficar cerca de 1 ponto acima por construção.

Histórico das projeções da IFI. Nas projeções feitas 12 a 18 meses antes, a IFI superestimou a dívida de 2025 em 2,7 a 2,8 pontos, em parte por fatores fora do primário, como a venda de US$ 30 bilhões em reservas no fim de 2024. Sua projeção para 2030 variou de 92,7% a 102,3% entre jun/2024 e jun/2026. Esse histórico não sustenta escolher um único caminho de juros (relatório, p. 12).

O superávit que estabiliza. Para a dívida parar de subir, o primário precisa igualar o efeito juros − crescimento: $p^* = d \times (i - g) \div (1 + g)$.

CASO	PRIMÁRIO QUE ESTABILIZA
Dívida de 83,5%, juro de 12,1%, PIB nominal de 5,9%	**4,9% do PIB**
Dívida de 85%, juro de 10%, PIB nominal de 5,9%	**3,3% do PIB**
Dívida de 85%, juro de 9%, PIB nominal de 5,9%	**2,5% do PIB**
IFI: dívida de 78,6%, juro real de 5%, PIB real de 2,3%	**2,1% do PIB**

O que o modelo não captura.

- **Credibilidade.** O juro só reage à dívida pelo prêmio linear. Um ajuste crível pode baixá-lo mais; um ajuste revertido pode elevá-lo mais. É provavelmente o canal mais importante entre a eleição e a dívida.
- **Ciclo e choques.** Não há recessão, choque de commodities ou de câmbio: o crescimento é estável.
- **Composição da dívida.** Prazo e indexadores entram só pelo juro médio implícito.
- **Federação.** O primário é o do setor público consolidado, e estados e municípios seguem a tendência recente.

ORDENS DE GRANDEZA CITADAS NO RELATÓRIO (NÃO ENTRAM NO MODELO)

INSS e BPC corrigidos só pela inflação. O mínimo de 2027 passa de R$ 1.621 para R$ 1.741 (PLDO 2027), com ganho real de cerca de R$ 39 por mês. Cerca de 29 milhões de benefícios de um salário mínimo × R$ 39 × 13 parcelas ≈ R$ 15 bilhões no 1º ano (faixa de R$ 13–16 bi). Com ganho real de ≈ 2,3% ao ano acumulado, a diferença chega a ≈ R$ 55–70 bilhões no 4º ano.

Pisos de saúde e educação pela inflação. Os pisos somam R$ 411 bilhões no PLOA 2027 (R$ 272,2 bi na saúde e R$ 138,8 bi na educação, segundo a IFI). Se a receita crescer de 2% a 3% acima da inflação, corrigi-los só pela inflação reduz o mínimo em ≈ R$ 8–12 bilhões no 1º ano.

IOF ao nível de 2022. R$ 31,2 bilhões por ano: estimativa do Executivo para a receita do IOF, adotada pela IFI (RAF 107).

Imposto de exportação de petróleo. R$ 7,98 bilhões de maio a julho de 2026 (Receita Federal).

Venda de ativos. 0,25% do PIB de 2027 (≈ R$ 14,6 trilhões, projeção da IFI) ≈ R$ 37 bilhões por ano.

REFERÊNCIAS

Ordens de grandeza, reprodução e fontes

As contas de escala citadas no relatório, o caminho para refazer os cenários e a origem de cada número.

PERGUNTAS FREQUENTES

Por que cenários, e não uma previsão? Porque nenhum dos dois planos traz meta fiscal e porque o resultado depende de decisões do Congresso que ainda não foram tomadas. Cada cenário responde "o que aconteceria se", com premissas declaradas; nenhum diz o que vai acontecer.

Por que 2030 aparece como faixa, de 91% a 103% do PIB? Porque o juro é a premissa que mais pesa e o histórico não permite escolher um único caminho: com os juros da premissa central, perto da Selic esperada pelo mercado, os cenários terminam entre 97% e 103%; com os juros, o PIB e a inflação da IFI, entre 91% e 98%.

Por que a diferença entre os candidatos parece pequena? Porque os dois partem da mesma dívida e do mesmo juro, e os primários propostos ficam todos abaixo do superávit que estabilizaria a dívida. A distância entre o melhor e o pior cenário, de 6,3 pontos, é menor que o efeito de um ponto e meio de juro.

COMO REPRODUZIR

Planilha 2026-10-16_cenarios_divida_calculo_v1.xlsx: abas Premissas (azul = digitado; amarelo = premissas-chave), Resumo, F1, F2, L1 e L2 (conta ano a ano), Sensibilidades e Réplica IFI. Todas as contas são fórmulas.

Scripts em fonte/calculos: modelo_cenarios.py (cenários e sensibilidades) e decomp.py (decomposição da dívida da p. 4 do relatório, com as séries do BC baixadas da API do SGS). Script e planilha dão os mesmos resultados.

FONTES

Banco Central: SGS 13762 (DBGG, % do PIB), 13761 (DBGG, R$), 4382 (PIB em 12 meses), 5727 e 5793 (NFSP nominal e primária); Focus de 2/10/2026.

IFI/Senado: Relatórios de Acompanhamento Fiscal 95 (dez/2024), 107 (dez/2025), 113 (jun/2026) e 116 (set/2026, nota "Prêmio de risco e política fiscal no Brasil").

Orçamento: PLDO 2027 e PLOA 2027; Receita Federal (arrecadação).

Planos de governo registrados no TSE; declarações de campanha e reportagens citadas no relatório (p. 5).

Sobre esta nota. Complementa o relatório especial "Quem vencer herda a mesma conta" (2ª versão, 11/10/2026), páginas 11 e 12. Usa apenas fontes públicas, e cada premissa traz a sua origem. Material informativo e apartidário: não constitui recomendação de voto, de investimento ou jurídica. Os cenários são exercícios condicionais, não previsões. © 2026 MF Advisor.

Imagem da capa: Congresso Nacional em noite de lua cheia, de Rodolfo Stuckert (CC BY 3.0), via Wikimedia Commons.