



Policy Brief

Uma análise da defesa das políticas parafiscais feita pelo Ministério do Planejamento

Autores:

Marcos Mendes
Sergio Firpo

Insper

OBSERVATÓRIO
DA QUALIDADE
DO GASTO PÚBLICO

FICHA TÉCNICA**OBSERVATÓRIO DA QUALIDADE DO GASTO PÚBLICO****COORDENAÇÃO ACADÊMICA**

Sergio Firpo

COORDENAÇÃO EXECUTIVA

Gabriela Lacerda

PUBLICAÇÃO**Tipo:** Policy Brief**Título:** Uma análise da defesa das políticas parafiscais feita pelo Ministério do Planejamento**Autor:** Marcos Mendes e Sergio Firpo**Data de publicação:** 28/07/2026**Edição nº:** 02**Site:** <http://www.insper.edu.br/pt/pesquisa/centro-de-gestao-e-politicas-publicas/observatorio-da-qualidade-do-gasto-publico>**CONTATO****E-mail:** oggp@insper.edu.br

O Observatório da Qualidade do Gasto Público (OQGP) do Insper é uma iniciativa sediada no Centro de Gestão de Políticas Públicas (CGPP). As análises e opiniões expressas neste relatório são de responsabilidade dos autores e não representam posições institucionais do Insper.

Uma análise da defesa das políticas parafiscais feita pelo Ministério do Planejamento

Marcos Mendes

Doutor em Economia e Pesquisador do Insper

Sergio Firpo

Professor Titular da Cátedra Affonso Celso Pastore
e Coordenador Acadêmico do Observatório da Qualidade do Gasto Público

Resumo

No dia 3 de julho de 2026, o Ministério do Planejamento e Orçamento tornou pública uma nota que defende as medidas parafiscais de crédito e estima seus efeitos sobre emprego, renda e arrecadação por meio de uma matriz de insumo-produto. Neste trabalho avaliamos os três argumentos centrais da nota, segundo os quais essas operações seriam transparentes, representariam alternativa superior ao abatimento da dívida pública e gerariam ganhos econômicos capazes de melhorar a trajetória da relação dívida/PIB no longo prazo. Argumentamos que nenhum dos três se sustenta. Mostramos que os subsídios creditícios não são registrados como despesa na lei orçamentária e que a estruturação das operações afasta formalmente o risco da União sem eliminar o custo que ela de fato arca por meio dos fundos garantidores e dos bancos públicos. Quanto ao impacto na dívida, o argumento de que o abatimento seria neutralizado pelas operações compromissadas do Banco Central é estático e de curto prazo, pois um comportamento fiscal conservador permitiria afrouxar a política monetária e reduzir a dívida bruta ao longo do tempo. O exercício quantitativo, por sua vez, apoia-se em um modelo essencialmente contábil, que supõe oferta perfeitamente elástica e ignora fricções financeiras, restrições de capacidade e a resposta da política monetária, de modo que superestima o efeito real sobre produto e emprego. Como os resultados tampouco descontam a adicionalidade e aplicam o multiplicador à dotação integral das linhas de crédito, próxima de R\$ 83,5 bilhões, eles devem ser lidos como um teto ilustrativo. Mostramos ainda que os recursos desembolsados não retornam ao Tesouro, sendo sucessivamente realocados para novas linhas, de modo que o impacto sobre a dívida bruta se aproxima do valor integral

liberado, e não apenas do subsídio e das perdas esperadas. Concluímos que as estimativas apresentadas não autorizam as conclusões que a nota extrai sobre a contribuição dessas políticas ao emprego, à renda e à arrecadação.

Introdução

No dia 3 de julho de 2026, o Ministério do Planejamento e Orçamento (MPO) tornou pública uma nota sob o título *“Impacto de medidas de crédito no emprego, renda e arrecadação: uma abordagem via matriz insumo-produto”*.¹ O objetivo principal da nota é apontar méritos de **“uma série de medidas econômicas de crédito para setores econômicos relevantes, algumas delas financiadas por meio de fundos públicos”** (p. 1).

A Lei Complementar nº 224, de dezembro de 2025, passou a exigir avaliação prévia, com objetivos e metas de desempenho, das proposições que concedem benefícios tributários. Essas exigências não alcançaram os benefícios de natureza financeira e creditícia, que seguem fora desse arcabouço. Ao estimar emprego, renda e arrecadação, a nota do MPO aproxima-se do que seria uma avaliação prévia dessas linhas de crédito e dos benefícios creditícios por elas gerados. Isso é certamente louvável, pois faz mais do que se exige pela legislação. Contudo, a metodologia empregada e a falta de transparência em seus cálculos tornam o resultado dessa avaliação prévia pouco útil para o debate informado sobre os efeitos das medidas de crédito adotadas.

Na verdade, trata-se de uma defesa contra críticas feitas às chamadas “medidas parafiscais” que consistem em fazer políticas públicas pela via do crédito subsidiado, utilizando recursos públicos para financiar as operações ou como garantia de empréstimos ou de renegociação de dívidas.

Uma análise detalhada das operações parafiscais pode ser encontrada em Mendes (2025),² no qual se apontou que esse tipo de medida:

¹ Disponível em:

<https://www.gov.br/planejamento/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudo-impacto-sempo.pdf>.

² “Como driblar regras fiscais e suas consequências sobre a dívida pública,” disponível em:

<https://repositorio.insper.edu.br/entities/publication/12e6ecc2-79e9-455f-bcad-9fcae56db9dc>.

- (a) tem por principal finalidade driblar regras fiscais, uma vez que essas operações não impactam o resultado primário (mas afetam a dívida pública) e, por isso, permitem que o governo cumpra a meta fiscal mesmo causando aumentos da dívida;
- (b) tem custo fiscal decorrente do subsídio implícito nos juros subsidiados cobrados nas diferentes linhas de crédito;
- (c) desconsidera o custo de oportunidade no uso dos recursos, uma vez que o alto custo da dívida pública recomendaria que se avaliasse a possibilidade de aplicar as verbas na quitação de dívida pública;
- (d) tem baixa transparência, uma vez que os custos não ficam claramente registrados nos demonstrativos fiscais.

Neste trabalho, avaliamos os argumentos da nota do MPO. Discutimos o papel das recentes medidas de crédito no conjunto da política fiscal, nas seções I a IV, e, na seção V, revisamos o método com que a nota estima seus efeitos sobre emprego, renda e arrecadação.

I - SOBRE A TRANSPARÊNCIA DOS SUBSÍDIOS CREDITÍCIOS

A nota do MPO defende que, apesar de não impactar os limites do arcabouço fiscal, as informações sobre os custos implícitos dos juros subsidiados (chamados tecnicamente de “subsídio creditício”) **“integram os demonstrativos fiscais e orçamentários previstos na legislação. (...) permanecendo integralmente contabilizadas, auditáveis e disponíveis ao escrutínio público”** (p. 1)

Não é bem assim. Transparência não é uma questão de disponibilizar uma informação. É preciso que ela esteja atualizada, correta e acessível.

Os subsídios creditícios não são registrados como despesa na lei orçamentária, estando disponíveis apenas em seus anexos, como informação complementar³. Essas informações complementares nem sempre estão atualizadas. Em Mendes (2025) são mostrados vários

³ Conforme exigência da Constituição Federal: Art. 165.....

.....

§ 6º O projeto de lei orçamentária será acompanhado de demonstrativo regionalizado do efeito, sobre as receitas e despesas, decorrente de isenções, anistias, remissões, subsídios e benefícios de natureza financeira, tributária e creditícia.

A Lei de Responsabilidade Fiscal reproduz esta exigência no seu art. 5º, inciso II.

casos de linhas de crédito colocadas em prática que não constavam das informações complementares do Projeto de Lei Orçamentária do exercício seguinte.

Há um detalhe nos procedimentos de como contabilizar subsídios creditícios que revela a baixa transparência na explicitação dos custos dessas operações. O Manual Técnico dos Benefícios Financeiros e Creditícios (MTBFC), publicado pelo próprio MPO, estabelece que quando o risco de perda na operação financeira recai sobre a União, “registram-se os desembolsos como despesa primária e os reembolsos como deduções da despesa primária” (MPO, 2024, p. 10).

Trata-se do conceito de *net lending*: computa-se de imediato como despesa primária todo o valor desembolsado para os financiamentos, e desconta-se deste montante, ao longo dos anos, o que o Tesouro recebe de volta a título de amortização e juros dos empréstimos.

É uma postura conservadora e transparente. Considera-se, a princípio, que tudo o que foi liberado é dado como perdido, e registra-se posteriormente o que entra de receita de amortização e juros do dinheiro emprestado, que impacta positivamente o resultado primário do exercício em que o dinheiro entrou no caixa.

Nas modalidades de empréstimos subsidiados criadas nos últimos anos, esse registro explícito, transparente e conservador tem deixado de ser adotado. Para tanto, essas operações foram estruturadas para que o risco de crédito não recaia diretamente sobre a União, mas sobre as instituições financeiras que concedem os empréstimos e sobre fundos garantidores, como o Fundo Garantidor para Investimentos (FGI) e o Fundo Garantidor da Habitação Popular (FGHab), que absorvem parcela relevante da inadimplência.

Adotando esse procedimento, o governo afasta formalmente o risco da União, e evita ter que registrar os valores como despesa e receita primária no método *net lending*.

Porém, esses fundos garantidores são capitalizados, no todo ou em parte, com recursos do Tesouro, e boa parte do *funding* das linhas também vem do Tesouro, de modo que a União arca com a perda quando os fundos são acionados ou precisam ser recompostos. Soma-se a isso o fato de que os bancos públicos que operam as linhas pertencem à União, que, como proprietária, também absorve perdas por meio de menores dividendos ou de eventual

recapitalização. Nesses casos, haverá redução do resultado primário, que impactará as métricas da regra fiscal. Mas isso ocorrerá em momento futuro e de forma pouco transparente.

Portanto, estipular em lei que o risco de crédito não será da União não a livra de arcar com parte do custo, mas evita o impacto primário imediato, reduz a visibilidade dos custos e dificulta seu acompanhamento.

II - SOBRE O USO DE RECURSOS DE FUNDOS PÚBLICOS

O orçamento fiscal possui dezenas de fundos, como o Fundo Social (FS) ou o Fundo Nacional da Aviação Civil (FNAC). Eles funcionam como “caixinhas” dentro do orçamento, onde se colocam recursos de determinadas receitas que são vinculadas a alguns gastos. Por exemplo, as receitas obtidas com concessão de aeroportos são colocadas na “caixinha” do FNAC e só podem ser gastas em itens especificados na lei. No caso do FNAC, a ênfase é em infraestrutura aeroportuária. Ou seja, são receitas vinculadas a determinadas despesas.

A Lei de Responsabilidade Fiscal determina que se, ao final do ano, sobrarem recursos dentro de cada fundo, eles só podem ser gastos, nos anos seguintes, nas finalidades às quais estão vinculadas⁴. Na prática, sempre sobram muitos recursos, que não são gastos nas finalidades às quais se destinam, e os fundos acumulam recursos que ficam presos (tecnicamente chamados de “superávit financeiro dos fundos”), por não poderem ser gastos em outras finalidades.

Esses recursos, enquanto mantidos na Conta Única do Tesouro, representam um ativo da União, reduzindo a dívida líquida, que é representada por passivos menos ativos.

O governo atual decidiu usar esses recursos retidos. Para tanto, mudou a legislação para ampliar a lista de finalidades nas quais os recursos podem ser usados. Mas para que isso não tivesse impacto primário, focou o uso dos recursos em empréstimos subsidiados. Por exemplo, o FNAC foi autorizado a usar seus recursos para empréstimos às companhias aéreas.

⁴ Lei Complementar 101, art. 8º, parágrafo único.

Com isso, um recurso que estava em caixa, reduzindo a dívida líquida, saiu do caixa e passou a ser onerado pelo subsídio creditício e pela inadimplência.

A nota do MPO afirma que ***“esses fundos são instituídos por lei, possuem fontes de financiamento e finalidades específicas definidas em seus respectivos marcos legais, estando seus recursos legalmente vinculados às políticas para as quais foram criadas. Não se trata, portanto, de recursos de livre alocação que poderiam ser redirecionados, por decisão discricionária do governo, para outras finalidades.”*** (p. 1)

Essa afirmação dá a entender que o governo opera esses fundos sem margem de manobra, apenas obedecendo o que sempre estabeleceu a legislação.

A nota não menciona, contudo, que o governo mudou a legislação e ampliou as “finalidades específicas”, alterando os “marcos legais”, para transformar esses fundos em provedores de recursos para empréstimos subsidiados⁵. Na prática, o governo efetivamente os redirecionou, por decisão discricionária, para outras finalidades que não as definidas originalmente em lei.

III - SOBRE O USO ALTERNATIVO DO “SUPERÁVIT FINANCEIRO” DOS FUNDOS PÚBLICOS PARA ABATER DÍVIDA PÚBLICA

Valores que ficavam retidos na conta do Tesouro sob a forma de “superávit financeiro” dos fundos públicos (e por isso, reduziam o endividamento líquido), passaram a ser desembolsados pelas políticas de crédito do governo.

⁵ No Fundo Social, a Lei nº 15.164, de 14 de julho de 2025, originada da Medida Provisória nº 1.291/2025, alterou a Lei nº 12.351/2010 e incluiu o art. 59-A, que autoriza a União a destinar recursos do fundo como fonte de linhas de financiamento, desde que os riscos das operações de crédito não sejam assumidos pela União. A Resolução CDFS/CCPR nº 8, de 15 de abril de 2026, propôs crédito suplementar de R\$ 20 bilhões na unidade orçamentária Fundo Social para operações de crédito reembolsável no âmbito do Programa Minha Casa, Minha Vida. No Fundo Nacional de Aviação Civil (FNAC), instituído pela Lei nº 12.462/2011, a Lei nº 14.978, de 18 de setembro de 2024, alterou o art. 63 daquela lei para permitir o apoio financeiro reembolsável às companhias aéreas, regulamentado pelo Decreto nº 12.293/2024 e pela Resolução CMN nº 5.260, de 30 de outubro de 2025. No Fundo Clima (FNMC), criado pela Lei nº 12.114/2009, o Decreto nº 11.549/2023 e a Resolução CMN nº 5.095/2023 reformularam a modalidade reembolsável gerida pelo BNDES. As linhas Indústria 4.0 e bens de capital verdes utilizam recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), cujo teto de repasse ao BNDES para inovação e digitalização em 2026 foi fixado pela Resolução CMN nº 5.287, de 26 de março de 2026, e o Move Brasil apoia-se nas Medidas Provisórias nº 1.328/2025, para caminhões, nº 1.353/2026, que ampliou o Fundo Garantidor para Investimentos, e nº 1.359/2026, para taxistas e motoristas de aplicativo, esta acompanhada do crédito extraordinário da Medida Provisória nº 1.362/2026.

Uma pergunta imediata seria: qual o uso alternativo que poderia ser dado a esses recursos? Um deles seria a quitação de dívida pública. Dado o alto juro real que o Tesouro paga para se financiar, ele poderia usar os recursos em caixa para quitar dívida.

Quitar dívida foi a prática usual no passado. De tempos em tempos se aprovava uma lei desvinculando esses superávits financeiros dos fundos para utilizá-los na amortização da dívida pública.

A nota do MPO argumenta que não valeria a pena usar os recursos para abater dívida pública porque ***“na metodologia brasileira, a redução da dívida mobiliária por meio do uso de caixa tende a ser compensada pelo aumento das operações compromissadas do Banco Central, necessárias para esterilizar a liquidez e preservar a condução da política monetária.”*** (p. 2)

Para entender o equívoco contido nesta afirmação, vamos descrever a interação entre política monetária e política fiscal que existe quando o Tesouro faz um resgate de dívida pública.

Começemos pelo fato de que, pela metodologia brasileira, os títulos do Tesouro Nacional em carteira do Banco Central não são computados na Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).

Quando o Tesouro saca recursos de sua conta única (que fica dentro do Banco Central) e os utiliza para recomprar títulos de sua emissão que estão no mercado, a liquidez da economia aumenta, pois saiu dinheiro do Banco Central e entrou na rede bancária. Com mais liquidez na economia, a taxa de juros tende a cair. Como o BC fixou uma meta para Selic, ele trabalha para que a taxa não fique abaixo dessa meta. Para tanto, ele vende ao mercado títulos do Tesouro que estão na sua carteira, tirando liquidez da economia, e aumentando o volume de títulos públicos em mercado.

Em consequência, os títulos do Tesouro que estavam na carteira do BC e que não eram computados na DBGG, foram para o mercado e passaram a ser computados na DBGG. O efeito final é que se o Tesouro desembolsa recursos para comprar títulos, essa queda inicial da DBGG é compensada pela operação do Banco Central, que aumenta a DBGG.

É esse o argumento usado na nota do MPO. O problema é que esse argumento é estático e de curto prazo. O BC só vai vender títulos na mesma quantidade do resgate feito pelo Tesouro, mantendo a DBGG inalterada, se ele quiser manter a Selic onde ela está.

Se, contudo, o governo tiver um comportamento fiscal conservador, usando o superávit financeiro dos fundos sistematicamente para resgatar dívida, em vez de estimular a demanda criando linhas de crédito, o Banco Central poderá afrouxar a política monetária. Com isso, a Selic poderá cair ao longo do tempo. Isso significa que o BC não atuará de forma mecânica, tirando da economia todo o dinheiro que o Tesouro colocou para resgatar títulos. A economia poderá atuar com mais liquidez e juros mais baixos, de modo que o volume de títulos colocados no mercado pelo BC será menor, e a DBGG ficará abaixo daquela que ficaria na presença de crédito subsidiado por recursos fiscais⁶.

Ao final, haverá juros mais baixos para todos os setores da economia, e não apenas para aqueles escolhidos pelo governo.

IV - SOBRE A DIMENSÃO DO IMPACTO NA DÍVIDA PÚBLICA

A nota do MPO afirma que contabiliza as operações “**em conformidade com os padrões internacionais estabelecidos pelo Government Finance Statistics Manual (2014). Como essas operações geram ativos financeiros para a União (...) o custo fiscal dessas operações corresponde ao subsídio implícito e às perdas esperadas com inadimplência, e não ao valor integral dos financiamentos concedidos, que constitui um ativo a ser recuperado**”.

Concordamos que não há violação dos padrões internacionais de registro das contas públicas. O ponto é que, como os recursos são sucessivamente realocados, os valores registrados como ativos a recuperar deixam de retornar ao Tesouro e passam a financiar novas

⁶ Há, também, um instrumento de política monetária alternativo à venda de títulos da carteira do BC que quebra a relação biunívoca entre contração monetária e aumento da DBGG. Trata-se dos depósitos voluntários das instituições financeiras no BC, criados pela Lei 14.185/21, que são uma forma de reduzir liquidez sem a colocação de papéis do Tesouro em mercado. No caso dos depósitos voluntários, o BC passa a ter um passivo junto à instituição financeira depositante que não tem como lastro um título do Tesouro. Com isso, é possível fazer contração monetária sem afetar a estatística da DBGG. Ao final de maio de 2026, de acordo com as estatísticas fiscais publicadas pela Autoridade Monetária, havia depósitos voluntários no Banco Central equivalentes a 1,65% do PIB. Na mesma data, as operações compromissadas equivaliam a 9,2% do PIB.

finalidades, preservando a conformidade contábil, mas alterando o seu destino fiscal originalmente esperado. Os recursos que sobram em uma linha de crédito, seja devido ao fim do programa ou por demanda abaixo da esperada, em vez de serem restituídos ao Tesouro (caso em que o ativo seria “recuperado”) são transferidos para outras linhas de crédito ou para outros fundos extraorçamentários.

Por exemplo, normas recentes permitiram reaproveitar saldos, superávits ou valores não utilizados de fundos garantidores e fundos vinculados para novas finalidades de crédito, garantia ou poupança educacional. No caso dos exportadores, recursos inicialmente mobilizados no contexto do aumento das tarifas dos Estados Unidos foram retomados e reformulados em nova linha de apoio ao crédito à exportação. No caso do Pé-de-Meia, valores disponíveis do FGEDUC e do FGO foram autorizados a integralizar o fundo do programa. No caso do FGO e do FGI, saldos e valores recuperados de programas originalmente criados ou reforçados na pandemia foram redirecionados, por lei, para novas operações de garantia, em vez de terem como único destino o retorno ao Tesouro⁷.

A prática tem sido a de não deixar os recursos voltarem ao Tesouro. Em consequência, o impacto sobre a dívida acaba sendo representado pelo valor total desembolsado, e não apenas pelo custo do subsídio de crédito e da inadimplência. Mesmo que isso não represente uma agressão aos cânones internacionais de registro das contas públicas.

O aumento da dívida bruta se dá por mecanismo similar ao descrito na seção anterior. O Tesouro desembolsa recursos para financiamentos, de modo que sai dinheiro da conta única e aumenta a liquidez da economia. No ambiente atual de juros reais altos e baixa ociosidade, a expansão do crédito pressiona a demanda agregada e leva o Banco Central a esterilizar essa liquidez predominantemente pela venda de títulos de sua carteira, para manter a Selic na meta, o que eleva o volume de títulos do Tesouro em mercado e, com ele, a DBGG. Como os recursos

⁷ Normas principais: MP nº 1.309/2025 e MP nº 1.310/2025, relativas ao Plano Brasil Soberano e ao crédito extraordinário associado ao FGE; Lei nº 15.359/2026 e MP nº 1.345/2026, que reformularam o apoio oficial ao crédito à exportação e alteraram, entre outras, as Leis nº 9.818/1999 e nº 12.712/2012; Lei nº 14.818/2024, que instituiu o Programa Pé-de-Meia e autorizou o uso de valores não utilizados do FGO e do FGEDUC; Lei nº 14.995/2024, que alterou a Lei nº 12.087/2009, a Lei nº 13.999/2020 e a Lei nº 14.042/2020, autorizando destinações de recursos do FGEDUC, do FGO e do FGI/PEAC-FGI para novas operações de crédito ou garantia.

desembolsados nunca retornam ao Tesouro, esse aumento não é revertido, e o impacto sobre a dívida bruta se aproxima do valor total liberado.

No caso da seção anterior, argumentamos que um comportamento fiscal conservador permitiria ao BC afrouxar a política monetária e os juros, colocando menos títulos em mercado e, portanto, viabilizando a queda gradual da DBGG. No presente caso temos o oposto: como se mantém um ambiente de pressão fiscal sobre a demanda, tudo o mais constante, as liberações de recursos para novas operações de crédito fazem com que o BC mantenha ou suba os juros e, portanto, tenha que colocar um volume maior de títulos em mercado, com maior impacto na DBGG.

V - SOBRE OS EFEITOS BENÉFICOS DO CRÉDITO SUBSIDIADO ARGUÍDOS PELO MPO

Se, por um lado, o MPO acredita que usar recursos orçamentários para abater dívida não terá efeitos sobre a DBGG, como descrito acima, por outro ele vê amplo benefício nas operações de crédito subsidiado que podem ***“gerar efeitos multiplicadores relevantes, elevar o investimento, a produtividade e a sustentabilidade da economia, ampliar a arrecadação e, dessa forma, contribuir para uma trajetória mais favorável da relação dívida/PIB no médio e longo prazo”*** (p.2)

Vejamos onde estão os problemas dessa afirmação.

V.1 - Produtividade

Começamos pelo argumento de que crédito subsidiado para um setor escolhido pelo governo aumenta a produtividade da economia. Nada garante que isso ocorrerá. O crédito pode até aumentar a produtividade da empresa beneficiada, mas não necessariamente a produtividade agregada da economia.

A produtividade de uma economia depende da eficiência com que se combinam os fatores capital e trabalho. Para que ela cresça, o capital e o trabalho devem fluir para os setores ou empresas mais eficientes. Deve haver competição de mercado de modo que as empresas mais produtivas sobrevivam e as menos produtivas morram, e deixem de consumir recursos escassos de forma pouco eficiente.

Essa realocação é um processo descentralizado, que depende de informação dispersa entre firmas e consumidores e que o sistema de preços agrega. Quando o governo escolhe uma empresa ou um setor para receber crédito mais barato, ele não dispõe dessa informação, de modo que o risco de má alocação existe e precisa ser avaliado caso a caso. Subsidiar um setor ou uma empresa menos eficiente torna os recursos mais escassos e mais caros para os mais eficientes, e pode reduzir a produtividade agregada.

O risco de má alocação de fatores tende a aumentar quando a definição dos setores beneficiados por subsídios responde mais a critérios de representação política e capacidade de articulação do que a evidências sobre falhas de mercado, externalidades ou ganhos potenciais de produtividade. Esse processo também pode criar incentivos dinâmicos indesejáveis. Quanto maior a expectativa de que um setor será amparado pelo governo em momentos de dificuldade, menor pode ser o incentivo para investir em ganhos próprios de eficiência, e maior o incentivo para direcionar recursos à preservação ou ampliação do apoio público.

É certo que o crédito direcionado encontra justificativa teórica quando há falhas de mercado, como o racionamento de crédito a firmas pequenas ou externalidades não precificadas, caso da transição ambiental. Essa justificativa, porém, é condicional, e depende de a linha alcançar o tomador de fato racionado e de o benefício social superar o custo do subsídio, condições que precisam ser verificadas, e não presumidas.

A experiência brasileira de crédito direcionado das últimas duas décadas já foi avaliada com dados de firmas, e os resultados permitem avaliar o argumento de ganho de produtividade. Analisando um painel de quase um milhão de firmas entre 2004 e 2012, Bonomo, Brito e Martins (2015) mostram que a expansão do crédito direcionado beneficiou sobretudo firmas maiores, mais antigas e menos arriscadas, sem efeito estatisticamente significativo sobre o investimento das companhias abertas. Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello e Marcon (2015) encontram que empréstimos e participações do BNDES não tiveram efeito consistente sobre desempenho e investimento das firmas, exceto pela redução do custo financeiro decorrente do subsídio, e que o banco destinou mais capital a firmas com conexões políticas medidas por doações de campanha.

No plano agregado, a evidência disponível não permite afirmar que o crédito do BNDES tenha elevado de forma robusta a produtividade total dos fatores. Coelho e De Negri (2010) e Sousa (2010), em exercícios em nível de firma, não encontram efeito mensurável dos empréstimos do BNDES sobre produtividade, embora identifiquem possíveis efeitos sobre outras margens, como emprego e exportações. De Bolle (2015) acrescenta um possível canal macroeconômico adverso: a expansão do crédito subsidiado pode segmentar o mercado de crédito, enfraquecer a transmissão da política monetária e pressionar a taxa real de juros. Assim, além de a evidência microeconômica não apontar ganhos sistemáticos de produtividade, o crédito subsidiado pode elevar o custo de capital para agentes fora do circuito subsidiado, reforçando o ponto desenvolvido na seção III.

Mas a evidência não é uniforme, e convém registrar o outro lado. Cavalcanti e Vaz (2017) encontram efeito positivo sobre investimento e produtividade entre firmas pequenas com acesso a melhores condições de crédito, resultado robusto apenas quando o acesso é permanente. O padrão que observamos na literatura brasileira é que a má alocação predomina no crédito dirigido a grandes empresas já estabelecidas, enquanto a adicionalidade tende a se concentrar entre tomadores pequenos efetivamente racionados. Portanto, cabe ao Ministério do Planejamento demonstrar que estas linhas específicas alcançam tomadores restritos e financiam investimento que não ocorreria de outro modo. A nota não apresenta essa demonstração.

V.2 – Efeitos multiplicadores e crescimento econômico

O cerne da nota do MPO é um exercício quantitativo para medir o impacto da política de crédito subsidiado sobre o emprego, a renda, o crescimento do PIB e, em consequência, o crescimento da arrecadação. A nota faz esse exercício para alguns dos programas lançados recentemente, tais como a ampliação do Minha Casa Minha Vida, o programa de crédito para a compra de veículos por taxistas e motoristas de aplicativo ou o crédito para a indústria comprar máquinas.

Convém explicitar a natureza do modelo. Trata-se de um arcabouço essencialmente contábil, que não contém agentes resolvendo problemas de otimização intertemporal nem

mecanismos de equilíbrio geral capazes de capturar como famílias, firmas, bancos e o Banco Central reagem à expansão do crédito.

Essa ausência pesa mais quando o instrumento analisado é o crédito. O modelo não incorpora as fricções financeiras que determinam se o crédito de fato se converte em demanda, entre elas o empoçamento de liquidez no sistema bancário; o comportamento dos bancos na destinação dos recursos; o efeito do aumento do risco de inadimplência sobre a taxa real de juros; e o possível deslocamento de investimento privado que já ocorreria sem a política. Ficam de fora, ainda, as expectativas, a incerteza e a capacidade ociosa heterogênea entre setores. Sob capacidade ociosa elevada e juros inertes, omitir esses canais é uma aproximação tolerável, mas fora dessa hipótese cada um deles reduz o efeito estimado.

Os números apresentados impressionam, mas convém situar o que o modelo pode dizer. O insumo-produto é um instrumento legítimo para descrever os encadeamentos setoriais, indicando quanto cada setor compra de insumos dos demais, quanto gera de valor adicionado e quanto entrega à demanda final, e para calcular os multiplicadores associados a essa estrutura. É bem menos adequado, porém, para estimar crescimento econômico, tarefa para a qual, em sua forma usual, é bastante limitado.

A limitação central está do lado da oferta. O modelo trabalha com coeficientes técnicos fixos e preços constantes, sem representar restrições de capacidade, escassez de fatores, substituição entre insumos ou mudanças de preços relativos, e supõe que todo aumento de demanda é atendido pela expansão proporcional da produção. Na economia real, as empresas esbarram em capacidade instalada insuficiente, escassez de mão de obra, restrições de financiamento e limites de insumos, de modo que parte do estímulo se traduz em preços, importações ou realocação de fatores, e não em produção adicional. Por isso, aplicado a uma economia próxima de seus limites de capacidade, o modelo superestima o efeito real sobre o produto e o próprio efeito multiplicador. Para estimar crescimento, a literatura passou a preferir modelos de equilíbrio geral computável, capazes de incorporar preços relativos, restrições de fatores e substituição entre insumos.

A nota do MPO apresenta efeito multiplicador médio das políticas estudadas de 1,3. A literatura econômica que aplica métodos mais adequados encontra, em média, multiplicadores

de 0,75 para o gasto e 0,25 para reduções tributárias, em países desenvolvidos. Nas economias emergentes o impacto costuma ser ainda menor: entre 0,1 e 0,3 para o gasto e 0,2 e 0,4 para reduções tributárias⁸. Além dos valores menores, os efeitos decrescem rapidamente com o tempo e dependem do momento cíclico da economia (maiores nas recessões e menores nos auges cíclicos).

O tamanho desse multiplicador depende, em última instância, da capacidade de a oferta responder ao aumento da demanda. Em uma economia com baixo desemprego e juros reais altos, como a brasileira hoje, essa capacidade é limitada e a política monetária tende a neutralizar o estímulo, de modo que o efeito real da expansão do crédito é reduzido. É a pressão sobre a inflação e sobre os juros que a nota não considera, agora explicada pelo próprio mecanismo do modelo.

A comparação direta entre o multiplicador de 1,3 e os valores da literatura não é estritamente equivalente, porque o de 1,3 é um multiplicador de insumo-produto aplicado à demanda final, enquanto os de Batini et al (2014) medem o efeito fiscal por unidade de impulso. A qualificação, porém, agrava o diagnóstico em vez de amenizá-lo, porque a nota aplica o multiplicador sobre a dotação integral das linhas de crédito, algo próximo de R\$ 83,5 bilhões, como se todo esse valor fosse demanda final nova. Mas o custo fiscal que a própria nota reconhece não é a dotação, e sim o subsídio implícito somado às perdas esperadas com inadimplência, grandeza muito menor. Ou seja, a nota mede o custo pela parte pequena e o benefício pelo volume bruto de crédito, e ainda apresenta a arrecadação estimada como atenuação desse custo. A conta relevante para a decisão de política colocaria de um lado o subsídio e as perdas esperadas e de outro o efeito líquido adicional sobre produto e emprego, e essa conta a nota não faz.

Quando passamos a considerar números mais realistas para o efeito multiplicador das políticas de crédito, vemos que é pouco provável que se concretize o ciclo virtuoso descrito pela nota do MPO: a economia não será tão produtiva, o investimento não crescerá tanto, assim

⁸ Batini, N. et al. (2014) Os valores para economias avançadas seguem Mineshima et al. (2014), e os de economias emergentes, Ilzetzki (2011), ambos compilados nesse documento.

como o PIB real e a arrecadação. Ao alto custo fiscal das operações, acrescentam-se benefícios muito menores que os esperados.

Essas linhas de crédito estão sendo criadas em um contexto de baixa ociosidade, com a taxa de desemprego no menor patamar da série histórica da PNAD Contínua. Havendo pouca capacidade produtiva ociosa e pouca mão de obra desempregada a ser incorporada ao processo produtivo, os impactos dos estímulos governamentais se darão mais sobre os preços (inflação) do que sobre as quantidades (aumento real do PIB).

Cabe uma observação sobre a cifra de empregos. O modelo de insumo-produto não contém um mercado de trabalho, de modo que não incorpora ajuste de salários, resposta da margem de participação nem realocação de trabalhadores entre setores. Os cerca de 1,9 milhão de postos que a nota reporta, equivalentes a 1,8% da força de trabalho, correspondem ao emprego bruto necessário para atender à demanda sob coeficientes fixos, e não ao emprego líquido criado na economia. Em um contexto de baixa ociosidade, parte relevante dessa cifra é recomposição de ocupações que já existiriam, e não criação de novos postos.

Há ainda um limite de transparência interno ao próprio exercício quantitativo. A nota não divulga os multiplicadores setoriais utilizados, o tratamento das elasticidades, as hipóteses específicas de cada programa nem qualquer análise de sensibilidade. Sem esses elementos, um avaliador externo não consegue reproduzir os R\$ 110,9 bilhões de PIB nem os R\$ 45,4 bilhões de arrecadação, o que é requisito mínimo para que a estimativa subsidie decisão de gasto público.

V.3 – Adicionalidade

Há um outro problema que a própria nota admite em seu apêndice. Os resultados não descontam adicionalidade, ou seja, não estimam quanto do investimento ocorreria mesmo sem a política. Essa ressalva é decisiva justamente por se tratar de crédito, e não de gasto direto. No caso de uma transferência, tratar o desembolso como demanda final adicional é uma aproximação defensável. No caso de uma linha de crédito, o contrafactual relevante inclui o investimento que já ocorreria com financiamento privado, a antecipação no tempo de compras que se dariam adiante e o deslocamento de crédito livre para dar lugar ao crédito subsidiado. Por isso, o efeito líquido da política pode ser uma fração pequena do efeito bruto reportado, e

nada no exercício permite dimensionar essa fração. Quando somamos a ausência de adicionalidade à superestimação do multiplicador, os números da nota devem ser lidos como um teto ilustrativo, e não como estimativa do que a política de fato adiciona ao produto e ao emprego.

Conclusão

A nota do MPO aqui comentada procurou argumentar que as operações parafiscais de expansão de crédito utilizando recursos orçamentários representam uma alocação eficiente dos recursos públicos porque: (a) são transparentes; (b) representam uma opção melhor que o uso dos recursos para abatimento da dívida pública; (c) proporcionam ganhos para a economia, que resultarão em maior crescimento do PIB e ganhos fiscais de longo prazo.

Argumentamos que nenhum desses três pontos se sustenta, e que essas operações são basicamente uma forma de contornar os limites das regras fiscais, fazendo-se políticas públicas pela via financeira, sem impactar as contas primárias.

Tais políticas também lançam mão de procedimentos que mantêm baixa a transparência do impacto sobre a dívida pública. Ademais, as estimativas sobre o impacto econômico positivo sobre o produto, a renda e a arrecadação no longo prazo são superestimadas, devido ao uso de modelo inadequado.

O MPO também afirma que os procedimentos estão sendo feitos “em conformidade com os padrões internacionais estabelecidos pelo Government Finance Statistics Manual”. No entanto, mostramos que a despeito de não violar regras formais de registros das contas públicas, essas operações recorrem à prática de perenizar os desembolsos, criando novas linhas de crédito a partir da sobra de recursos de outras linhas ou outros fundos, de modo que o impacto sobre a dívida pública acaba sendo pelo valor integral dos desembolsos, e não apenas sobre o subsídio creditício e as perdas com inadimplência.

A própria Lei Complementar nº 224, de 26 de dezembro de 2025, ilustra o problema. Ela passou a exigir das proposições que concedem benefícios tributários um conjunto de requisitos,

entre eles objetivos, metas de desempenho quantificáveis e regras de avaliação periódica. Essas exigências não se estenderam aos benefícios de natureza financeira e creditícia, que permaneceram fora do arcabouço vinculante de avaliação, por veto presidencial recomendado pela Casa Civil da Presidência da República.⁹ Nesse contexto, uma avaliação criteriosa dos efeitos da expansão do crédito direcionado exigiria bem mais do que um exercício de multiplicadores como o da nota examinada.

Deveria ser estimada a adicionalidade com alguma âncora empírica, reportados os multiplicadores com uma análise de sensibilidade e considerada a resposta da política monetária de forma consistente entre os cenários. Enquanto esses elementos não estiverem presentes, os resultados apresentados não autorizam as conclusões que a nota extrai sobre a contribuição dessas políticas ao emprego, à renda e à arrecadação.

⁹ Lei Complementar nº 224, de 26 de dezembro de 2025, art. 2º na parte que inseria o art. 26-A na Lei Complementar nº 101/2000, e Mensagem de Veto nº 1.906, de 26 de dezembro de 2025.

REFERÊNCIAS NORMATIVAS E MANUAIS TÉCNICOS

Constituição e leis complementares (Planalto)

- CF/88, art. 165, § 6º [demonstrativo de subsídios e benefícios de natureza financeira, tributária e creditícia]
(https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm).
- LC 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), art. 5º, II; art. 8º, parágrafo único; art. 26-A [dispositivo que a LC 224 inseriria e foi vetado]
(https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm).
- LC 224/2025, de 26/12/2025, art. 2º [alterou a LRF; a extensão da avaliação a benefícios financeiros e creditícios foi vetada]
(https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp224.htm).

Leis ordinárias (Planalto)

- Lei 14.185/2021, de 14/07/2021 [autoriza o Banco Central a acolher depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras, instrumento alternativo às operações compromissadas; altera a Lei 12.865/2013]
(https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/l14185.htm).
- Lei 12.351/2010, de 22/12/2010, art. 59-A [Fundo Social; dispositivo incluído pela Lei 15.164/2025] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/lei/l12351.htm).
- Lei 15.164/2025, de 14/07/2025 [aperfeiçoa o Fundo Social; conversão da MP 1.291/2025] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/lei/l15164.htm).
- Lei 12.462/2011, de 4/08/2011, art. 63 [institui o FNAC; art. 63 alterado pela Lei 14.978/2024] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12462.htm).
- Lei 14.978/2024, de 18/09/2024 [altera o art. 63 da Lei 12.462/2011 — apoio reembolsável a companhias aéreas] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/lei/l14978.htm).
- Lei 12.114/2009 [cria o Fundo Clima / FNMC]
(https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l12114.htm).
- Lei 15.359/2026, de 24/03/2026 [apoio oficial ao crédito à exportação; altera as Leis 9.818/1999 e 12.712/2012] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2026/lei/L15359.htm).

- Lei 9.818/1999, de 23/08/1999 [Fundo de Garantia à Exportação — FGE] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9818.htm).
- Lei 12.712/2012, de 30/08/2012 [crédito à exportação] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/lei/l12712.htm).
- Lei 14.818/2024 [institui o Pé-de-Meia; autoriza uso de valores do FGO e do FGEDUC] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/lei/l14818.htm).
- Lei 14.995/2024 [altera as Leis 12.087/2009, 13.999/2020 e 14.042/2020 — FGEDUC, FGO e FGI/PEAC-FGI] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/lei/l14995.htm).
- Lei 12.087/2009 [FGO] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l12087.htm).
- Lei 13.999/2020 [FGO] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/l13999.htm).
- Lei 14.042/2020, de 19/08/2020 [FGI/PEAC-FGI] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/l14042.htm).

Decretos (Planalto)

- Decreto 12.293/2024 [regulamenta o apoio reembolsável às companhias aéreas — FNAC] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/decreto/D12293.htm).
- Decreto 11.549/2023 [reformula a modalidade reembolsável do Fundo Clima gerida pelo BNDES] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/decreto/D11549.htm).

Medidas provisórias (Planalto)

- MP 1.291/2025 [origem da Lei 15.164/2025 — Fundo Social] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/mpv/mpv1291.htm).
- MP 1.328/2025 [Move Brasil — caminhões] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/mpv/mpv1328.htm).
- MP 1.353/2026 [amplia o Fundo Garantidor para Investimentos — FGI] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2026/mpv/mpv1353.htm).
- MP 1.359/2026, de 19/05/2026 [Move Brasil — taxistas e motoristas de aplicativo] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2026/mpv/mpv1359.htm).

- MP 1.362/2026 [crédito extraordinário associado à MP 1.359/2026] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2026/mpv/mpv1362.htm).
- MP 1.309/2025 [Plano Brasil Soberano — crédito extraordinário associado ao FGE] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/mpv/mpv1309.htm).
- MP 1.310/2025 [Plano Brasil Soberano — crédito extraordinário associado ao FGE] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/mpv/mpv1310.htm).
- MP 1.345/2026, de 24/03/2026 [complementa a Lei 15.359/2026 — crédito à exportação, Plano Brasil Soberano] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2026/mpv/mpv1345.htm).

Resoluções

- Resolução CMN nº 5.260, de 30/10/2025 [empréstimos com recursos do FNAC às companhias aéreas; posteriormente alterada pela Resolução CMN nº 5.283/2026] (<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5260>).
- Resolução CMN nº 5.095, de 24/08/2023 [financiamentos ao amparo do Fundo Clima / FNMC] (<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5095>).
- Resolução CMN nº 5.287, de 26/03/2026 [altera a Resolução CMN nº 5.097/2023 — FAT, inovação e digitalização, repasse ao BNDES] (<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5287>).
- Resolução CDFS/CCPR nº 8, de 15/04/2026 [propõe crédito suplementar de R\$ 20 bilhões na unidade orçamentária Fundo Social para operações de crédito reembolsável no âmbito do MCMV] (https://www.gov.br/casacivil/pt-br/acesso-a-informacao/fundos/fundo-social-fs/resolucoes/copy_of_RESOLUOCDFS_CCPRN8DE15DEABRILDE2026RESOLUOCDFS_CCPRN8DE15DEABRILDE2026DOUImprensaNacional.pdf).

Mensagens de veto (Planalto)

- Mensagem de Veto nº 1.906, de 26/12/2025 [veto ao trecho da LC 224 que estenderia exigências de avaliação aos benefícios financeiros e creditícios] (https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2023-2026/2025/Msg/Vep/VEP-1906-25.htm).

Atos, manuais e padrões técnicos (MPO / internacional)

- MTBFC — Manual Técnico dos Benefícios Financeiros e Creditícios (MPO, 2024), p.10 [regra de *net lending* quando o risco recai sobre a União] (<https://www.gov.br/planejamento/pt-br/assuntos/avaliacao-de-politicas-publicas/subsidios/manual-tecnico-dos-beneficios-financeiros-e-crediticios-mtbfc-1>).
- Government Finance Statistics Manual (GFSM), 2014, FMI [padrão internacional de registro invocado pelo MPO] — disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/2014/gfsfinal.pdf>.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Batini, N.; Eyraud, L.; Forni, L.; Weber, A. (2014). “Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections”. *Technical Notes and Manuals* TNM/14/04. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Bonomo, M.; Brito, R. D.; Martins, B. (2015). “The after crisis government-driven credit expansion in Brazil: a firm level analysis.” *Journal of International Money and Finance*, v. 55, p. 111-134.
- Cavalcanti, T. V.; Vaz, P. H. (2017). “Access to long-term credit and productivity of small and medium firms: a causal evidence.” *Economics Letters*, v. 150, p. 21-25.
- Coelho, D. S. C.; De Negri, J. A. (2010). “Impacto do financiamento do BNDES sobre a produtividade das empresas: uma aplicação do efeito quantílico de tratamento.” XXXVIII Encontro Nacional de Economia. Salvador: ANPEC.
- De Bolle, M. (2015). “Do Public Development Banks Hurt Growth? Evidence from Brazil.” *Policy Brief PB15-16*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.
- Ilzetzki, E. (2011). “Fiscal Policy and Debt Dynamics in Developing Countries.” *Policy Research Working Paper* nº 5666. Washington, DC: The World Bank.
- Lazzarini, S. G.; Musacchio, A.; Bandeira-de-Mello, R.; Marcon, R. (2015). “What do state-owned development banks do? Evidence from BNDES, 2002-09.” *World Development*, v. 66, p. 237-253.
- Mendes, M. (2025). Como driblar regras fiscais, e suas consequências sobre a dívida pública. *Policy Paper*. São Paulo: Insper. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/entities/publication/12e6ecc2-79e9-455f-bcad-9fcae56db9dc>.
- Mineshima, A.; Poplawski-Ribeiro, M.; Weber, A. (2014). “Size of Fiscal Multipliers”. In: Cottarelli, C.; Gerson, P.; Senhadji, A. (eds.). *Post-Crisis Fiscal Policy*. Cambridge, MA: MIT Press, p. 315-372.

Ministério do Planejamento e Orçamento, Secretaria Executiva (2026). Impacto de medidas de crédito no emprego, renda e arrecadação: uma abordagem via matriz insumo-produto. Estudos econômicos. Brasília: MPO. Disponível em: <https://www.gov.br/planejamento/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudo-impacto-sempo.pdf>.

Sousa, F. L. de (2010). “Custos, BNDES e produtividade”. *Texto para Discussão* nº 267. Niterói: Faculdade de Economia, Universidade Federal Fluminense.