

Para acessar o relatório completo, clique [aqui](#).

## 2. CONJUNTURA FISCAL

### 2.1 Introdução

Em novembro, o déficit primário do governo central, que inclui o Tesouro Nacional, o Banco Central e o Regime Geral da Previdência Social (RGPS) foi de R\$ 713,7 bilhões na comparação em 12 meses. O indicador dá sinais de estabilização nos últimos três meses. O déficit foi apurado em 9,6% do PIB, em novembro, mesmo valor registrado em outubro, enquanto, em setembro e agosto, havia sido de 9,5% do PIB e 8,8% do PIB, respectivamente.

Essa estabilização do déficit primário do governo central, ainda que em níveis historicamente elevados, era esperada em razão da desaceleração no ritmo de evolução da despesa governamental e da melhora na arrecadação registrada a partir de agosto. Em relação à despesa, transferências como o abono salarial e o décimo terceiro a aposentados e pensionistas do INSS haviam sido antecipadas para o primeiro semestre de 2020. Ao mesmo tempo, o valor do auxílio emergencial pago a pessoas em situação de vulnerabilidade caiu de R\$ 600 para R\$ 300, a partir de setembro.

De todo modo, a estabilização do déficit primário ainda configura um quadro fiscal preocupante, tendo em vista o risco de rompimento do teto de gastos em 2021. A aceleração da inflação, nos últimos meses de 2020, vai pressionar alguns gastos obrigatórios, em 2021, enquanto o teto de gastos para o ano foi estabelecido com uma inflação bem mais baixa (de 2,1%). Conforme mostrado na seção do Contexto Macroeconômico, o IPCA, que baliza o teto de gastos da União, registrou alta de 4,52%, em 2020, enquanto o INPC, que corrige despesas como o salário mínimo e o abono salarial, subiu 5,45%, no ano passado.

Para minimizar o risco de rompimento do teto, é bem provável que o governo tenha de cortar ainda mais a despesa discricionária, que já está bastante comprimida, aumentando o risco de uma paralisação da máquina pública ou de um conjunto de políticas públicas essenciais.

Por sua vez, a queda nas receitas, fruto do enfraquecimento da atividade econômica e das renúncias e diferimentos de tributos praticados pelo governo também explica a piora na trajetória do déficit primário em 2020. Ao mesmo tempo, a recuperação observada a partir de agosto contribuiu para ajudar a estabilizar a trajetória em 12 meses do déficit primário do governo central.

Em novembro, a arrecadação de tributos administrada continuou a exibir recuperação, impulsionada pelo recolhimento de tributos diferidos em junho de 2020. De acordo com a Receita Federal do Brasil (RFB), a receita administrada de R\$ 137,2 bilhões, em novembro, cresceu 7,1%, em termos reais, frente ao mesmo mês de 2019. Em outubro e agosto, fortes crescimentos nessa base de comparação também foram observados, conforme destacado em edições anteriores deste Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF).

A recuperação da atividade econômica também contribuiu para essa melhora da arrecadação, especialmente nos setores da indústria e do varejo. O setor de serviços ainda exibe desempenho relativamente fraco em função do isolamento social provocado pela pandemia.

Em novembro, os indicadores de endividamento mostraram comportamento distinto. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e a dívida mobiliária federal cresceram na comparação mensal em razão das emissões líquidas de dívida realizadas pelo Tesouro para fazer frente às despesas associadas à pandemia. A DLSP cresceu, de 59,9% do PIB, em outubro, para 61,4% do PIB, em novembro, enquanto a dívida mobiliária subiu, de 53,5% do PIB, para 55,4% do PIB no período.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e as operações compromissadas, por sua vez, apresentaram recuo, em novembro ante outubro. Em novembro, a DBGG atingiu 88,1% do PIB, redução de 0,7 ponto percentual na comparação mensal.

Frente ao mesmo mês de 2019, houve incremento de 12,1 pontos percentuais no indicador. As compromissadas, por sua vez, atingiram 18,7% do PIB, recuando para os níveis observados em junho de 2020 (18,8% do PIB).

A explicação para a redução nas compromissadas e o crescimento na dívida mobiliária passa pela mudança de estratégia implementada pelo Banco Central (BC) e pelo Tesouro, em outubro passado, para auxiliar na gestão da dívida pública. Na ocasião, o BC anunciou uma revisão nos prazos e montantes praticados nos leilões regulares de operações compromissadas com títulos públicos federais. Já o Tesouro passou a ofertar Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) com prazo em 2022, em vez de prazo em 2023.

A mudança de atuação do BC na gestão das operações compromissadas, com introdução de um limite de rolagem nessas operações, teve por objetivo não influenciar as emissões de títulos pós-fixados pelo Tesouro Nacional, garantindo maior demanda por estes papéis e, conseqüentemente, reduzindo o ágio pedido pelos agentes nos leilões.

Como destacado pela IFI em edições passadas deste Relatório, a trajetória do endividamento preocupa. O quadro fiscal do país continua a exigir medidas de consolidação das contas públicas que contemplem a contenção da dinâmica da despesa e o aumento da arrecadação. A melhora no ambiente global com a perspectiva de avanço da vacinação nos países fez cair os prêmios de risco de países emergentes, dando mais tempo ao Brasil para avançar nas medidas de consolidação fiscal.

Para concluir esta Introdução, vale ressaltar que a revisão realizada pelo IBGE nas séries do Sistema de Contas Nacionais Trimestrais, em dezembro, vai alterar a projeção de algumas variáveis do cenário fiscal da IFI, por exemplo, os indicadores de endividamento público como proporção do PIB. As curvas projetadas desses indicadores serão mais baixas do que as apresentadas na última revisão de cenários da IFI, de novembro, em razão de o PIB nominal ter sido revisto para cima em 2019 e 2020 (informações atualizadas até o terceiro trimestre). As análises apresentadas nesta Conjuntura Fiscal já contemplam as novas séries das contas nacionais. Adiante, será apresentada a projeção de dívida/PIB atualizada para o fechamento de 2020. Nos próximos meses, serão revisados os cenários completos até 2030.

## 2.2 Resultados do Governo Central e do Setor Público Consolidado

### 2.2.1 Resultado primário do Governo Central

**Déficit primário do governo central foi de R\$ 699,1 bilhões no acumulado de janeiro a novembro de 2020.** Segundo o Relatório do Tesouro Nacional (RTN), da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), o déficit primário do governo central foi de R\$ 699,1 bilhões (10,3% do PIB), a preços correntes, no acumulado de onze meses de 2020. No mesmo período do ano anterior, o déficit apurado havia sido de R\$ 80,4 bilhões. Nessa base de comparação, o déficit do Tesouro Nacional e do Banco Central foi de R\$ 435,4 bilhões, enquanto o INSS teve resultado primário negativo de R\$ 263,7 bilhões.

**Em 12 meses, déficit primário atingiu R\$ 713,7 bilhões (9,6% do PIB) em novembro.** Nos 12 meses encerrados em novembro, o déficit registrado para o governo central foi de R\$ 713,7 bilhões (9,6% do PIB). A projeção da IFI para o resultado primário de 2020 contempla déficit de R\$ 779,8 bilhões, um novo recorde para a série histórica iniciada em 1997. A título de comparação, o Ministério da Economia projeta déficit de R\$ 831,8 bilhões para o ano passado<sup>1</sup>, enquanto a mediana das projeções de mercado contidas na edição de dezembro do Relatório Mensal do Prisma Fiscal<sup>2</sup> é de um déficit primário de R\$ 786,5 bilhões, em 2020.

<sup>1</sup> Ver 10ª Apresentação de Análise do Impacto Fiscal das Medidas de Enfrentamento à Covid-19, de 22/12/2020. Link para acesso: [https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/apresentacoes/2020-12-22-transparencia\\_coletiva\\_covid.pdf/view](https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/apresentacoes/2020-12-22-transparencia_coletiva_covid.pdf/view).

<sup>2</sup> Link para acesso ao Relatório: [https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/relatorios-do-prisma-fiscal/relatorio-mensal/2020/relatorio\\_mensal\\_dezembro\\_2020.pdf/view](https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/relatorios-do-prisma-fiscal/relatorio-mensal/2020/relatorio_mensal_dezembro_2020.pdf/view).

Conforme antecipado na Introdução desta seção, o déficit primário do governo central, acumulado de janeiro a novembro de 2020, refletiu, por um lado, a queda da receita, ainda que uma recuperação da atividade econômica tenha sido iniciada no terceiro trimestre, e, por outro, o aumento da despesa em razão da pandemia.

**Receita primária total do governo central sofreu redução real de 9,7% nos onze primeiros meses de 2020.** No acumulado de 2020 até novembro, a receita primária total do governo central somou R\$ 1.306,3 bilhões, montante 9,7% inferior ao registrado em 2019, em termos reais. Somente em novembro, a receita primária, de R\$ 139,8 bilhões, configurou crescimento real de 5,4%, em relação ao mesmo mês de 2019. Esse aumento foi impulsionado pela reversão dos diferimentos de tributos realizada no primeiro semestre de 2020.

**Pagamento de tributos diferidos somou R\$ 48,3 bilhões de agosto a novembro de 2020.** De acordo com informações da Receita Federal do Brasil (RFB), foram recolhidos, em novembro, R\$ 14,8 bilhões a título de tributos diferidos. Entre agosto, quando teve início essa reversão, e novembro, foram pagos R\$ 48,3 bilhões em tributos diferidos, abarcando PIS/COFINS, contribuição previdenciária patronal e pagamentos referentes a parcelamentos especiais no âmbito da RFB e da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional (PGFN)<sup>3</sup>. No RTN de novembro, a STN estima que o montante de diferimentos a ser revertido, ainda, corresponda a R\$ 33,3 bilhões.

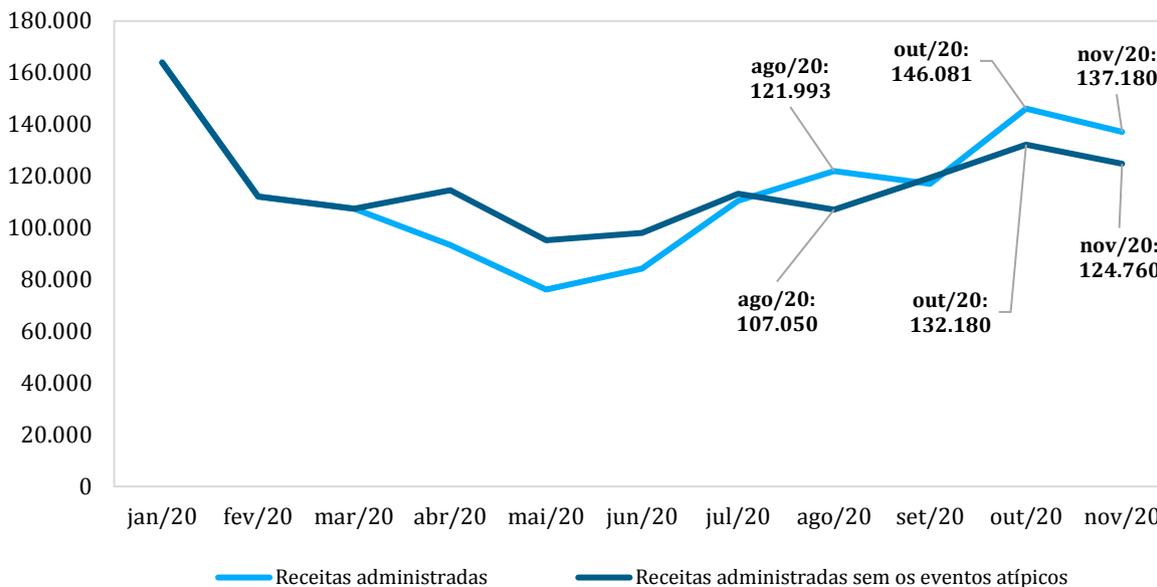
Em outras palavras, ainda de acordo com a RFB, do montante de R\$ 522,3 bilhões de receitas administradas recolhidas entre agosto e novembro, os diferimentos corresponderam a 9,2% desse total (R\$ 48,3 bilhões do total de R\$ 522,3 bilhões).

O Gráfico 3, apresentado em edições anteriores deste RAF, mostra a evolução das receitas administradas (inclui a arrecadação do RGPS) nos meses de 2020, com e sem eventos atípicos selecionados. A série contrafactual, calculada pela IFI com informações divulgadas pela RFB, reinsere nas receitas apuradas os eventos dos diferimentos de tributos e a redução a zero da alíquota do IOF sobre operações de crédito. Essas duas atipicidades mencionadas somaram, no acumulado de janeiro a novembro, R\$ 17,8 bilhões (valores correntes), montante que corresponde à diferença entre as duas curvas no gráfico.

---

<sup>3</sup> A esse respeito, ver Portaria ME nº 201, de 11 de maio de 2020. Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=109256&visao=anotado>.

**GRÁFICO 3. EVOLUÇÃO DAS RECEITAS ADMINISTRADAS EM 2020 (COM E SEM EVENTOS ATÍPICOS SELECIONADOS) - R\$ MILHÕES**



Fonte: Receita Federal do Brasil. Elaboração: IFI.

**Receitas administradas e do RGPS registraram contrações de, respectivamente, 9,3% e 6,2%, em termos reais, no acumulado de janeiro a novembro de 2020.** A Tabela 2, construída pela IFI com base em informações da STN, contém informações da receita do governo central desagregada em alguns grandes grupos. Do total de R\$ 1.306,3 bilhões (19,2% do PIB) arrecadados no acumulado de 2020 até novembro, R\$ 809,7 bilhões (11,9% do PIB) referiram-se a receitas administradas, sem contar a arrecadação para o RGPS, que somou R\$ 347,7 bilhões no período (5,1% do PIB). Enquanto as receitas administradas registraram queda real de 9,3% frente aos onze primeiros meses de 2019, a arrecadação do RGPS sofreu redução de 6,2%.

**Queda apurada nas receitas não administradas, no acumulado de onze meses de 2020, foi de 19,0%, em termos reais.** As receitas não administradas caíram 19,0%, em termos reais, entre janeiro e novembro, frente a 2019, alcançando montante de R\$ 148,9 bilhões (2,2% do PIB). Em 2018 e 2019, a participação das receitas não administradas situou-se 0,5 ponto percentual do PIB acima do observado em 2020, o que também decorre da crise econômica gerada pela pandemia.

**Perda de receita líquida do governo central, entre 2019 e 2020, considerando o acumulado entre janeiro e novembro, foi de 1,3 ponto percentual do PIB.** Ainda de acordo com as informações dispostas na Tabela 2, a receita líquida do governo central, nos onze primeiros meses de 2020, totalizou R\$ 1.072,3 bilhões (15,8% do PIB), configurando redução real de 10,0% frente a 2019. Como proporção do PIB, a queda na receita líquida, entre 2019 e 2020, considerando-se o acumulado de onze meses do ano, correspondeu a 1,3 ponto percentual.

**TABELA 2. RECEITAS DO GOVERNO CENTRAL – 2018 A 2020 – ACUMULADO DE JANEIRO A NOVEMBRO (R\$ BILHÕES CORRENTES, VAR. % REAL E % DO PIB)**

	Jan-Nov/18			Jan-Nov/19			Jan-Nov/20		
	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB
<b>Receita total</b>	<b>1.339,7</b>	<b>5,0%</b>	<b>21,0%</b>	<b>1.401,5</b>	<b>0,9%</b>	<b>20,7%</b>	<b>1.306,3</b>	<b>-9,7%</b>	<b>19,2%</b>
<i>Receitas administradas, exceto RGPS</i>	827,2	5,3%	12,9%	864,2	0,7%	12,8%	809,7	-9,3%	11,9%
<i>Incentivos fiscais</i>	0,0	-	0,0%	0,0	-	0,0%	-0,1	-	0,0%
<i>Receitas do RGPS</i>	337,7	0,1%	5,3%	358,9	2,5%	5,3%	347,7	-6,2%	5,1%
<i>Receitas não administradas</i>	174,8	14,4%	2,7%	178,4	-1,5%	2,6%	148,9	-19,0%	2,2%
<b>Transferências</b>	<b>228,8</b>	<b>8,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>247,0</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,7%</b>	<b>234,0</b>	<b>-8,2%</b>	<b>3,4%</b>
<b>Receita líquida</b>	<b>1.110,8</b>	<b>4,3%</b>	<b>17,4%</b>	<b>1.154,5</b>	<b>0,2%</b>	<b>17,1%</b>	<b>1.072,3</b>	<b>-10,0%</b>	<b>15,8%</b>
<b>PIB (R\$ bi correntes)</b>			<b>6.390,6</b>			<b>6.759,6</b>			<b>6.798,3</b>

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração: IFI.

**Em 12 meses até novembro, a receita líquida apurada foi de R\$ 1.264,6 bilhões. A projeção da IFI para 2020 é de receita líquida em R\$ 1.176,2 bilhões.** Nos 12 meses encerrados em novembro de 2020, a receita líquida do governo central totalizou R\$ 1.264,6 bilhões (17,0% do PIB), R\$ 6,6 bilhões a menos que a apurada no mesmo período de 2019. A projeção da IFI para essa variável, em 2020, é de R\$ 1.176,2 bilhões, ligeiramente pior que a mediana das projeções de mercado contidas na edição de dezembro do Relatório Mensal do Prisma Fiscal, de R\$ 1.193,3 bilhões. A projeção do governo federal (Relatório de Avaliação do 5º bimestre de 2020<sup>4</sup>) é de R\$ 1.190,1 bilhões.

**Projeção da IFI para a receita líquida em 2021 contempla o montante de R\$ 1.311,2 bilhões.** Para 2021, a projeção da IFI para a receita líquida é de R\$ 1.311,2 bilhões, próxima do valor da mediana das projeções contidas na edição de dezembro do Relatório Mensal do Prisma Fiscal, que é de R\$ 1.323,9 bilhões. O crescimento a ser apurado em relação ao resultado de 2020 explica-se pela recuperação da atividade econômica, ainda que tal recuperação ocorra praticamente em razão do carregamento estatístico da série do PIB. Conforme explicado em edições passadas deste RAF, as incertezas quanto ao avanço da vacinação da população contra a pandemia e à implementação de medidas de consolidação fiscal tendem a limitar o crescimento da economia em 2021.

Em relação às receitas administradas do governo central em novembro, destaca-se o comportamento dos seguintes tributos:

- (i) **Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI):** arrecadação de R\$ 7,0 bilhões, alta de R\$ 2,5 bilhões frente ao mesmo mês de 2019 (crescimento real de 47,8%). Esse resultado foi influenciado pela depreciação da taxa de câmbio em novembro, por elevação de alíquotas efetivas e pelo incremento de 1,0% na produção física industrial em outubro de 2020 frente ao mesmo mês de 2019;
- (ii) **Imposto sobre Operações Financeiras (IOF):** R\$ 1,1 bilhão arrecadado no mês, queda de R\$ 2,6 bilhões, em termos nominais, ante novembro de 2019 (redução real de 72,2%). Essa contração ocorreu em razão da edição do Decreto nº 10.305/2020, que estabeleceu a redução a zero das alíquotas de IOF incidentes sobre operações de crédito contratadas entre 3 de abril e 3 de julho de 2020. Posteriormente, o Decreto nº

<sup>4</sup> Link para acesso ao relatório: [https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorios-de-avaliacao-fiscal/2020/relatorio5bimestre\\_e\\_anexo.pdf/view](https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorios-de-avaliacao-fiscal/2020/relatorio5bimestre_e_anexo.pdf/view).

10.414/2020 prorrogou a vigência dessa medida até 2 de outubro de 2020 e o Decreto nº 10.504/2020 prorrogou a medida mais uma vez, desta vez a 31 de dezembro de 2020;

- (iii) **Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS):** recolhimento de R\$ 24,4 bilhões, montante R\$ 2,8 bilhões superior ao apurado em novembro de 2019 (alta real de 8,4%). O crescimento registrado na receita de COFINS no período ocorreu, principalmente, em razão da reversão dos diferimentos de tributos referente a junho de 2020. O bom desempenho das vendas físicas do comércio varejista, em outubro, também impulsionou a receita de COFINS em novembro; e
- (iv) **PIS/PASEP:** arrecadação de R\$ 6,9 bilhões, aumento de R\$ 1,3 bilhão, em termos nominais, frente a novembro de 2019 (+19,5%, em termos reais). A explicação para esse comportamento é a mesma da apresentada para a COFINS.

**Aumento real de 17,1% das receitas do RGPS, em novembro, foi impulsionado por pagamento de contribuição patronal diferida.** A arrecadação líquida para o Regime Geral da Previdência Social (RGPS) totalizou R\$ 39,8 bilhões, em novembro, um aumento de R\$ 7,2 bilhões, em valores nominais, ante o mesmo mês de 2019 (acréscimo de 17,1%, em termos reais). O comportamento das receitas previdenciárias foi influenciado pelo pagamento da parcela dos diferimentos da Contribuição Previdenciária Patronal, referente a junho de 2020, e do Simples Nacional, relativo a maio de 2020.

**Em 12 meses até novembro, receitas do RGPS somaram R\$ 402,1 bilhões. Projeção da IFI contempla o recolhimento de R\$ 398,6 bilhões nessa receita, em 2020.** Nos 12 meses encerrados em novembro, a arrecadação líquida para o RGPS totalizou R\$ 402,1 bilhões, a preços correntes. A projeção da IFI para essa receita em 2020 contempla um recolhimento de R\$ 398,6 bilhões. As condições desfavoráveis do mercado de trabalho, que afetam o comportamento da massa salarial, fizeram cair as receitas previdenciárias em 2020. Para 2021, a projeção da IFI contempla uma arrecadação total de R\$ 435,7 bilhões nas receitas do RGPS.

**Forte queda na receita de dividendos e participações, em novembro, refletiu pagamento do BNDES feito em 2019, sem contrapartida em 2020.** Em relação às receitas não administradas, merece destaque o comportamento da receita de Dividendos e Participações. A arrecadação de R\$ 279,1 milhões, em novembro, foi R\$ 4,8 bilhões inferior ao arrecadado no mesmo mês do ano anterior (-94,8%, em termos reais). Esse resultado foi influenciado pelo pagamento, em novembro de 2019, de dividendos pelo BNDES no montante de R\$ 4,6 bilhões, sem contrapartida em novembro de 2020, além de redução no pagamento de dividendos pelo Banco do Brasil (-R\$ 251,5 milhões). De acordo com a STN, em abril de 2020, resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) limitou o pagamento de dividendos pelas instituições financeiras federais em razão da pandemia.

No acumulado de 12 meses até novembro, as receitas administradas do governo central, excetuadas as receitas do RGPS, totalizaram R\$ 891,6 bilhões, ao passo que as receitas não administradas alcançaram montante de R\$ 246,2 bilhões. A expectativa da IFI contempla volumes de R\$ 879,3 bilhões para as receitas administradas e de R\$ 159,2 bilhões para as receitas não administradas, em 2020, no cenário base. A título de comparação, de acordo com o último Relatório de Avaliação Bimestral de Receitas e Despesas Primárias, o governo federal projeta receitas administradas em R\$ 894,8 bilhões e receitas não administradas em R\$ 165,5 bilhões, para o ano passado.

Essa diferença entre a projeção da IFI para as receitas não administradas, em 2020 (R\$ 159,2 bilhões), e a evolução em 12 meses do indicador, até novembro (R\$ 246,2 bilhões), decorre do montante arrecadado pelo governo em dezembro de 2019, referente ao leilão da cessão onerosa (R\$ 70 bilhões) e leilões de campos de petróleo da 16ª rodada de concessões (R\$ 8,9 bilhões) e da 6ª rodada de partilha do pré-sal (R\$ 5,0 bilhões).

**Despesa primária total realizada nos onze primeiros meses de 2020 foi de R\$ 1.771,4 bilhões.** Por sua vez, a despesa total de R\$ 1.771,4 bilhões, no acumulado de 2020, até novembro, configurou aumento real de 39,3% frente a 2019, equivalente a 26,1% do PIB. No período, o pagamento de benefícios previdenciários no âmbito do RGPS totalizou

R\$ 611,5 bilhões, crescimento real de 6,0%; pessoal (ativos e inativos) somou R\$ 286,6 bilhões, queda real de 0,2%; o abono e seguro desemprego alcançou R\$ 55,1 bilhões (+5,2%); o Benefício da Prestação Continuada (BPC) somou R\$ 57,4 bilhões (+1,5%); sentenças judiciais e precatórios perfizeram R\$ 22,5 bilhões (+45,0%); enquanto os créditos extraordinários (exceto PAC) alcançaram R\$ 396,3 bilhões no período de janeiro a novembro de 2020 (Tabela 3).

**TABELA 3. DESPESAS SELECIONADAS DO GOVERNO CENTRAL – 2018 A 2020 – ACUMULADO DE JANEIRO A NOVEMBRO (R\$ BILHÕES CORRENTES, VAR. % REAL E % DO PIB)**

	Jan-Nov/18			Jan-Nov/19			Jan-Nov/20		
	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB
<b>Despesa total</b>	<b>1.203,3</b>	<b>2,6%</b>	<b>18,8%</b>	<b>1.234,9</b>	<b>-1,0%</b>	<b>18,3%</b>	<b>1.771,4</b>	<b>39,3%</b>	<b>26,1%</b>
<i>Benefícios previdenciários (RGPS)</i>	524,0	1,4%	8,2%	560,0	3,1%	8,3%	611,5	6,0%	9,0%
<i>Pessoal (ativos e inativos)</i>	265,7	0,9%	4,2%	278,7	1,1%	4,1%	286,6	-0,2%	4,2%
<i>Abono e seguro desemprego</i>	49,3	-5,4%	0,8%	50,8	-0,6%	0,8%	55,1	5,2%	0,8%
<i>Benefícios de Prestação Continuada (BPC)</i>	51,4	0,7%	0,8%	54,8	2,9%	0,8%	57,4	1,5%	0,8%
<i>Créditos extraordinários (exceto PAC)</i>	4,5	536,6%	0,1%	3,1	-31,4%	0,0%	396,3	12063,3%	5,8%
<i>Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha</i>	12,6	-6,4%	0,2%	9,5	-27,3%	0,1%	8,8	-10,7%	0,1%
<i>Fundeb</i>	12,9	9,9%	0,2%	13,9	4,3%	0,2%	14,3	-0,4%	0,2%
<i>Sentenças judiciais e precatórios (custeio e capital)</i>	13,7	27,1%	0,2%	15,2	5,7%	0,2%	22,5	45,0%	0,3%
<i>Subsídios, subvenções e Proagro</i>	13,8	-27,6%	0,2%	10,2	-28,4%	0,2%	19,2	83,8%	0,3%
<b>Obrigações</b>	<b>1.097,1</b>	<b>1,5%</b>	<b>17,2%</b>	<b>1.141,9</b>	<b>0,4%</b>	<b>16,9%</b>	<b>1.682,9</b>	<b>43,1%</b>	<b>24,8%</b>
<b>Obrigações com controle de fluxo</b>	<b>123,4</b>	<b>6,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>125,1</b>	<b>-2,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>117,0</b>	<b>-9,3%</b>	<b>1,7%</b>
<b>Discricionárias</b>	<b>106,3</b>	<b>15,7%</b>	<b>1,7%</b>	<b>93,0</b>	<b>-15,6%</b>	<b>1,4%</b>	<b>88,5</b>	<b>-7,6%</b>	<b>1,3%</b>
<b>PIB (R\$ bi correntes)</b>			<b>6.390,6</b>			<b>6.759,6</b>			<b>6.798,3</b>

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração: IFI.

**Despesas com créditos extraordinários executadas em 2020 refletem impactos da pandemia.** A despesa com créditos extraordinários (exceto PAC), de R\$ 396,3 bilhões, que cresceu R\$ 393,2 bilhões frente aos primeiros onze meses de 2019, decorreu de medidas como (i) auxílio emergencial a pessoas em situação de vulnerabilidade (R\$ 275,8 bilhões); (ii) despesas adicionais do Ministério da Saúde e demais ministérios (R\$ 40,5 bilhões); (iii) Benefício Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (R\$ 31,3 bilhões); e (iv) ampliação do Programa Bolsa Família (R\$ 369,3 milhões).

Ainda em relação à Tabela 3, as despesas obrigatórias cresceram 43,1%, em termos reais, atingindo R\$ 1.682,9 bilhões, no acumulado de 2020, até novembro, enquanto as despesas discricionárias registraram queda de 7,6%, nessa base de comparação, somando R\$ 88,5 bilhões.

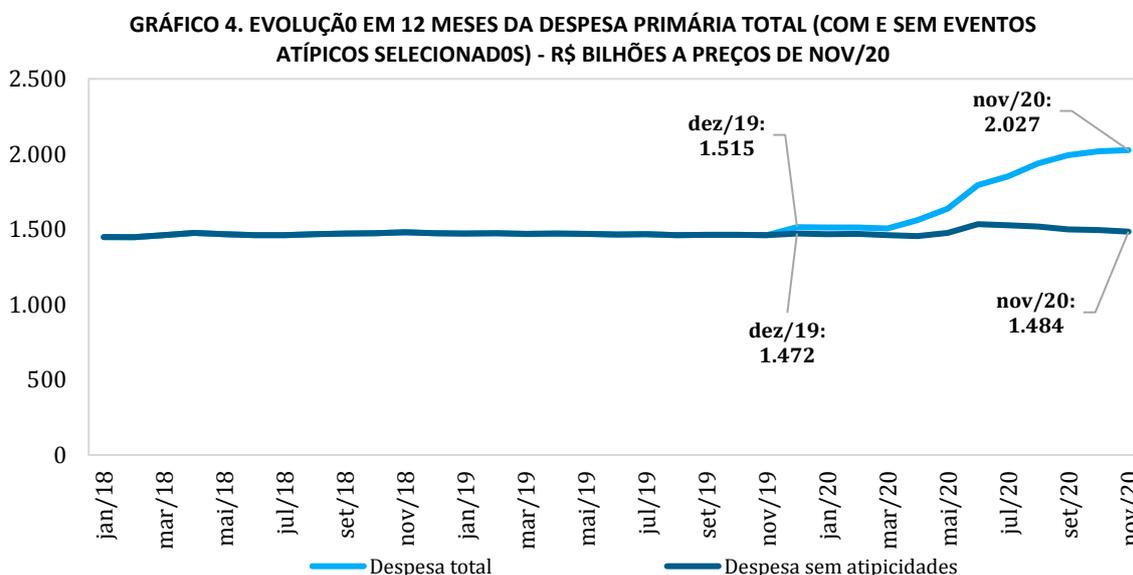
**Pagamento de benefícios do Bolsa Família por meio de créditos extraordinários diminuiu o montante de despesas obrigatórias com controle de fluxo, no acumulado de 2020.** De acordo com a STN, a queda de 9,3%, em termos reais, nas despesas obrigatórias com controle de fluxo no acumulado de janeiro a novembro de 2020, frente ao ano anterior, deveu-se à diminuição dos gastos no âmbito do Programa Bolsa Família, visto que as despesas do Programa foram pagas, em boa medida, por meio de créditos extraordinários, no contexto do combate aos efeitos econômicos e sociais da pandemia.

**Execução de despesas no âmbito da pandemia totalizou R\$ 487,4 bilhões, no acumulado de onze meses em 2020.** Nesta edição do RAF, a IFI apresenta, mais uma vez, exercício realizado para isolar os efeitos da pandemia sobre as despesas do governo central, em 2020. Para isso, foi calculada uma série contrafactual para as despesas subtraindo da

despesa total os gastos associados à crise da covid-19, reportados pela STN nas edições do Relatório do Tesouro Nacional (RTN) e nas respectivas apresentações do relatório. O montante de despesas executadas em decorrência da pandemia somou, até o décimo primeiro mês do ano, R\$ 487,4 bilhões.

Também foram retiradas da série da despesa total atipicidades ocorridas em dezembro de 2019: o pagamento à Petrobras decorrente da revisão do contrato de cessão onerosa (R\$ 34,4 bilhões) e o aumento de capital de empresas estatais não dependentes (R\$ 7,4 bilhões).

**Exercício realizado pela IFI com dados da STN mostra que, desconsiderando os efeitos da pandemia, despesa primária da União estaria em níveis próximos aos registrados em 2018 e 2019.** O Gráfico 4 exibe a evolução em 12 meses, desde 2018, da despesa primária total e a série construída que deduz as atipicidades descritas no parágrafo anterior. O gráfico permite concluir que, na ausência dos gastos com a pandemia, a trajetória da despesa primária do governo central estaria bem comportada, mantendo o padrão observado no período 2018-2019.



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

**Crescimento anual da despesa primária total foi de 38,7%, em termos reais, no acumulado de 12 meses até novembro. Projeção da IFI para a variável, em 2020, é de R\$ 1.956,0 bilhões.** Em 12 meses, a despesa primária total do governo central alcançou, em valores nominais, R\$ 1.978,3 bilhões, em novembro, alta real de 38,7% frente aos 12 meses imediatamente anteriores. A expectativa da IFI é que a despesa alcance um montante de R\$ 1.956,0 bilhões em 2020 (26,5% do PIB, já considerando a revisão nos valores das séries de contas nacionais). Até o fim do ano, as despesas executadas no âmbito da crise da covid-19 deverão ficar concentradas nos créditos extraordinários.

Complementando a análise mensal da despesa, especificamente em novembro, merecem destaques as execuções das seguintes rubricas:

- (i) **Fundos de participação dos Municípios, dos Estados e IPI-EE:** montante de R\$ 20,0 bilhões, com aumento de R\$ 2,3 bilhões, em termos nominais, frente a novembro de 2019 (+8,1%, em termos reais). Esse acréscimo ocorreu em função do desempenho dos tributos compartilhados (IR e IPI), que registraram aumento conjunto em outubro e novembro, comparativamente ao mesmo período do ano anterior;

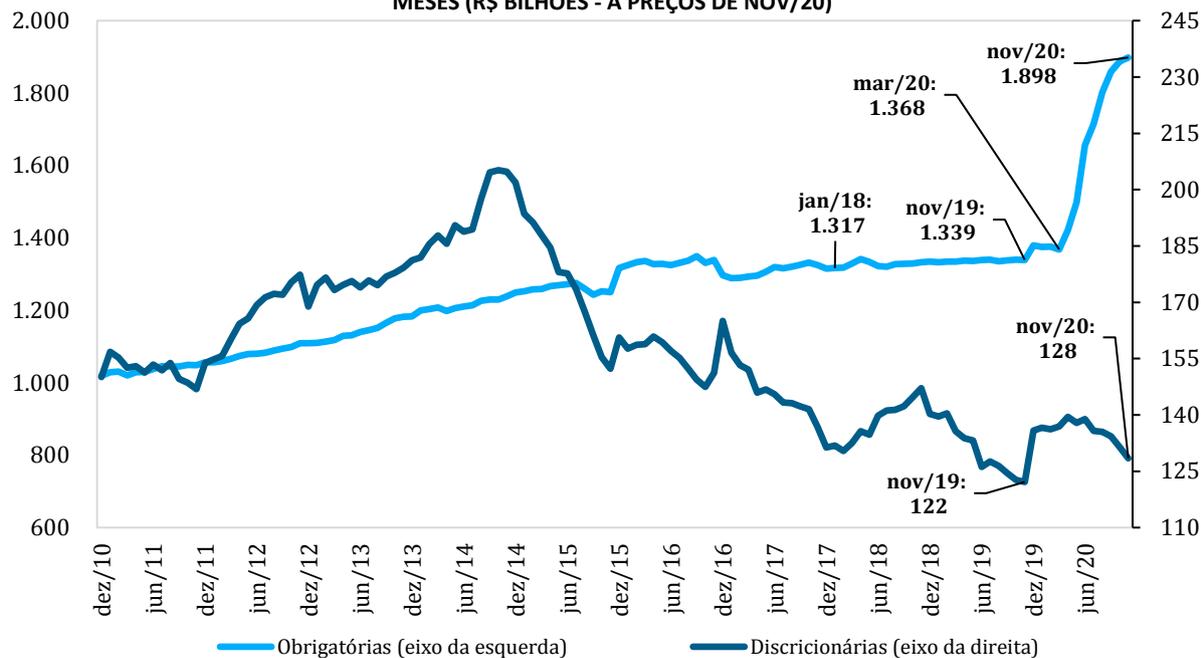
- (ii) **Transferência por repartição de receita - exploração de recursos naturais:** soma de R\$ 4,9 bilhões, com queda de R\$ 766,4 milhões frente a 2019. Efeito foi decorrente da redução na arrecadação em exploração de recursos naturais;
- (iii) **Benefícios previdenciários:** despesa de R\$ 51,1 bilhões, em novembro, R\$ 2,6 bilhões inferior à realizada em igual mês de 2019, configurando redução real de 8,8%. Esse efeito tem origem na antecipação do pagamento do abono aos aposentados e pensionistas do INSS, normalmente realizado em agosto, setembro, novembro e dezembro, para abril, maio e junho de 2020;
- (iv) **Créditos extraordinários (exceto PAC):** pagamentos de R\$ 22,1 bilhões, com alta de R\$ 22,0 bilhões ante novembro de 2019, derivados da implementação de medidas de combate a covid-19, tais como: Auxílio Emergencial a Pessoas em Situação de Vulnerabilidade (R\$ 17,8 bilhões), Despesas Adicionais do Ministério da Saúde e demais ministérios (R\$ 1,7 bilhão), e Benefício Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (R\$ 2,5 bilhões);
- (v) **Subsídios, subvenções e Proagro:** despesas de - R\$ 4,2 bilhões, com redução de R\$ 4,3 bilhões frente ao mesmo mês de 2019. Essa contração é explicada pela devolução de R\$ 4,1 bilhões à União, inicialmente destinados ao Programa Emergencial de Suporte a Empregos (PESE), instituído pela Medida Provisória nº 944, de 2020; e
- (vi) **Despesas discricionárias:** montante de R\$ 9,3 bilhões, redução de R\$ 2,4 bilhões com respeito ao mesmo mês de 2019 (-23,9%, em termos reais). Essa redução se explica pela diminuição nos valores pagos nas funções Saúde (R\$ 863,2 milhões), Educação (R\$ 496,9 milhões), e Defesa (R\$ 356,3 milhões).

**Série acumulada em 12 meses da despesa primária ilustra o forte crescimento registrado a partir de março.** O Gráfico 5 ilustra a piora verificada na trajetória da despesa do governo central, a partir de abril, considerando-se as séries em 12 meses dos indicadores de despesas obrigatórias e discricionárias. Em março, as despesas obrigatórias, a preços de novembro de 2020, somaram R\$ 1.333 bilhões, montante que passou a R\$ 1.386 bilhões, em abril, R\$ 1.620 bilhões, em junho, R\$ 1.767 bilhões, em agosto, e R\$ 1.863 bilhões, em novembro.

As despesas discricionárias, por sua vez, são apresentadas desconsiderando os efeitos da capitalização da Petrobras (R\$ 42,9 bilhões), em setembro de 2010, por ocasião da assinatura do contrato da cessão onerosa do pré-sal, assim como do pagamento feito à empresa (R\$ 34,4 bilhões), em dezembro de 2019, em razão da revisão do mesmo contrato. As duas somas correspondem, a preços de novembro de 2020, a R\$ 75,3 bilhões e R\$ 35,5 bilhões, respectivamente.

**Desconsiderando eventos atípicos, despesas discricionárias somaram R\$ 128 bilhões, no acumulado de 12 meses até novembro.** Feitos os ajustes mencionados, no acumulado de 12 meses, as despesas discricionárias foram de R\$ 128 bilhões, em novembro. Ao longo de 2020, a tendência do indicador é de queda. (Gráfico 5). Essa trajetória indica que o governo tende a manter a estratégia de comprimir cada vez mais as despesas discricionárias para cumprir a regra do teto de gastos da União, ainda que o espaço fique cada vez menor, sob risco de descontinuidade de alguns serviços públicos essenciais.

**GRÁFICO 5. DESPESAS DISCRICIONÁRIAS E OBRIGATÓRIAS FEDERAIS ACUMULADAS EM 12 MESES (R\$ BILHÕES - A PREÇOS DE NOV/20)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

## 2.2.2 Resultado do Setor Público Consolidado

**Resultado primário do setor público consolidado foi de R\$ 651,1 bilhões (9,6% do PIB) no período de janeiro a novembro de 2020.** Segundo as estatísticas fiscais divulgadas pelo Banco Central, o déficit primário do setor público consolidado foi de R\$ 651,1 bilhões (9,6% do PIB), no acumulado de 2020 até novembro<sup>5</sup>. O governo central respondeu por um déficit de R\$ 700,6 bilhões no período (10,3% do PIB), enquanto os governos regionais tiveram superávit de R\$ 44,6 bilhões (0,7% do PIB) e as empresas estatais, outro de R\$ 4,9 bilhões (0,1% do PIB).

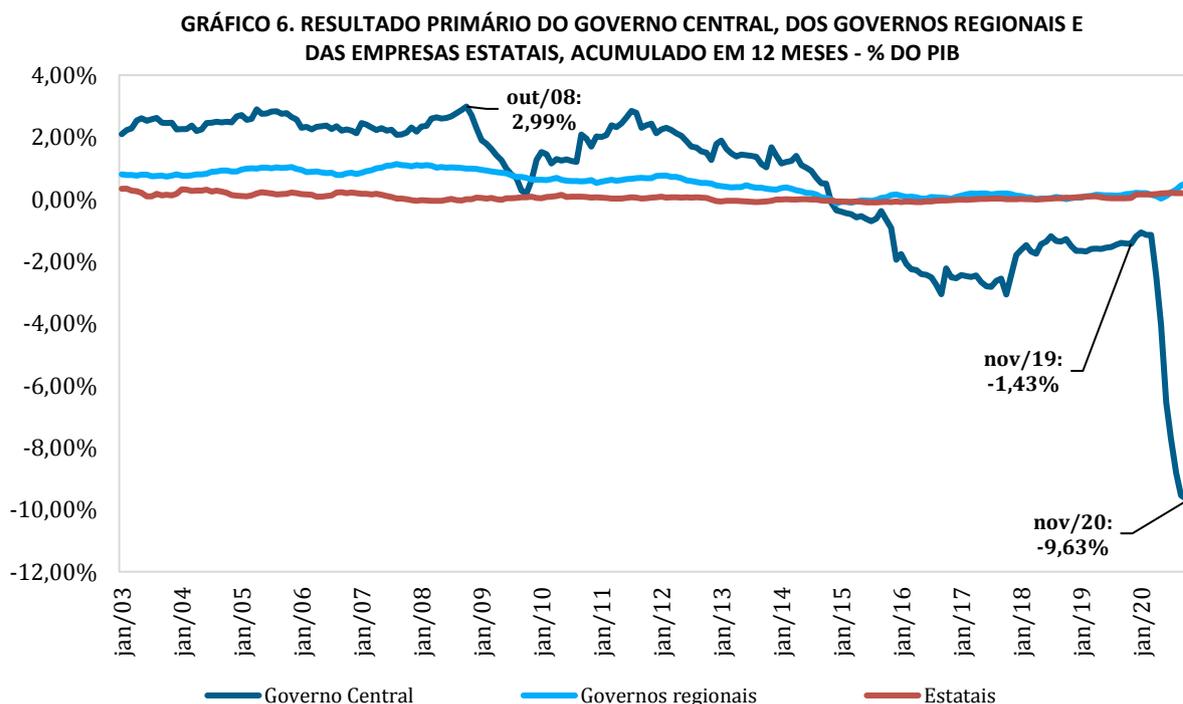
**Nos 12 meses até novembro, déficit primário registrado do setor público foi de R\$ 664,6 bilhões (8,9% do PIB).** Na comparação em 12 meses, o resultado primário do setor público consolidado foi negativo em R\$ 664,6 bilhões (8,9% do PIB), em novembro. O governo central respondeu por um déficit de R\$ 716,7 bilhões no período (9,6% do PIB), enquanto os governos regionais e as empresas estatais tiveram superávits de, respectivamente, R\$ 37,5 bilhões (0,5% do PIB) e R\$ 14,6 bilhões (0,2% do PIB).

<sup>5</sup> Os números divulgados pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) no Relatório do Tesouro Nacional (RTN) diferem marginalmente dos apresentados na Nota de Política Fiscal do Banco Central em razão das metodologias consideradas para a apuração dos números. A principal diferença é que a STN utiliza a metodologia “acima da linha”, que consiste em apurar a diferença entre as receitas e as despesas do governo central, isto é, considera a diferença entre os fluxos de receitas e despesas em um dado período para calcular o resultado primário. O Banco Central, por sua vez, emprega a metodologia “abaixo da linha”, que consiste em calcular as mudanças no estoque da dívida líquida, incluindo fontes de financiamento domésticas e externas. Enquanto a estatística “abaixo da linha” permite analisar como o governo financiou o seu déficit, o resultado fiscal “acima da linha” permite avaliar as causas dos desequilíbrios, além de outros aspectos qualitativos da política fiscal. Mais explicações podem ser encontradas em <https://bit.ly/2qUbhsH>.

O Gráfico 6 apresenta a trajetória em 12 meses do resultado primário do governo central, dos governos regionais e das empresas estatais. A projeção da IFI contempla, para 2020, déficit primário do governo central em R\$ 779,8 bilhões e, para o setor público consolidado, déficit primário de R\$ 746,8 bilhões.

Essa tendência deve ser revertida em 2021. De acordo com o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO), o déficit primário do governo central deve ficar em R\$ 247,1 bilhões em 2021. Na edição de dezembro do Relatório Prisma Fiscal, por sua vez, a mediana das expectativas de mercado contempla que o déficit primário seja de R\$ 227,2 bilhões, em 2021. A IFI projeta R\$ 218,3 bilhões, mas as novas informações trazidas pela LDO e a perspectiva de gastos não previstos deve elevar essa projeção.

Para ter claro, o déficit primário do governo central pode ficar maior, em 2021, com a ocorrência de eventos não previstos no cenário, como a necessidade de medidas mais restritivas de isolamento social em razão do agravamento das condições da pandemia na atual segunda onda de contaminação pelo vírus. A transmissão está acelerando, pela média diária, assim como o número de óbitos. Eventuais atrasos no início do programa de vacinação potencializam esse risco. De acordo com o governo, toda a despesa associada à vacinação será realizada por meio de créditos extraordinários no Orçamento de 2021.



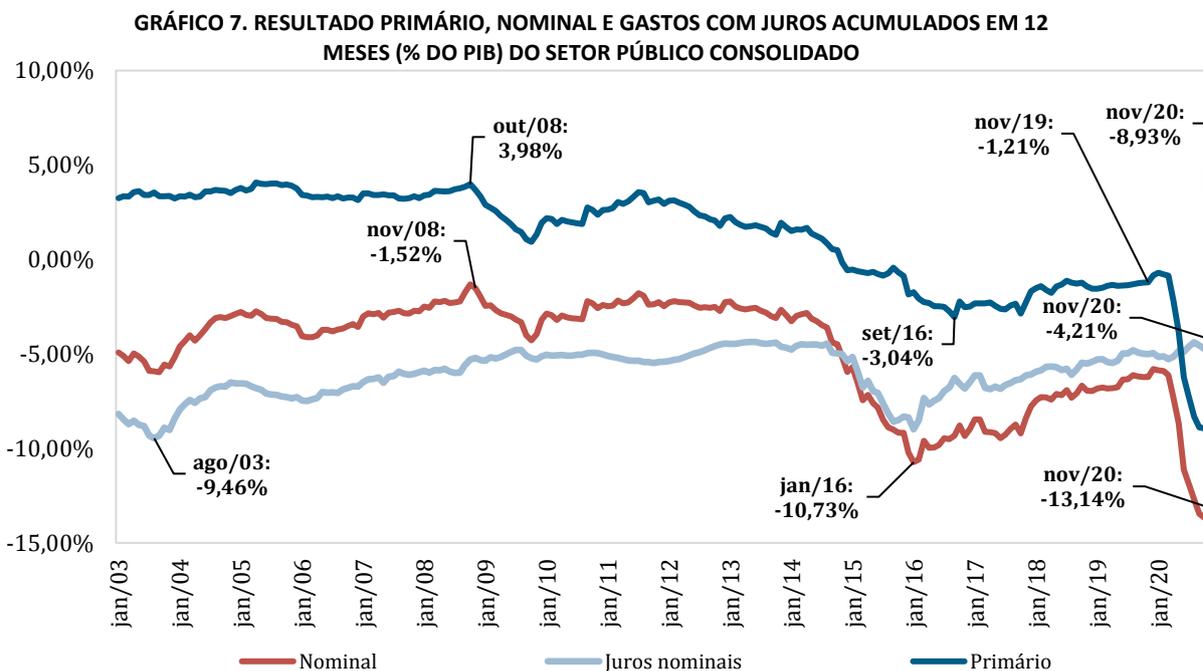
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Déficit nominal do setor público consolidado foi de 13,1% do PIB nos 12 meses até novembro, equivalente a R\$ 978,0 bilhões.** A trajetória em 12 meses dos resultados primário, nominal e do pagamento de juros pelo setor público consolidado é apresentada no Gráfico 7. O déficit nominal, que considera o déficit primário (receita líquida menos despesa primária) mais o pagamento de juros da dívida pública, somou R\$ 978,0 bilhões (13,1% do PIB) nos 12 meses encerrados em novembro. O pagamento de juros correspondeu a R\$ 313,4 bilhões (4,2% do PIB), enquanto o primário configurou déficit de R\$ 664,6 bilhões (8,9% do PIB).

**Dinâmica recente do déficit nominal foi determinada pelo comportamento do resultado primário.** O déficit nominal do setor público consolidado cresceu em razão do aumento do déficit primário, alta cujas razões já foram discutidas anteriormente nesta seção. O resultado de novembro das estatísticas fiscais, do Banco Central, indica uma reversão na trajetória do déficit nominal do setor público em razão da estabilização do déficit primário e da redução do pagamento de juros. A trajetória do resultado nominal, em 2021, dependerá da necessidade de execução de despesas relacionadas a um eventual recrudescimento da pandemia.

**Despesas com juros do setor público apresenta trajetória favorável nos últimos anos.** O Gráfico 7 evidencia uma sensível melhora na despesa de juros do setor público nos últimos cinco anos, apesar de algumas oscilações na trajetória do indicador. Essa despesa encontra-se em níveis relativamente reduzidos, mas é sempre importante reafirmar que a atual trajetória do pagamento de juros depende de medidas que garantam a consolidação do quadro fiscal, de modo que a Selic possa permanecer em níveis mais baixos de forma permanente.

Nessa linha, é necessário que o governo explicite um plano crível de consolidação fiscal, de modo a coordenar as expectativas dos agentes e garantir trajetórias favoráveis para os déficits primário e nominal, assim com o pagamento de juros. As incertezas observadas nos últimos meses fizeram os compradores de papéis do governo exigir prêmios maiores nos leilões de dívida. Até por isso, o Tesouro Nacional passou a encurtar os prazos de vencimento da dívida.



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

### 2.2.3 Evolução dos indicadores de endividamento do setor público

**Recuo nos prêmios de risco de economias emergentes melhora o espaço para gestão da dívida pública.** O contexto internacional é favorável ao Brasil, no momento, tendo em vista a perspectiva de manutenção das taxas de juros próximas a zero por bastante tempo, nos Estados Unidos, assim como a recuperação econômica da China, que impulsiona as exportações brasileiras. O recuo nos prêmios de risco associados a mercados emergentes nos últimos meses é igualmente favorável ao Brasil, por atenuar pressões sobre a taxa de câmbio. Nesse ambiente, o Banco Central pode manter a taxa básica de juros da economia em níveis relativamente reduzidos, o que facilita a gestão da dívida pública pelo Tesouro.

O avanço da vacinação em âmbito global é igualmente benéfico por dissipar incertezas em relação à recuperação do PIB dos países. De todo modo, a velocidade com que essa imunização das populações avança pode ainda trazer incertezas ao cenário, visto que não afasta completamente eventuais medidas de isolamento social, o que pode, por sua vez, comprometer a recuperação das economias.

**Emissões líquidas de títulos da Dívida Pública Federal somaram R\$ 139,7 bilhões, em novembro.** Segundo informações contidas no Relatório Mensal da Dívida (RMD), da STN, o estoque da Dívida Pública Federal (DPF) cresceu de R\$ 4.638,5 bilhões, em outubro, para R\$ 4.788,0 bilhões, em novembro (aumento de R\$ 149,4 bilhões), em função de emissão líquida de títulos de R\$ 139,7 bilhões e de apropriação positiva de juros de R\$ 9,9 bilhões. As emissões líquidas consideram as emissões totais descontadas dos resgates realizados no mês.

**Emissões de títulos prefixados totalizaram R\$ 106,3 bilhões, seguidas por títulos com taxa flutuante (R\$ 17,0 bilhões) e títulos atrelados a índices de preços (R\$ 16,7 bilhões).** Do montante de R\$ 139,7 bilhões de emissões líquidas realizadas em novembro, R\$ 140,1 bilhões corresponderam a emissões da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), enquanto a Dívida Pública Federal Externa (DPFe) sofreu resgate líquido de R\$ 406,8 milhões. A maior emissão líquida da DPMFi foi de títulos prefixados (R\$ 106,3 bilhões), seguida por títulos com taxa flutuante (R\$ 17,0 bilhões) e títulos indexados a índices de preços (R\$ 16,7 bilhões).

**Em novembro, taxas de emissão dos títulos públicos mostraram estabilidade frente a outubro, interrompendo movimento de alta.** Ainda de acordo com a STN, em novembro, as taxas médias de emissão dos títulos registradas foram de 4,87% ao ano para os prefixados de 24 meses e de 6,40% ao ano para os prefixados de 48 meses. No fim de outubro, as taxas negociadas foram de 4,93% ao ano, para os títulos de 24 meses, e de 6,40% ao ano, para os de 48 meses. Em setembro, por sua vez, as taxas dos mesmos títulos foram de 4,39% ao ano e 5,95% ao ano, respectivamente. Esses números sugerem que, após aumento das taxas em setembro e outubro, houve estabilização do prêmio pedido pelos agentes nos leilões, em novembro.

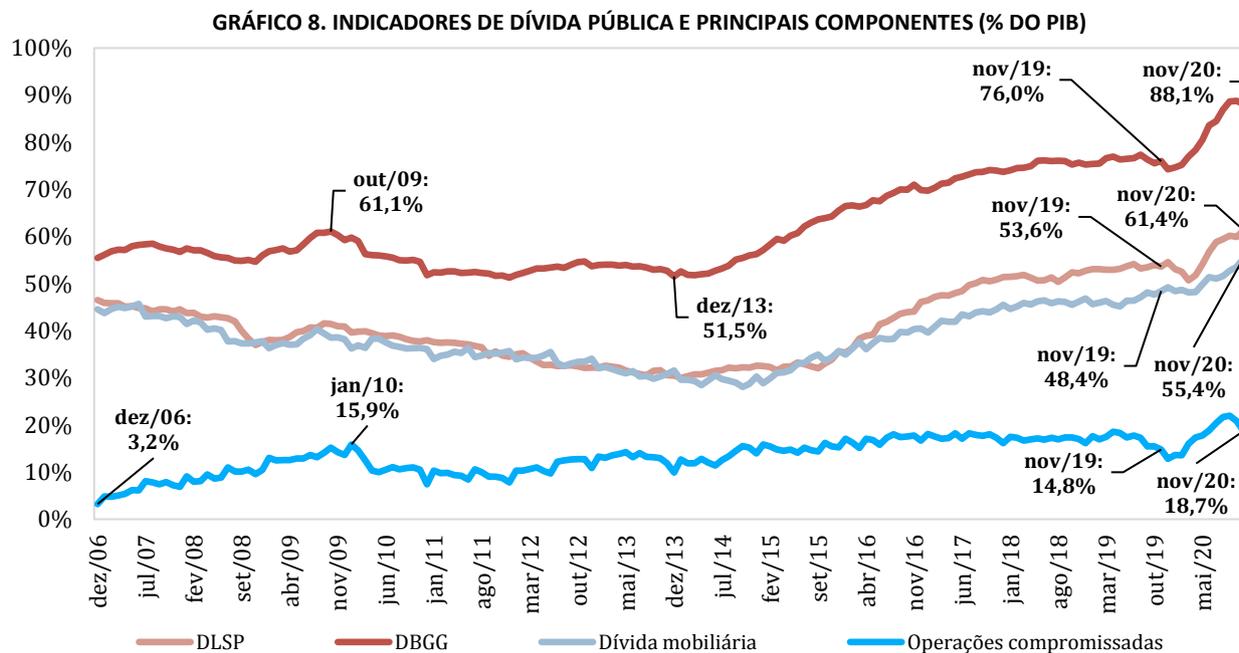
Antes dos comentários a respeito dos indicadores de endividamento de novembro, vale mencionar que o Banco Central atualizou as séries de estatísticas fiscais referenciadas ao PIB em razão da recente revisão das séries de PIB nominal realizada pelo IBGE, no âmbito do Sistema de Contas Nacionais Trimestrais. Por exemplo, com a atualização da série do PIB nominal, a relação Dívida Líquida do Setor Público em relação ao PIB passou de 61,2% para 59,9%, em outubro. A Dívida Bruta do Governo Geral em proporção do PIB caiu de 90,7% para 88,8%, em outubro.

**Dívida Líquida do Setor Público cresceu 1,4 ponto percentual do PIB em novembro ante outubro, e 7,7 pontos percentuais do PIB na comparação com novembro de 2019.** Segundo informações do Banco Central, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu 61,4% do PIB, em novembro, 1,4 ponto percentual superior ao estoque verificado em outubro, e 7,7 pontos percentuais maior do que o nível de novembro de 2019. O indicador manteve a trajetória de elevação, iniciada em abril de 2020 (Gráfico 8). Ainda de acordo com o BC, o aumento da DLSP como proporção do PIB, em novembro, comparativamente a outubro, decorreu da apreciação da taxa de câmbio em 7,6% (efeito expansionista de 1,6 ponto percentual), do déficit primário (alta de 0,2 ponto percentual), e da variação do PIB nominal (diminuição de 0,3 ponto percentual).

**Dívida Mobiliária em poder do mercado subiu 1,9 ponto percentual do PIB em novembro, na comparação com outubro, e 7,0 pontos percentuais do PIB frente a novembro do ano anterior.** A Dívida Mobiliária em poder do mercado cresceu de 53,5% do PIB, em outubro, para 55,4% do PIB, em novembro, alcançando R\$ 4.126,3 bilhões. Esse aumento, como mencionado na discussão de alguns números contidos no Relatório Mensal da Dívida, de novembro, ocorreu em função das emissões líquidas de títulos no período. Na comparação com novembro de 2019, a dívida mobiliária cresceu 7,0 pontos percentuais (Gráfico 8).

**Dívida Bruta do Governo Geral recuou de 88,8% do PIB, em outubro, para 88,1% do PIB, em novembro.** A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) recuou de R\$ 6.574,6 bilhões, em outubro de 2020 (88,8% do PIB), para R\$ 6.558,6

bilhões, em novembro (88,1% do PIB). Na comparação com novembro de 2019, houve aumento de 12,1 pontos percentuais no indicador (Gráfico 8). Segundo o Banco Central, o movimento da DBGG entre outubro e novembro refletiu a apreciação da taxa de câmbio (queda de 0,5 ponto percentual), a variação do PIB nominal (queda de 0,5 ponto percentual), os resgates líquidos de dívida (redução de 0,2 ponto percentual), e a incorporação de juros nominais (alta de 0,4 ponto percentual).



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

### **Incremento da DBGG em 13,8 pontos percentuais do PIB em 2020 sofreu maior influência das emissões líquidas.**

No acumulado de onze meses, em 2020, o aumento de 13,8 pontos percentuais da DBGG como proporção do PIB decorreu de emissões líquidas de dívida<sup>6</sup> (alta de 8,6 pontos percentuais), da incorporação de juros nominais (incremento de 4,2 pontos percentuais), da depreciação acumulada da taxa de câmbio (crescimento de 1,5 ponto percentual), e da variação do PIB nominal (queda de 0,4 ponto percentual).

**Dívida bruta deve ter encerrado 2020 em 90,1% do PIB.** A projeção para a DBGG apresentada pela IFI, na última revisão de cenários, no RAF de novembro, indicava patamar de 93,1% do PIB para 2020. Com a mudança do PIB nominal (ver seção de Contexto Macroeconômico para maiores detalhes), o indicador deve ter encerrado o ano passado em 90,1% do PIB. O dado será conhecido no fim de janeiro, na Nota de Estatísticas Fiscais. A IFI rerepresentará as trajetórias das variáveis macrofiscais nas próximas edições do RAF. Vale dizer que a trajetória de alta prevista para a DBGG em relação ao PIB se mantém. O risco fiscal é elevado e exigirá um plano de consolidação fiscal para que se retomem as condições de sustentabilidade da dívida a médio prazo.

**Operações compromissadas recuaram de 20,8% do PIB, em outubro, para 18,7% do PIB, em novembro.** As operações compromissadas do Banco Central, por fim, caíram de R\$ 1.540,7 bilhões (20,8% do PIB), em outubro, para R\$

<sup>6</sup> As emissões líquidas de dívida bruta correspondem a resgates líquidos de títulos do Tesouro e a aumento de operações compromissadas.

1.393,3 bilhões (18,7% do PIB), em novembro. Na comparação com novembro de 2019, as compromissadas cresceram 3,9 pontos percentuais (Gráfico 8).

**Análise da IFI procura entender os movimentos distintos verificados nos indicadores de endividamento nos últimos meses.** Os indicadores de endividamento apresentaram sinais mistos em novembro. Enquanto a DLSP e a Dívida Mobiliária cresceram, no mês, a DDBG e as operações compromissadas caíram. Para melhor entender esses movimentos, apresenta-se, a seguir, uma análise sobre a evolução recente de alguns fatores condicionantes da base monetária<sup>7</sup>, conforme divulgados pelo Banco Central.

Especificamente, o objetivo é avaliar se o aumento observado nas emissões líquidas teve, como contrapartida, a redução nas operações compromissadas, em linha com a estratégia anunciada pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional, em outubro passado, de aperfeiçoar a atuação conjunta na gestão da dívida pública. Na ocasião, o Banco Central anunciou a limitação dos montantes de operações compromissadas, de modo a não influenciar as emissões realizadas pelo Tesouro no mercado primário de Letras Financeiras do Tesouro (LFT). A intenção da nova forma de atuação é o de reduzir o ágio pedido pelos agentes nos leilões de dívida.

O Gráfico 9 apresenta os fluxos mensais, ao longo de 2020, de alguns condicionantes da base monetária da economia, quais sejam, a conta única do Tesouro, as operações com títulos públicos no mercado primário (emissões líquidas) e as operações com títulos no mercado secundário (operações compromissadas).

**Condicionantes da base monetária indicam redução nos fluxos de operações compromissadas (mercado secundário), com crescimento concomitante de fluxos de operações com títulos federais (mercado primário).** Os dados da planilha de fatores condicionantes da base monetária indicam que, a partir de outubro, houve forte redução nos fluxos de operações compromissadas pelo Banco Central, em linha com o observado no estoque dessas operações, apresentado no Gráfico 8 acima. Ao mesmo tempo, os fluxos de operações com títulos públicos federais no mercado primário, que correspondem a emissão de dívida pelo Tesouro, começaram a subir com mais força (Gráfico 9).

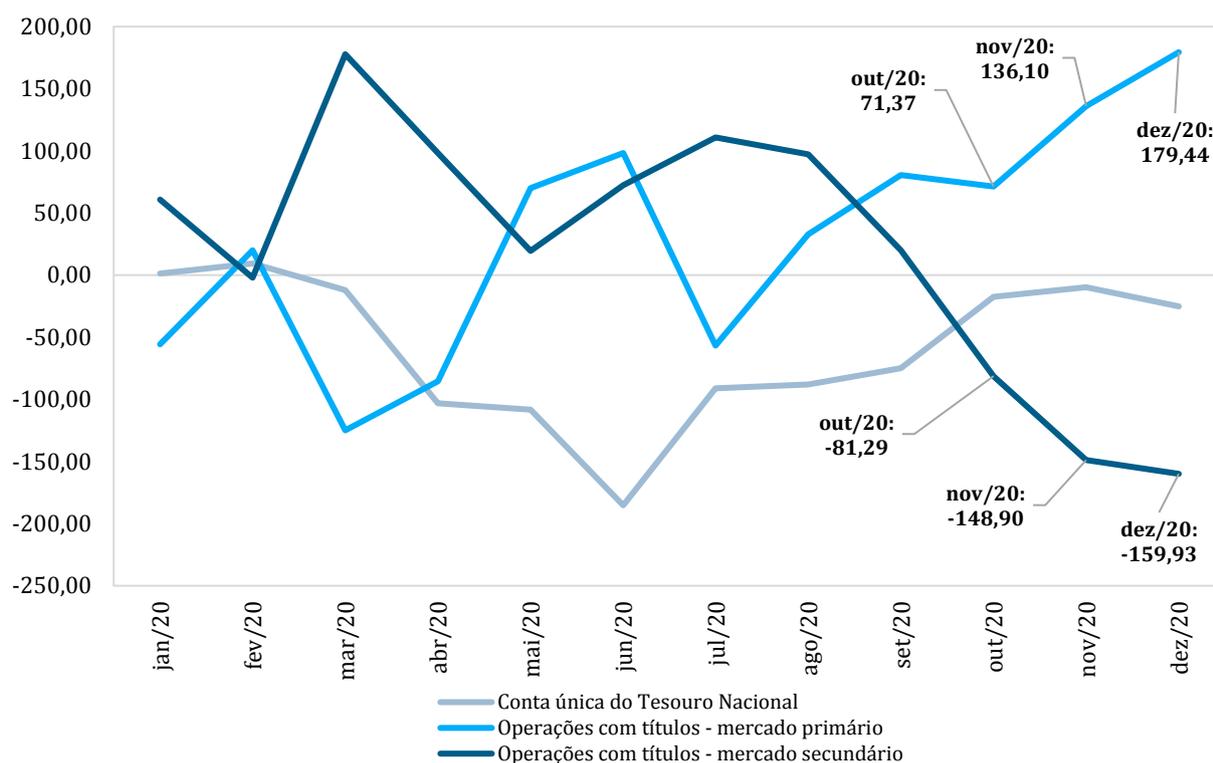
A título de comparação, em outubro, o fluxo de operações no mercado primário somou R\$ 71,37 bilhões, enquanto as operações no mercado secundário diminuíram em R\$ 81,29 bilhões. Em novembro, o fluxo no mercado primário subiu a R\$ 136,10 bilhões, ao passo que as operações compromissadas tiveram diminuição de fluxo da ordem de R\$ 148,90 bilhões. Em dezembro, o movimento ficou ainda mais acentuado (Gráfico 9).

---

<sup>7</sup> Os fatores condicionantes da base monetária representam as operações realizadas pelo Banco Central, por meio do sistema bancário, para administrar a oferta monetária da economia em um dado instante de tempo.

**Uso de recursos da Conta Única também afeta as operações compromissadas do Banco Central.** Vale lembrar que as operações compromissadas são também influenciadas pelo uso dos recursos da Conta Única do Tesouro. A partir de outubro, o governo diminuiu o fluxo de recursos retirados dessa conta para fazer frente a despesas associadas à pandemia. O uso dos recursos da Conta Única pelo Tesouro aumenta a liquidez do sistema monetário, exigindo enxugamento dessa liquidez pelo Banco Central.

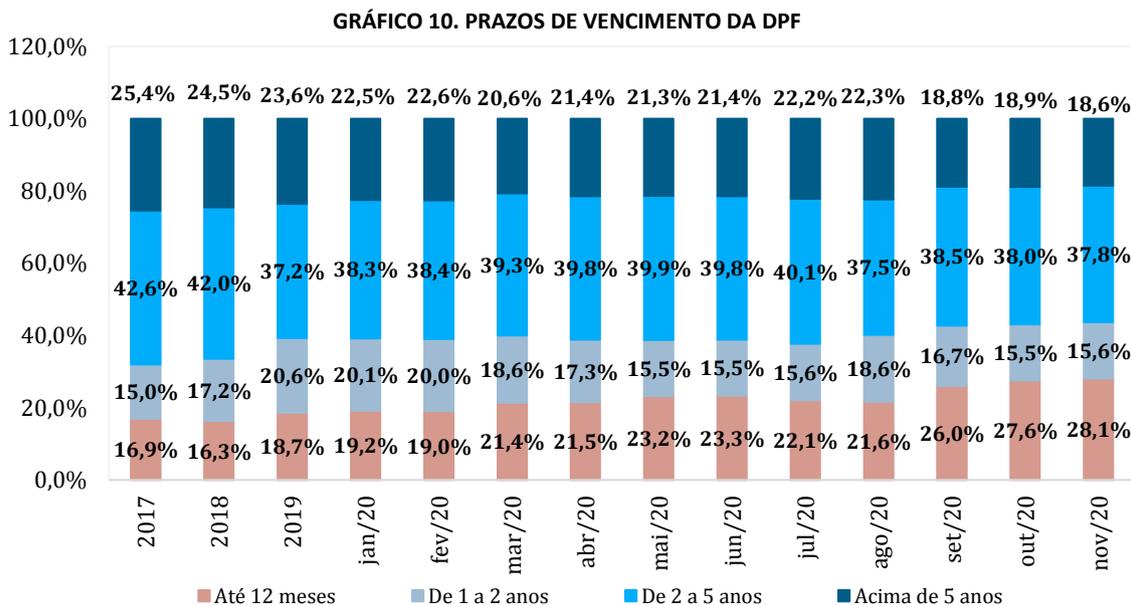
**GRÁFICO 9. FLUXOS MENSAIS DE ALGUNS CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA - VALORES CORRENTES (R\$ BILHÕES)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Em novembro, houve nova redução nos prazos de vencimento da dívida pública.** Como destacado em edições anteriores deste RAF, o crescimento acelerado da dívida pública, a partir de abril de 2020, foi acompanhado de uma piora nos prazos de vencimento, que começaram a encurtar a partir de março. Entre setembro e novembro, houve intensificação nesse encurtamento, o que impõe desafios crescentes à gestão da dívida pública. Em novembro, o prazo médio de vencimento da DPF foi de 3,66 anos, contra prazo de 3,77 anos registrado em outubro.

**Participação de títulos com vencimento em até 12 meses continuou a crescer, em novembro.** Em dezembro de 2019, os títulos com vencimento em até 12 meses representavam 18,7% do total da DPF, enquanto os títulos com vencimento superior a cinco anos respondiam por 23,6% do estoque. Em novembro de 2020, a parcela relativa dos títulos com vencimento em até 12 meses havia subido a 28,1%, aumento de 9,4 pontos percentuais frente a dezembro de 2019. Por sua vez, os títulos de vencimento mais longo (acima de cinco anos) tiveram a participação diminuída de 23,6% em dezembro passado, para 18,6%, em novembro, uma redução de 5,0 pontos percentuais (Gráfico 10).

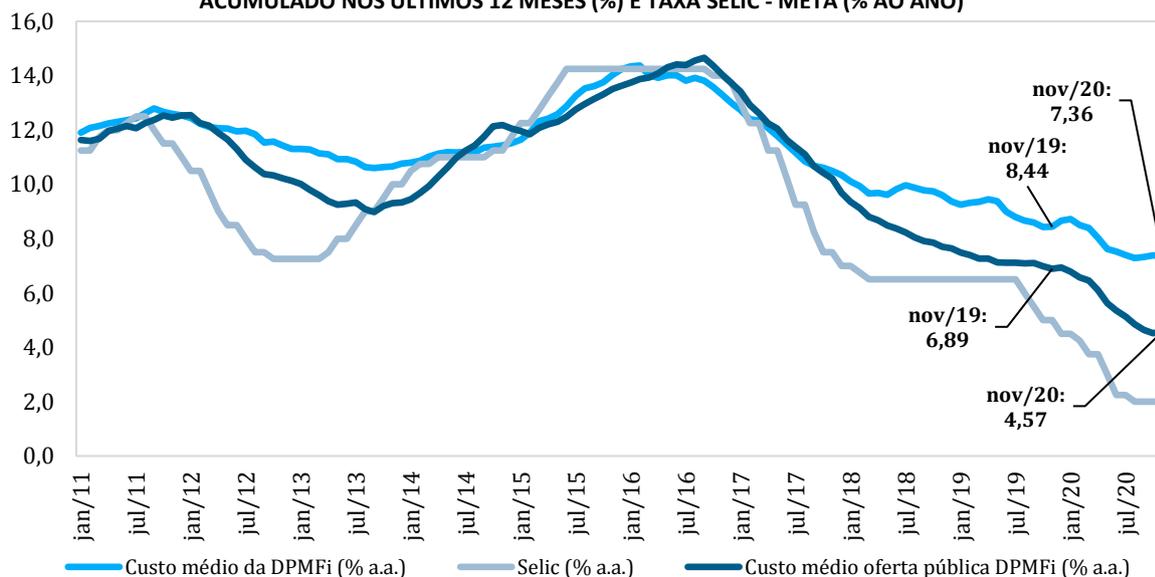


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

**Custo médio do estoque da DPMFi ficou estável em novembro ante outubro.** Para encerrar a presente seção, o custo do estoque da DPMFi, acumulado em 12 meses, ficou praticamente estável, em novembro, caindo marginalmente de 7,38%, em outubro, para 7,36%, em novembro. Em agosto, o indicador reverteu a trajetória de queda apurada nos meses anteriores. Esse custo médio, por sua vez, encontra-se em níveis relativamente confortáveis. Em novembro de 2019, o custo médio apurado foi de 8,44% ao ano (Gráfico 11).

**Custo médio das emissões em oferta pública da DPMFi subiu marginalmente, em novembro, mas registrou queda expressiva ante 2019.** Por sua vez, o custo médio das emissões em oferta pública da DPMFi subiu marginalmente, em novembro, para 4,57% ao ano na comparação em 12 meses, ante 4,52% ao ano apurado em outubro. Em relação a novembro de 2019, o custo das emissões da DPMFi teve queda de 2,23 pontos percentuais (Gráfico 11).

**GRÁFICO 11. CUSTO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA (ESTOQUE E OFERTAS PÚBLICAS), ACUMULADO NOS ÚLTIMOS 12 MESES (%) E TAXA SELIC - META (% AO ANO)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Apesar de o custo médio do estoque da DPMFi estar em níveis confortáveis, ambiente exige cautela para a gestão da dívida pública.** A despeito do cenário relativamente favorável em relação ao custo médio do estoque e das emissões da DPMFi, as incertezas presentes no ambiente econômico doméstico tornam esse quadro instável. A preocupação dos agentes com a sustentabilidade das contas públicas no longo prazo, medida por meio da inclinação das curvas de juros futuros (o que faz aumentar a diferença entre os juros de curto e de longo prazo), implicará em maior desafio ao governo na gestão da dívida pública. Como dito anteriormente, as condições relativamente favoráveis de liquidez no ambiente externo dão tempo ao Brasil para implementar medidas de correção dos desequilíbrios fiscais existentes.

