

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

2. CONJUNTURA FISCAL

2.1 Receitas primárias e transferências

Projeções das receitas primárias para 2023 e 2024 foram mantidas. A projeção da IFI para a receita primária total do governo central, que inclui o Tesouro Nacional, o Banco Central e o INSS, foi mantida em R\$ 2.315,4 bilhões em 2023 e em R\$ 2.484,6 bilhões no próximo ano. As projeções levam em consideração a antecipação de receitas e despesas primárias para fevereiro, realizada pela IFI no Portal Siga Brasil, do Senado Federal, e no Tesouro Gerencial, assim como a atualização das projeções macroeconômicas discutidas na seção anterior (Tabela 5).

TABELA 5. PROJEÇÕES DE RECEITAS PRIMÁRIAS DO GOVERNO CENTRAL PARA 2023 E 2024 NO CENÁRIO BASE (R\$ BILHÕES)

| Cenário base | 2023 | | | 2024 | | |
|--|-----------------|-----------------|------------|-----------------|-----------------|------------|
| | Projeção fev/23 | Projeção mar/23 | Varição | Projeção fev/23 | Projeção mar/23 | Varição |
| 1. Receita primária total | 2.315,4 | 2.315,4 | 0,0 | 2.484,6 | 2.484,6 | 0,0 |
| Receitas administradas | 1.443,2 | 1.443,2 | 0,0 | 1.522,0 | 1.522,0 | 0,0 |
| Arrecadação líquida para o RGPS | 571,7 | 571,7 | 0,0 | 608,6 | 608,6 | 0,0 |
| Receitas não administradas | 300,4 | 300,4 | 0,0 | 354,1 | 354,1 | 0,0 |
| 2. Transferências por repartição de receita | 452,9 | 452,9 | 0,0 | 471,1 | 471,1 | 0,0 |
| 3. Receita primária líquida [1-2] | 1.862,5 | 1.862,5 | 0,0 | 2.013,6 | 2.013,6 | 0,0 |

Fonte: IFI.

Entre fevereiro e março, foram mantidas as projeções das principais variáveis macroeconômicas consideradas para os cenários de receitas, como o crescimento real, a variação do PIB nominal e o deflator implícito do PIB. Além disso, os desvios entre as projeções feitas em fevereiro e os valores antecipados no Siga Brasil e no Tesouro Gerencial não justificam uma mudança dos valores anteriormente projetados para 2023 e 2024.

Além da manutenção das projeções macroeconômicas, a IFI já considerava, nas projeções divulgadas em fevereiro, a recomposição da receita com PIS/Cofins sobre combustíveis, da ordem de R\$ 28,8 bilhões. Apesar de o governo ter anunciado uma recomposição parcial das alíquotas de PIS/Cofins na MP nº 1.163, de 2023, o texto da MP prevê uma fonte de receita complementar oriunda da taxa provisória das exportações de óleo cru, no montante de 9,2%, até 30 de junho de 2023. Dessa forma, a IFI manteve a expectativa de recomposição dos R\$ 28,8 bilhões sobre a receita administrada em 2023.

A título de comparação, a mediana das projeções do Relatório Prisma Fiscal de março de 2023¹, do Ministério da Fazenda, previa uma arrecadação das receitas federais de R\$ 2.341,6 bilhões, em 2023, e de R\$ 2.472,2 bilhões em 2024. A média das previsões do Podium, o conjunto de instituições que mais acertam, é de uma receita primária total de R\$ 2.360,5 bilhões neste ano e de R\$ 2.526,1 bilhões no próximo.

Como as projeções da IFI para as transferências por repartição de receita neste ano e no próximo foram mantidas, as previsões para a receita primária líquida também ficaram iguais àquelas apresentadas em fevereiro, quais sejam, R\$ 1.862,5 bilhões em 2023 e R\$ 2.013,6 bilhões em 2024 (Tabela 5). Comparando com as projeções enviadas ao Prisma Fiscal, a mediana de março consistia em R\$ 1.920,0 bilhões para a receita líquida do governo central neste ano e

¹ Link para acesso ao relatório: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/relatorios-do-prisma-fiscal/relatorio-mensal/2023/relatorio-mensal-2023_03-v2.pdf/view.

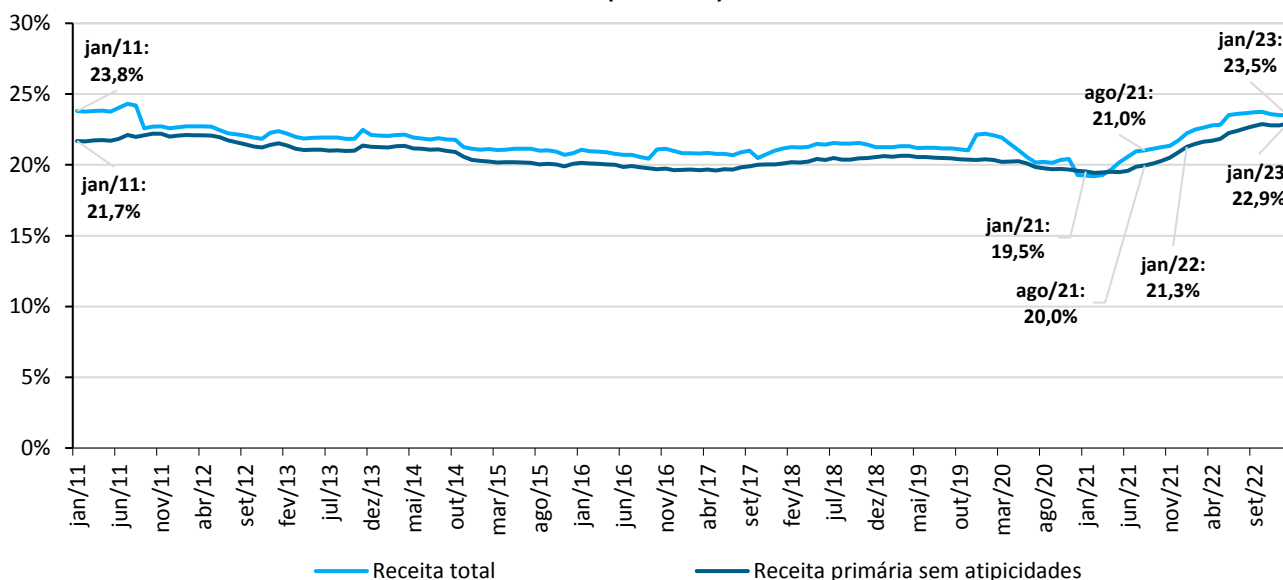
R\$ 2.046,5 bilhões em 2024, enquanto a média do Podium era de um valor de R\$ 1.922,2 bilhões e R\$ 2.085,3 bilhões, nesta ordem.

A partir das informações divulgadas pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) no Boletim Resultado do Tesouro Nacional (RTN), atualizadas até janeiro, a IFI atualizou a série da receita primária recorrente do governo central. Em 12 meses até janeiro, a receita primária somou R\$ 2.333,7 bilhões (23,5% do PIB), enquanto a receita primária recorrente foi de R\$ 2.275,5 bilhões (22,9% do PIB). O Gráfico 17 apresenta a evolução dos dois indicadores.

Receitas primárias total e recorrente exibem acomodação em nível relativamente elevado. Pelo Gráfico 17, é possível perceber arrefecimento na trajetória de elevação das receitas primárias da União, em linha com a desaceleração observada na atividade econômica doméstica no quarto trimestre do ano passado. Esse movimento reforça a percepção de um incremento mais moderado da arrecadação em 2023 e mais alinhado ao crescimento do PIB nominal.

Eventos não recorrentes sobre as receitas somaram R\$ 58,1 bilhões em 12 meses até janeiro. A diferença entre a receita primária convencional e recorrente na comparação dos 12 meses encerrados em janeiro foi de R\$ 58,1 bilhões (R\$ 2.333,7 bilhões menos R\$ 2.275,5 bilhões) e corresponde precisamente ao montante de atipicidades presentes nas receitas do governo central. Da soma de R\$ 58,1 bilhões, (i) R\$ 14,4 bilhões consistiram em fatores não recorrentes nas receitas administradas, como parcelamentos especiais (Refis), recolhimentos atípicos de IRPJ e CSLL, e a redução de PIS/Cofins sobre combustíveis; (ii) R\$ 1,8 bilhão correspondeu a atipicidades em recolhimentos na arrecadação líquida para o RGPS (Refis); e (iii) R\$ 42,0 bilhões representaram eventos atípicos sobre as receitas não administradas (concessões e outorgas assinadas pela União). Esses valores estão dispostos na Tabela 6².

GRÁFICO 17. EVOLUÇÃO EM 12 MESES DA RECEITA PRIMÁRIA CONVENCIONAL E RECORRENTE (% DO PIB)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

² Os eventos não recorrentes considerados estão descritos no Estudo Especial (EE) da IFI nº 17, de dezembro de 2021, e incluem recolhimentos oriundos de parcelamentos especiais (Refis), antecipação de dividendos, operações com ativos e outros recolhimentos atípicos reportados pela RFB. Link para acesso ao documento: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/594656/EE17_Resultado_Estrutural.pdf.

Ainda nos 12 meses encerrados em janeiro, houve R\$ 19,1 bilhões em atipicidades nas transferências da União aos entes subnacionais (recolhimentos extraordinários de IR e partilha de receitas oriundas da cessão onerosa do pré-sal).

TABELA 6. RECEITAS CONVENCIONAIS E RECORRENTES NO ACUMULADO DE 12 MESES ATÉ JANEIRO DE 2023 (R\$ BILHÕES)

| | 12 meses até janeiro de 2023 | | |
|--|------------------------------|--------------------|------------------------|
| | Receita convencional | Receita recorrente | Receita não recorrente |
| 1. Receita primária total | 2.333,7 | 2.275,6 | 58,1 |
| Receitas administradas | 1.400,4 | 1.386,1 | 14,4 |
| Arrecadação líquida para o RGPS | 541,9 | 540,1 | 1,8 |
| Receitas não administradas | 391,4 | 349,4 | 42,0 |
| 2. Transferências por repartição de receita | 460,7 | 441,6 | 19,1 |
| 3. Receita primária líquida [1-2] | 1.873,0 | 1.834,0 | 39,0 |

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e IFI.

2.2 Despesas primárias

IFI revisa o cenário para as despesas primárias da União em R\$ 6,7 bilhões, em relação ao cenário de fevereiro.

As despesas primárias da União devem encerrar 2023 em R\$ 1.987,5 bilhões (18,9% do PIB). Este número é relativamente superior à projeção da IFI realizada em fevereiro de 2023 (18,8% do PIB). Este novo cenário para 2023 decorre, basicamente, de mudanças na projeção do abono salarial e Programa Bolsa Família (PBF). Assim, contribuiu para a revisão as alterações promovidas por meio da Medida Provisória nº 1.164, de 2 de março de 2023³, que alterou o programa de transferência condicionada de renda. A MP recriou o programa Bolsa Família e extinguiu o atual programa Auxílio Brasil (PAB). No que diz respeito à revisão da projeção para a rubrica de abono salarial e seguro desemprego, contribuiu para a revisão o anúncio de um novo processamento promovido pela Dataprev, que deve possibilitar que mais de 2,7 milhões de trabalhadores ainda possam ter direito ao benefício⁴. A Tabela 7 compara o cenário da IFI para 2023, com as projeções do RAF de fevereiro e as apresentadas neste mês.

³ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/mpv/mpv1164.htm.

⁴ Ver notícia em: <https://www.gov.br/trabalho-e-previdencia/pt-br/noticias-e-conteudo/trabalho/2023/fevereiro/mais-de-2-7-milhoes-de-trabalhadores-ainda-poderao-receber-o-abono-salarial>.

TABELA 7. DESPESA PRIMÁRIA DA UNIÃO – CENÁRIO BASE DA IFI PARA 2023 (JAN X FEV) (R\$ BILHÕES)

| Discriminação | IFI (em fev/23) | | IFI (em mar/23) | | Diferença | | |
|-------------------------------------|-----------------|-------------|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | R\$ bi | % PIB | R\$ bi | % PIB | R\$ bi | % | p.p. do PIB |
| Despesa Primária | 1.980,8 | 18,8 | 1.987,5 | 18,91 | 6,7 | 0,3 | 0,1 |
| Obrigatórias | 1.814,5 | 17,2 | 1.821,3 | 17,33 | 6,8 | 0,4 | 0,1 |
| Previdência | 866,8 | 8,2 | 866,8 | 8,25 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pessoal | 356,4 | 3,4 | 356,4 | 3,39 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Abono e Seguro | 67,8 | 0,6 | 69,2 | 0,66 | 1,5 | 2,2 | 0,0 |
| BPC | 86,6 | 0,8 | 86,6 | 0,82 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bolsa Família / Auxílio Brasil | 174,4 | 1,7 | 179,7 | 1,71 | 5,3 | 3,1 | 0,1 |
| Precatórios (custeio e capital) | 23,6 | 0,2 | 23,6 | 0,22 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Complementação ao FUNDEB | 38,7 | 0,4 | 38,7 | 0,37 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Subsídios e Subvenções | 20,3 | 0,2 | 20,3 | 0,19 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Legislativo, Judiciário, MPU e DPU | 16,1 | 0,2 | 16,1 | 0,15 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Desoneração da folha | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,00 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Créditos extraordinários | 5,0 | 0,0 | 5,0 | 0,05 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Demais obrigatórias | 158,9 | 1,5 | 158,9 | 1,51 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Discricionárias do Executivo | 166,3 | 1,6 | 166,2 | 1,58 | -0,1 | -0,1 | 0,0 |

Fonte: STN, Decreto de programação orçamentária e financeira e IFI. Elaboração: IFI.

De acordo com a MP nº 1.164, de 2023, além do benefício regular de, no mínimo, R\$ 600 mensais por família, o novo PBF também terá benefícios adicionais de R\$ 150 por criança de até 6 (seis) anos e de R\$ 50 por beneficiário de 7 (sete) a 17 (dezesete) anos e gestantes. Esses benefícios adicionais de R\$ 50 não estavam contemplados no cenário anterior da IFI, de modo que a ampliação das despesas com PBF foram decorrentes desses ajustes. Vale dizer que o benefício regular de R\$ 600 estava sendo pago desde o início do ano, mas os benefícios adicionais possuem vigências distintas. O benefício de R\$ 150 começou a valer em março de 2023, enquanto os benefícios de R\$ 50 devem começar a vigorar em junho. Outra alteração importante na MP do PBF consiste nos critérios de classificação das famílias elegíveis ao programa. De acordo com o inciso II do art. 5º da MP 1.164, a renda familiar per capita mensal deverá ser igual ou inferior a R\$ 218 para que a família esteja elegível ao programa.

Em 2024, as despesas primárias da União em proporção do PIB devem ficar praticamente estáveis na comparação com 2023. Apesar de ainda residirem incertezas em relação à nova regra fiscal⁵ e, conseqüentemente, à dinâmica futura das despesas primárias, é possível traçar um cenário com base nas regras atualmente vigentes. Dessa forma, ao considerar a atual regra de teto de gastos, os novos gastos permanentes introduzidos pela EC 126 (EC da Transição) e a dinâmica de crescimento de outras despesas, observa-se que o gasto primário da União deve apresentar um crescimento nominal de R\$ 135,3 bilhões. Em proporção do PIB, no entanto, as despesas devem permanecer relativamente estáveis. A Tabela 8 detalha os principais itens de despesas nos cenários da IFI para 2023 e 2024.

⁵ Até a edição deste RAF, não havia sido divulgado o regime fiscal sustentável de que trata o art. 6º da Emenda Constitucional nº 126, de 2022.

TABELA 8. DESPESA PRIMÁRIA DA UNIÃO – CENÁRIO BASE DA IFI PARA 2023 E 2024 (R\$ BILHÕES E % DO PIB)

| Discriminação | 2022 (Realizado) | | IFI (Cenário 2023) | | IFI (Cenário 2024) | | Diferença (p.p. do PIB) | |
|-------------------------------------|------------------|-------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|-------------------------|------------|
| | R\$ bi | % PIB | R\$ bi | % PIB | R\$ bi | % PIB | 22 - 23 | 23 - 24 |
| Despesa Primária | 1.802,0 | 18,2 | 1.987,5 | 18,9 | 2.122,8 | 19,0 | 0,7 | 0,0 |
| Obrigatórias | 1.649,9 | 16,6 | 1.821,3 | 17,3 | 1.945,8 | 17,4 | 0,7 | 0,0 |
| Previdência | 797,0 | 8,0 | 866,8 | 8,2 | 936,5 | 8,4 | 0,2 | 0,1 |
| Pessoal | 337,9 | 3,4 | 356,4 | 3,4 | 381,6 | 3,4 | 0,0 | 0,0 |
| Abono e Seguro | 64,3 | 0,6 | 69,2 | 0,7 | 74,2 | 0,7 | 0,0 | 0,0 |
| BPC | 78,8 | 0,8 | 86,6 | 0,8 | 93,9 | 0,8 | 0,0 | 0,0 |
| Bolsa Família / Auxílio Brasil | 88,1 | 0,9 | 179,7 | 1,7 | 182,9 | 1,6 | 0,8 | -0,1 |
| Precatórios (custeio e capital) | 17,3 | 0,2 | 23,6 | 0,2 | 26,9 | 0,2 | 0,0 | 0,0 |
| Complementação ao Fundeb | 32,9 | 0,3 | 38,7 | 0,4 | 45,6 | 0,4 | 0,0 | 0,0 |
| Subsídios e Subvenções | 15,3 | 0,2 | 20,3 | 0,2 | 21,1 | 0,2 | 0,0 | 0,0 |
| Legislativo, Judiciário, MPU e DPU | 15,0 | 0,2 | 16,1 | 0,2 | 16,7 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Desoneração da folha | 3,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Créditos extraordinários | 47,0 | 0,5 | 5,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,4 | 0,0 |
| Demais obrigatórias | 153,1 | 1,5 | 158,9 | 1,5 | 166,3 | 1,5 | 0,0 | 0,0 |
| Discricionárias do Executivo | 152,1 | 1,5 | 166,2 | 1,6 | 177,0 | 1,6 | 0,0 | 0,0 |

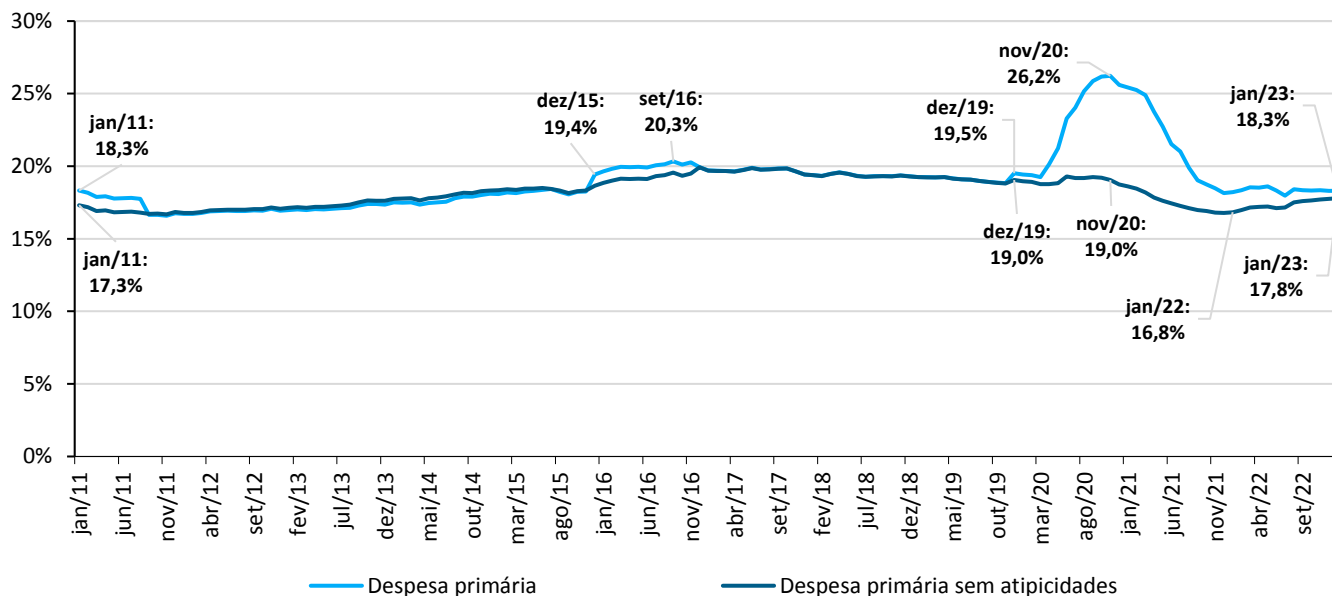
Fonte: STN e IFI. Elaboração: IFI.

A despesa primária recorrente do governo central, calculada pela IFI a partir da metodologia divulgada no EE nº 17, de dezembro de 2021, somou R\$ 1.766,3 bilhões (17,8% do PIB) em 12 meses até janeiro de 2023, alta real de 7,8% sobre janeiro de 2022, quando houve queda de 3,2% em relação a 2021. O cálculo considera como não recorrentes gastos da covid-19, da cessão onerosa do pré-sal, do Fundo Soberano do Brasil, as antecipações no pagamento do abono salarial e do 13º do RGPS⁶, e outras despesas, como o pagamento pelo direito de uso do Campo de Marte e os auxílios criados com a Emenda Constitucional (EC) nº 123, de 2022, à exceção dos R\$ 200 adicionais pagos aos beneficiários do Auxílio Brasil (classificados na rubrica de créditos extraordinários entre agosto e dezembro de 2022). Esta despesa não foi considerada não recorrente em razão da continuidade do benefício em 2023, disciplinada na EC nº 126.

Despesa primária recorrente da União cresceu 1,0 p.p. do PIB entre janeiro de 2022 e janeiro de 2023. O Gráfico 18 apresenta a evolução em 12 meses das despesas primária total e recorrente, medidas em proporção do PIB e calculadas pela IFI de acordo com a metodologia apresentada no EE nº 17, de dezembro de 2021. A despesa primária total alcançou 18,3% do PIB em janeiro, estável pelo quinto mês consecutivo. A despesa sem as atipicidades (ou recorrente) ficou estável em 17,8% do PIB em janeiro. No entanto, entre janeiro do ano passado e janeiro de 2023, a despesa recorrente subiu 1,0 p.p. do PIB.

⁶ Vale dizer que em termos anualizados, o efeito dessas antecipações pode ser nulo, porém em análises mensais, há uma mudança no padrão sazonal das séries em função da alteração do calendário.

GRÁFICO 18. EVOLUÇÃO EM 12 MESES DA DESPESA PRIMÁRIA TOTAL CONVENCIONAL E RECORRENTE - % DO PIB



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Atipicidades nas despesas totalizaram R\$ 51,1 bilhões nos 12 meses encerrados em janeiro. Em 12 meses até janeiro de 2023, os eventos não recorrentes das despesas somaram R\$ 51,1 bilhões (de um total de R\$ 1.817,4 bilhões, ou 2,8%) e foram oriundos de despesas com equalização de passivos, gastos voltados ao combate à pandemia, o pagamento feito pela União à Prefeitura do Município de São Paulo pelo direito de uso do Aeroporto Campo de Marte, e os auxílios (a taxistas e caminhoneiros) e apoio financeiro aos estados e o Distrito Federal. A Tabela 9 apresenta esses valores.

TABELA 9. DESPESAS NÃO RECORRENTES DO GOVERNO CENTRAL EM 12 MESES ATÉ JANEIRO DE 2023 (R\$ BILHÕES)

| | Despesa não recorrente |
|--|------------------------|
| Equalização de passivos e gastos da covid-19 | 16,8 |
| Campo de Marte | 23,9 |
| Auxílio financeiro aos Estados e DF | 3,6 |
| Auxílio aos caminhoneiros | 2,3 |
| Auxílio aos motoristas de táxi | 1,9 |
| Assistência financeira da União aos Estados e DF | 2,5 |
| Total | 51,1 |

Fonte: IFI.

2.3 Resultado primário do governo central

A partir das projeções apresentadas nas duas subseções anteriores para a receita líquida e a despesa primária da União, a Tabela 10 contém um comparativo dos valores projetados em fevereiro e março pela IFI para o resultado primário do governo central em 2023 e 2024.

Revisões nas projeções de despesa fizeram piorar o déficit primário previsto neste ano e no próximo. Entre fevereiro e março, a expectativa para o déficit primário em 2023 foi revisada para pior, de R\$ 118,3 bilhões (1,1% do PIB) para R\$ 125,0 bilhões (1,2% do PIB) em razão do ligeiro aumento na projeção da despesa em 0,1 p.p. do PIB. Para 2024, a projeção da IFI para o déficit primário passou de 0,9% para 1,0% do PIB, também influenciada pela revisão para cima no crescimento das despesas primárias, de 0,2 p.p. do PIB.

TABELA 10. RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL E PROJEÇÕES PARA 2023 E 2024, NO CENÁRIO BASE (R\$ BILHÕES)

| Discriminação | 2021 | | 2022 | | 2023* | | | | 2024* | | | |
|---------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|
| | | | | | Projeção fev/23 | | Projeção mar/23 | | Projeção fev/23 | | Projeção mar/23 | |
| | Valor | % do PIB | Valor | % do PIB | Valor | % do PIB | Valor | % do PIB | Valor | % do PIB | Valor | % do PIB |
| Receita líquida | 1.579,1 | 17,7% | 1.856,1 | 18,7% | 1.862,5 | 17,7% | 1.862,5 | 17,7% | 2.013,6 | 18,0% | 2.013,6 | 18,0% |
| Despesa primária | 1.614,2 | 18,1% | 1.802,0 | 18,2% | 1.980,8 | 18,8% | 1.987,5 | 18,9% | 2.111,1 | 18,8% | 2.122,8 | 19,0% |
| Resultado primário | -35,1 | -0,4% | 54,1 | 0,5% | -118,3 | -1,1% | -125,0 | -1,2% | -97,5 | -0,9% | -109,3 | -1,0% |

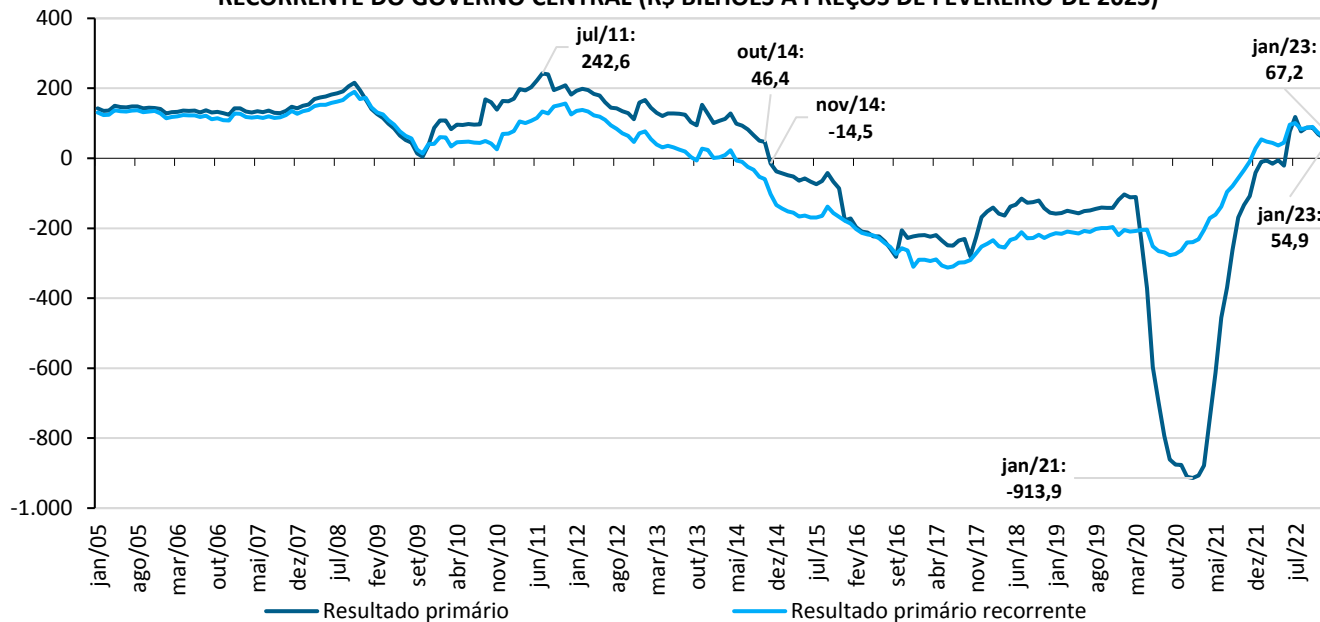
* 2023 e 2024: projeções

Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

O Gráfico 19 apresenta a trajetória em 12 meses dos resultados primário convencional (observado) e recorrente do governo central a preços de fevereiro de 2023. Enquanto o resultado convencional foi de um superavit de R\$ 54,9 bilhões em janeiro, o resultado recorrente foi positivo em R\$ 67,2 bilhões. As duas curvas de resultado primário mostram redução do superavit durante o segundo semestre de 2022 em razão crescimento da despesa em comparação à receita líquida. Ao longo de 2023, essas curvas devem voltar a registrar valores negativos.

Desaceleração da atividade econômica, fontes de financiamento para despesas e regime fiscal podem configurar riscos para a política fiscal. Como mencionado nas últimas edições do RAF, a desaceleração esperada na atividade econômica doméstica nos próximos meses, eventualmente potencializada por um mercado de crédito mais restritivo, constitui um risco para a trajetória das receitas em 2023. Pelo lado da despesa, os gastos criados com a EC nº 126 configuram igualmente um risco, tendo em vista a falta de clareza quanto às fontes de financiamento e o impacto potencial das medidas anunciadas em janeiro pelo Ministério da Fazenda. A forma como esses gastos serão acomodados e o esperado anúncio de uma nova âncora fiscal podem influenciar a credibilidade do regime fiscal do país.

GRÁFICO 19. EVOLUÇÃO EM 12 MESES DO RESULTADO PRIMÁRIO E DO RESULTADO PRIMÁRIO RECORRENTE DO GOVERNO CENTRAL (R\$ BILHÕES A PREÇOS DE FEVEREIRO DE 2023)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, Siga Brasil e Tesouro Gerencial. Elaboração: IFI.

2.4 Evolução dos indicadores de endividamento do setor público

Dívida bruta deverá encerrar 2023 em 78,6% do PIB. A IFI prevê que a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) alcance 78,6% do PIB em 2023, aumentando a 81,6% do PIB em 2024. Assim como discutido no RAF nº 73, de fevereiro de 2023, sustentam a projeção de aumento da dívida bruta a piora esperada para o resultado primário do setor público consolidado, que deverá sair de um superávit de 1,3% do PIB, em 2022, para deficit de 1,4% do PIB neste ano e outro de 1,2% do PIB em 2024, além do aumento da taxa real de juros implícita da dívida bruta, de 4,8% a.a., em 2022, para 6,0% a.a. em 2023 (Tabela 11).

TABELA 11. PROJEÇÕES PARA A DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL EM 2023 E 2024, NO CENÁRIO BASE

| Discriminação | 2022 | 2023 | | 2024 | |
|---|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | | Projeção fev/23 | Projeção mar/23 | Projeção fev/23 | Projeção mar/23 |
| Resultado primário do setor público consolidado | -1,2% | -1,3% | -1,4% | -1,1% | -1,2% |
| PIB nominal (R\$ bilhões) | 9.915,32 | 10.521,09 | 10.512,46 | 11.200,85 | 11.198,88 |
| PIB - cresc. real | 2,9% | 0,9% | 0,9% | 1,4% | 1,4% |
| Deflator implícito do PIB | 8,3% | 5,1% | 5,1% | 5,0% | 5,0% |
| Taxa implícita real | 4,8% | 6,1% | 6,0% | 5,8% | 4,9% |
| DBGG (% do PIB) | 72,9% | 78,7% | 78,6% | 82,3% | 81,6% |

Fonte: IBGE, Banco Central. Elaboração: IFI.

Serão feitas duas considerações em relação à revisão de projeções apresentada em fevereiro para a atual. A primeira diz respeito à mudança na expectativa para o resultado primário do setor público consolidado, que passou de deficit de 1,3% para 1,4% do PIB em 2023, e de deficit de 1,1% para 1,2% do PIB em 2024. Essas mudanças ocorreram em função

da piora na projeção para o déficit primário do governo central neste e no próximo ano, como apresentado na Tabela 10 e discutido previamente neste texto.

A segunda consideração a ser feita em relação às novas projeções da dívida bruta refere-se a um ajuste realizado na projeção da taxa implícita real, que caiu de 6,1% a.a. para 6,0% a.a. em 2023. Para 2024, a expectativa da IFI é de uma taxa implícita real de 4,9% a.a., ante 5,8% a.a. do RAF nº 73 (fevereiro). A mudança na projeção da taxa implícita ocorreu em função de um ajuste feito na curva. Como explicado no RAF de fevereiro, a IFI passou a projetar a taxa implícita em bases mensais a partir da trajetória esperada para a taxa básica de juros da economia. Os valores atuais pressupõem uma redução da taxa implícita a partir de dezembro de 2023, em linha com o início do ciclo de afrouxamento monetário previsto pela IFI.

A partir das novas projeções da dívida, a IFI atualizou o exercício para mensurar o resultado primário do setor público necessário para estabilizar a DBGG como proporção do PIB em 73,1%, nível do indicador em janeiro de 2023⁷. A Tabela 12 apresenta os valores para o resultado primário requerido a partir de diferentes trajetórias para o crescimento real da economia e a taxa de juros real implícita da dívida bruta.

TABELA 12. RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO REQUERIDO PARA ESTABILIZAR A DÍVIDA BRUTA EM 73,1% DO PIB

| DBGG em t | | Juros Reais Implícito da DBGG | | | | | | | | |
|-------------------|-------|-------------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|--|
| | | 0,5% | 1,5% | 3,0% | 4,0% | 4,5% | 4,8% | 5,4% | 5,9% | |
| PIB real (% a.a.) | 73,1% | | | | | | | | | |
| | 0,5% | 0,0% | 0,7% | 1,8% | 2,5% | 2,9% | 3,1% | 3,6% | 3,9% | |
| | 0,9% | -0,3% | 0,4% | 1,5% | 2,2% | 2,6% | 2,8% | 3,3% | 3,6% | |
| | 1,4% | -0,6% | 0,1% | 1,2% | 1,9% | 2,2% | 2,5% | 2,9% | 3,2% | |
| | 2,0% | -1,1% | -0,4% | 0,7% | 1,4% | 1,8% | 2,0% | 2,4% | 2,8% | |
| | 2,5% | -1,4% | -0,7% | 0,4% | 1,1% | 1,4% | 1,6% | 2,1% | 2,4% | |
| | 3,0% | -1,8% | -1,1% | 0,0% | 0,7% | 1,1% | 1,3% | 1,7% | 2,1% | |
| 3,5% | -2,1% | -1,4% | -0,4% | 0,4% | 0,7% | 0,9% | 1,3% | 1,7% | | |

Fonte: Elaboração IFI.

No médio prazo, superavit primário necessário para estabilizar a DBGG é de 1,5% do PIB. Para a taxa real de juros implícita da dívida bruta em 5,9% e crescimento real da economia de 0,9%, projeções da IFI para 2023, o superavit primário requerido para estabilizar a DBGG em 73,1% do PIB seria de 3,6% do PIB. Para o médio prazo (período de 2023 a 2031)⁸, o cenário da IFI prevê crescimento real médio da economia de 1,9% e juros reais implícitos da dívida de 3,9% a.a., o que resultaria em um primário requerido de 1,5% para estabilizar a DBGG em proporção do PIB.

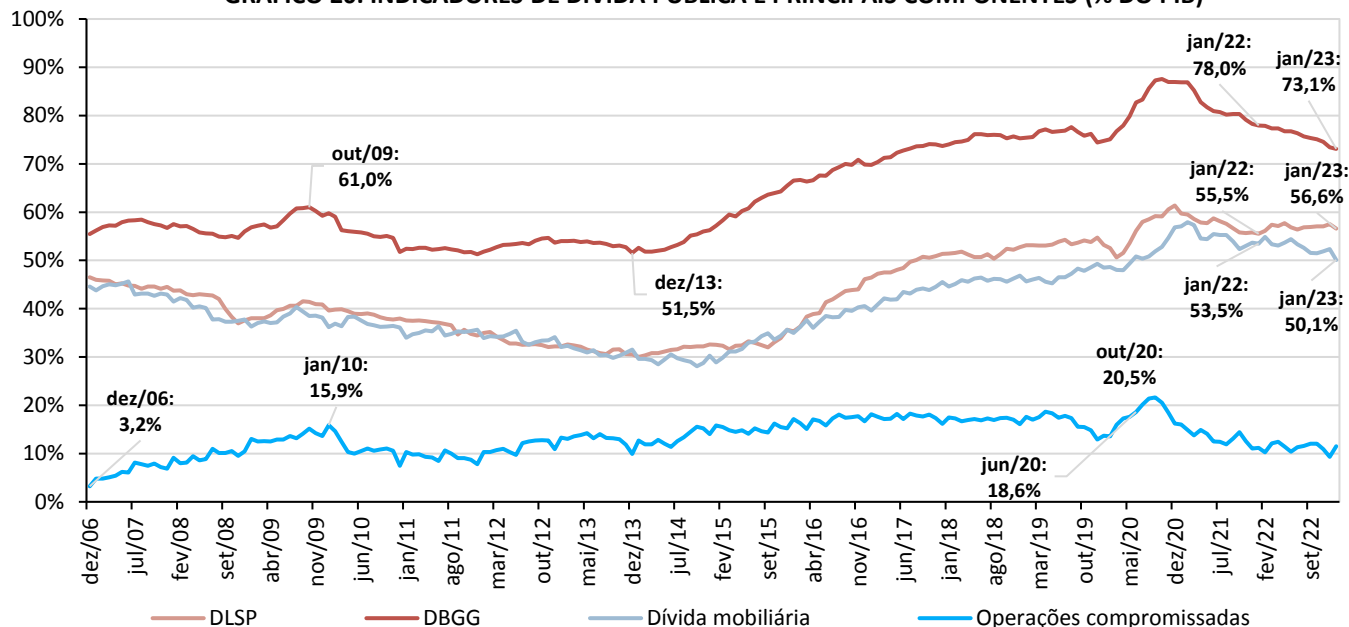
Dívida Bruta do Governo Geral registrou nova queda em janeiro na comparação com dezembro. De acordo com o Banco Central, a DBGG caiu 0,3 p.p. do PIB em janeiro, para 73,1% do PIB. Houve redução de 4,8 p.p. em relação a janeiro de 2022. Contribuíram para reduzir a DBGG, em janeiro, o PIB nominal (queda de 0,6 p.p.), os resgates líquidos de dívida (diminuição de 0,3 p.p.) e a depreciação da taxa de câmbio (queda de 0,1 p.p.). Em compensação, a apropriação de juros nominais contribuiu para o crescimento do indicador no período (alta de 0,7 p.p.). O Gráfico 20 apresenta a trajetória da DBGG.

⁷ O valor de 73,1% do PIB para a DBGG em janeiro de 2023 não considera a divulgação do resultado das Contas Nacionais Trimestrais do quarto trimestre de 2022. Esse percentual foi o divulgado pelo Banco Central nas estatísticas fiscais de janeiro, no fim de fevereiro.

⁸ Ver RAF nº 70, de novembro de 2022. Link para acesso ao documento: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2022>.

Dívida líquida caiu em janeiro no confronto com dezembro, mas subiu em relação a janeiro de 2022. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), por sua vez, caiu 0,9 p.p. do PIB em janeiro na comparação com o mês anterior, e subiu 1,1 p.p. do PIB ante janeiro de 2022, alcançando 56,6% do PIB (Gráfico 20). Esse movimento ocorreu em razão do superavit primário (redução de 1,0 p.p.), do crescimento do PIB nominal (queda de 0,5 p.p.), da variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida (diminuição de 0,3 p.p.), parcialmente compensados pela apreciação da taxa de câmbio (alta de 0,3 p.p.) e da apropriação de juros nominais (incremento de 0,5 p.p.),

GRÁFICO 20. INDICADORES DE DÍVIDA PÚBLICA E PRINCIPAIS COMPONENTES (% DO PIB)



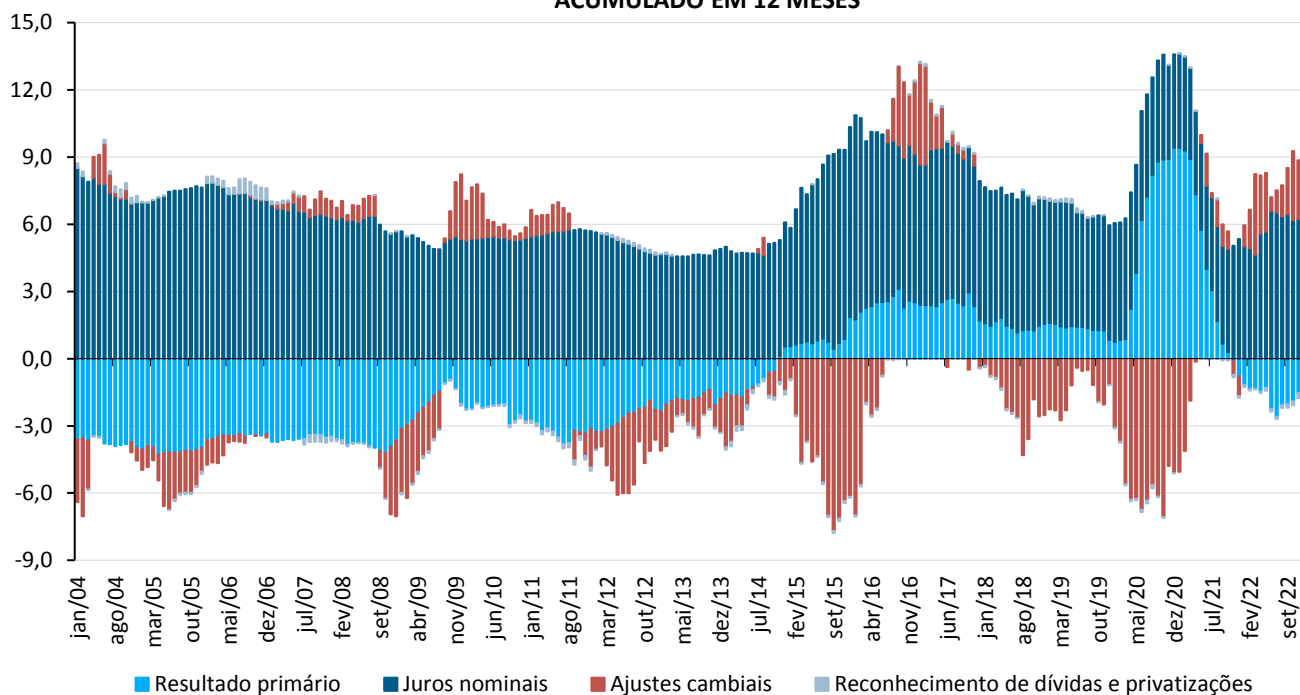
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Dívida líquida cresceu no ano passado. Diferentemente da DBGG, que apresenta trajetória de queda desde 2021, a DLSP cresceu 1,7 p.p. do PIB em 2022. A discrepância verificada na evolução recente dos dois indicadores de dívida se explica pela composição e abrangência das estatísticas. Basicamente, a DBGG consolida todos os passivos do setor público (dívida mobiliária, dívida externa, dívida bancária interna e externa de todos os entes da federação, entre outros), enquanto a DLSP abarca os passivos descontados os créditos (reservas internacionais, créditos do Tesouro junto aos bancos públicos, recursos do FAT na rede bancária, variações patrimoniais, entre outros)⁹.

O Gráfico 21 apresenta informações divulgadas pelo Banco Central referentes à evolução dos fatores condicionantes da DLSP: resultado primário do setor público, pagamento de juros, ajustes cambiais sobre o balanço patrimonial denominado em moeda estrangeira, reconhecimentos de dívidas e privatizações. Os ajustes cambiais consistem em ganhos ou perdas patrimoniais provocadas pela variação da taxa de câmbio sobre os ativos (por exemplo, as reservas internacionais) e os passivos (por exemplo, a dívida externa) do setor público em moeda estrangeira.

⁹ Uma explicação mais detalhada a respeito dos indicadores de dívida pode ser obtida no Estudo Especial (EE) da IFI nº 7, de outubro de 2018, disponível no seguinte link: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/547744/EE_07_Divida_Bruta.pdf.

GRÁFICO 21. FATORES CONDICIONANTES DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (% DO PIB) - ACUMULADO EM 12 MESES



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

Despesa de juros contribuiu para aumento da DLSP em 6,5 p.p. do PIB nos 12 meses encerrados em janeiro. No acumulado em 12 meses até janeiro, a soma de todos os fatores condicionantes contribuiu para aumento de 7,0 p.p. do PIB na DLSP. Desse total, 6,5 p.p. decorreram do pagamento líquido de juros nominais. Os ajustes cambiais sobre o balanço patrimonial do setor público denominados em moeda estrangeira responderam por 1,7 p.p. de aumento da dívida em razão da apreciação da taxa de câmbio, enquanto o reconhecimento de dívidas e privatizações fizeram a dívida cair 0,1 p.p. nos 12 meses encerrados em janeiro. O resultado primário do setor público compensou parte dessa alta, tendo contribuído para queda de 1,3 p.p. do PIB da DLSP nessa comparação.

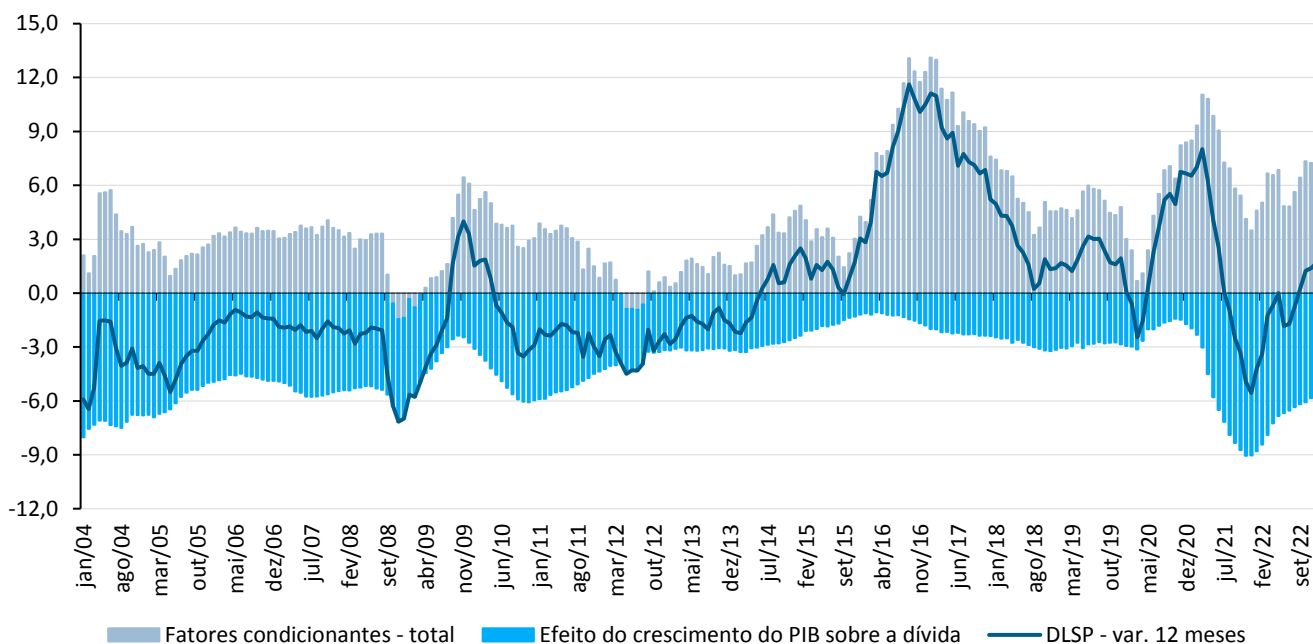
Ainda em relação ao Gráfico 21, percebe-se a influência do pagamento de juros, dos resultados primários e dos ajustes cambiais para a dinâmica da DLSP ao longo do tempo. No período mais recente, de 2021 para cá, os resultados primários positivos contribuíram para a redução da dívida líquida, enquanto os juros nominais e os ajustes cambiais exerceram contribuição para aumento do indicador. Ao longo de todo o período considerado, o pagamento de juros constitui o fator condicionante mais representativo para a dinâmica da DLSP.

O Gráfico 22 consolida todos os fatores condicionantes e o efeito do crescimento do PIB nominal para a variação da DLSP ao longo do tempo. As variáveis são consideradas na soma acumulada em 12 meses. A linha em azul escuro representa a diferença entre os fatores condicionantes (em proporção do PIB) e o efeito da variação do PIB. O gráfico permite avaliar de que forma o crescimento do PIB nominal atenua as pressões dos fatores condicionantes, especialmente o pagamento líquido de juros, sobre a dívida líquida.

Aumento do PIB nominal tem compensado parte do incremento da DLSP oriundo dos fatores condicionantes. Enquanto os fatores condicionantes da DLSP exerceram contribuição de 7,0 p.p. do PIB para a alta do indicador nos 12 meses encerrados em janeiro, o aumento do PIB nominal retirou 5,9 p.p. da dívida, de modo que a variação da DLSP registrada no período foi de 1,1 p.p. do PIB. Vale mencionar a diminuição desse efeito do crescimento do PIB nominal sobre a dívida nos últimos meses, fruto do enfraquecimento da atividade econômica e da desaceleração na variação dos

preços (inflação). A atividade econômica mais fraca representa, portanto, um risco para a dinâmica da DLSP nos próximos meses.

GRÁFICO 22. SOMA DOS FATORES CONDICIONANTES, EFEITO DO PIB E VARIAÇÃO EM 12 MESES DA DLSP (% DO PIB) - ACUMULADO EM 12 MESES



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

Resgates de dívida realizados em janeiro somaram R\$ 315,3 bilhões. Analisam-se agora algumas informações apresentadas no Relatório Mensal da Dívida (RMD), com dados atualizados até janeiro de 2023. O primeiro ponto a se destacar diz respeito ao elevado volume de resgates líquidos da Dívida Pública Federal (DPF), que inclui a dívida interna e externa, no primeiro mês do ano, de R\$ 230,7 bilhões. De acordo com o Tesouro, o volume de resgates em janeiro (R\$ 315,3 bilhões) foi o segundo maior da série histórica e é o maior montante de vencimentos previsto para 2023. Os vencimentos se concentraram em títulos prefixados (Letras do Tesouro Nacional, LTN, e Notas do Tesouro Nacional série F, NTN-F).

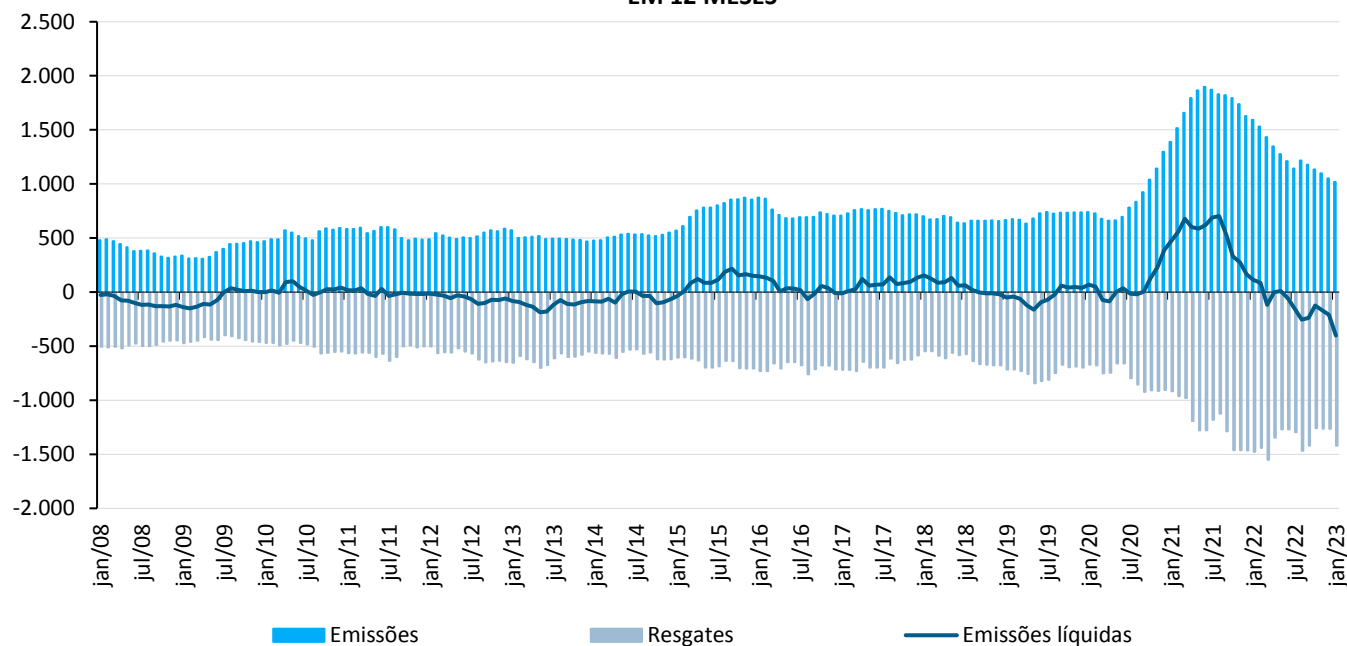
Desde o início de 2022, volume de emissões está abaixo dos resgates. Para avaliar a trajetória das emissões e dos resgates de dívida, a IFI construiu o Gráfico 23, que apresenta a evolução em 12 meses das emissões, dos resgates e das emissões líquidas (emissões menos resgates) da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi). Em janeiro de 2023, as emissões totalizaram R\$ 1.018,1 bilhões, enquanto os resgates somaram R\$ 1.420,0 bilhões no acumulado em 12 meses. A trajetória do volume de emissões é de queda, enquanto os resgates mostram certa estabilidade. Dessa forma, as emissões líquidas, que correspondem à diferença entre as emissões e os resgates, encontram-se em tendência declinante desde o início de 2022.

O Gráfico 24 apresenta somente a evolução dos resgates líquidos da DPMFi no acumulado em 12 meses, assim como o volume médio anual de 2008 a 2022. Fica claro que o volume de emissões líquidas do Tesouro está abaixo da média anual dos últimos 15 anos.

Uma possível explicação para o menor volume de emissões realizadas pelo Tesouro no período recente reside no aumento do custo médio da dívida, tópico a ser explorado adiante neste texto. Com efeito, o ciclo de aperto monetário, iniciado em março de 2021, elevou a Selic de 2,00% a.a., naquele mês, para 13,75% a.a. em agosto de 2022,

permanecendo neste patamar desde então. Com maior custo de emissão, o Tesouro tem feito maior uso da reserva de liquidez para a gestão da dívida pública.

GRÁFICO 23. EMISSÕES, REGATES E EMISSÕES LÍQUIDAS DA DPMFI (R\$ BILHÕES) ACUMULADAS EM 12 MESES



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

Segundo a STN, a reserva de liquidez da dívida pública registrou redução R\$ 1.175,8 bilhões, em dezembro, para R\$ 953,4 bilhões em janeiro. A reserva (ou colchão de liquidez) constitui as disponibilidades de caixa destinadas exclusivamente ao pagamento da dívida e o saldo em caixa de recursos oriundos da emissão de títulos. Estes recursos ficam depositados na Conta Única do Tesouro no Banco Central.

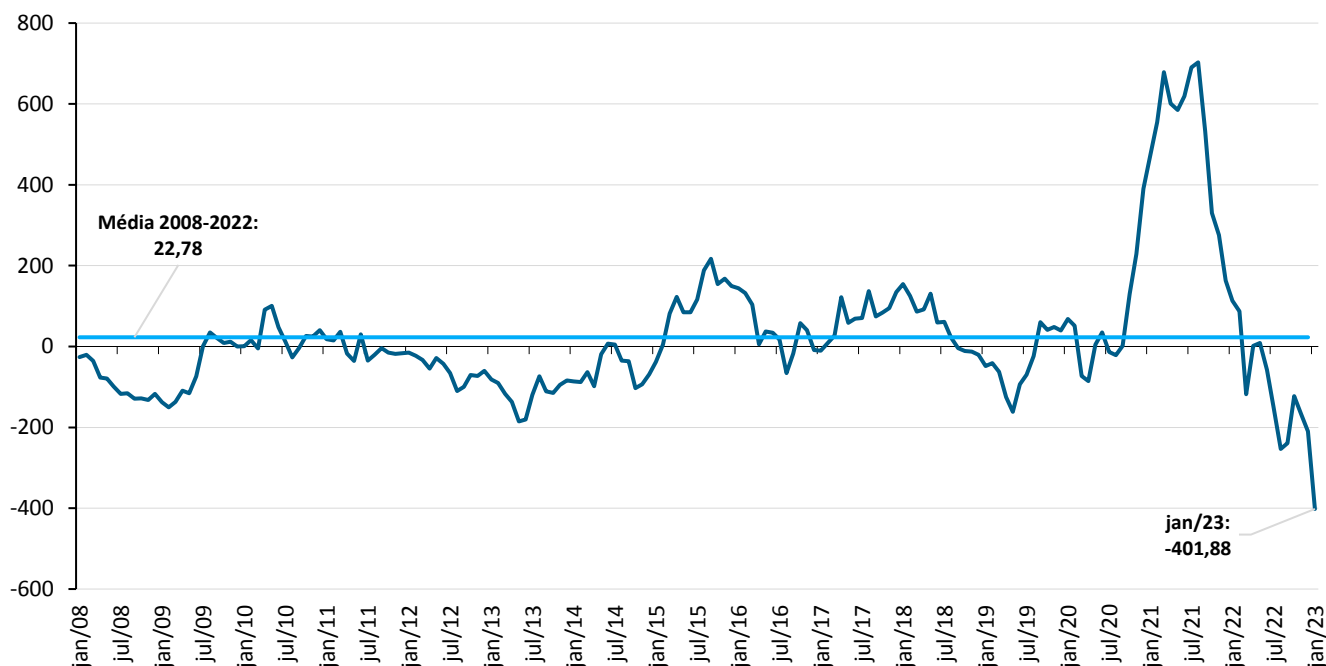
O Tesouro calcula também um valor prudencial da reserva de liquidez como o montante suficiente para o pagamento de três meses de compromissos da dívida. Em janeiro, esse montante foi de R\$ 252,7 bilhões, ante R\$ 521,4 bilhões em dezembro de 2022.

Índice de liquidez da dívida pública teve queda nos dois últimos meses, atingindo 7,6 meses. Ainda de acordo com a STN, o índice de liquidez, que indica a suficiência de liquidez para cobertura dos vencimentos de títulos da DPMFi em número de meses, caiu de 9,3 meses, em novembro, para 8,4 meses, em dezembro, e 7,6 meses em janeiro. Vale dizer que o índice reflete os vencimentos de títulos e os pagamentos de juros previstos nos meses à frente. Em outras palavras, caso o Tesouro deixe de fazer emissões, as disponibilidades de caixa atuais são suficientes para honrar 7,6 meses de obrigações.

Uso da reserva de liquidez com menores emissões pode trazer riscos para a gestão da dívida pública. A aparente estratégia de reduzir as emissões e utilizar a reserva de liquidez para o pagamento das obrigações do Tesouro pode representar um risco caso a Selic permaneça em níveis elevados por um período maior de tempo, assim como em uma situação de aumento na percepção de risco dos agentes que financiam a rolagem da dívida pública. Isto porque, alguns fatores que contribuíram para o aumento do colchão de liquidez em 2022 podem não se repetir neste ano, como os recolhimentos de receitas provenientes de dividendos e participações em empresas estatais e a desvinculação de

alguns fundos. No ano passado, a União arrecadou R\$ 87,0 bilhões em dividendos. A IFI seguirá monitorando a evolução da reserva e do índice de liquidez nos próximos meses.

GRÁFICO 24. EMISSÕES LÍQUIDAS DA DPMFI (R\$ BILHÕES) ACUMULADAS EM 12 MESES



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

Custo médio das emissões em oferta pública da DPMFi voltou a crescer em janeiro. Outro ponto a destacar em relação ao RMD de janeiro de 2023 diz respeito à trajetória do custo médio da dívida pública, que voltou a subir na margem em janeiro. Esse custo diminuiu no terceiro trimestre do ano passado em razão da queda da inflação, mas voltou a subir nos três últimos meses do ano. O IPCA e a Selic são dois indexadores da Dívida Pública Federal (DPF). O aumento do custo médio da dívida decorre da Selic relativamente elevada, assim como da inflação, que apesar de ter arrefecido, continua acima da meta.

Taxas médias de emissão de títulos nos leilões subiram em fevereiro, especialmente em vencimentos mais longos. Segundo destacado no RMD de janeiro, as taxas médias de emissão da DPMFi subiram em janeiro. E informações levantadas pela IFI nos leilões realizados pelo Tesouro¹⁰ indicam novos aumentos nas taxas dos títulos da DPMFi em fevereiro, sobretudo nos papéis de vencimento mais longo. A título de ilustração, o título prefixado com vencimento em 1º de outubro de 2024 teve taxa média de emissão de 13,15% a.a. em fevereiro, contra 13,61% a.a. em janeiro. Para o título prefixado com vencimento em 1º de janeiro de 2026, a taxa média de emissão subiu de 12,73% a.a. em janeiro para 13,04% a.a. em fevereiro. Os títulos atrelados aos índices de preços registraram aumento nas taxas de emissão no período nos vencimentos de 2040 e 2050, quanto houve queda no vencimento de 2026. Os títulos (e os respectivos vencimentos) são comunicados trimestralmente pelo Tesouro e podem sofrer alterações ao longo do tempo.

¹⁰ Link para acesso à planilha: <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados/dados>.

Projeções da IFI
CURTO PRAZO

| Projeções da IFI | 2023 | | | 2024 | | |
|--|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|
| | Fevereiro | Março | Comparação | Fevereiro | Março | Comparação |
| PIB – crescimento real (% a.a.) | 0,91 | 0,91 | ▲ | 1,44 | 1,42 | ▼ |
| PIB – nominal (R\$ bilhões) | 10.521,09 | 10.512,46 | ▼ | 11.200,85 | 11.198,88 | ▼ |
| IPCA – acum. (% no ano) | 5,59 | 5,59 | ▼ | 3,80 | 3,92 | ▲ |
| Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$) | 5,24 | 5,25 | ▲ | 5,30 | 5,32 | ▲ |
| Ocupação - crescimento (%) | 0,71 | 0,73 | ▲ | 0,79 | 0,79 | ▲ |
| Massa salarial - crescimento (%) | 0,89 | 4,26 | ▲ | 1,58 | 1,42 | ▼ |
| Selic – fim de período (% a.a.) | 13,00 | 13,00 | = | 10,00 | 10,00 | = |
| Juros reais ex-ante (% a.a.) | 6,09 | 5,95 | ▼ | 3,86 | 5,29 | ▲ |
| Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB) | -1,32 | -1,39 | ▼ | -1,07 | -1,18 | ▼ |
| dos quais Governo Central | -1,12 | -1,19 | ▼ | -0,87 | -0,98 | ▼ |
| Juros Nominais Líquidos (% do PIB) | 6,63 | 6,63 | ▲ | 7,56 | 6,48 | ▼ |
| Resultado Nominal (% do PIB) | -7,95 | -8,02 | ▼ | -8,63 | -7,65 | ▲ |
| Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB) | 78,74 | 78,57 | ▼ | 82,30 | 81,95 | ▼ |