

# Relatório de Acompanhamento Fiscal

15 DE MARÇO DE 2023 • Nº 74

## DESTAQUES

- PIB recua no quarto trimestre, levando hiato do produto novamente para o campo negativo.
- IPCA deve capturar o impacto da reoneração dos tributos federais sobre combustíveis.
- Crescimento do crédito à pessoa física está concentrado em linhas mais caras.
- Eventos não recorrentes sobre as receitas somaram R\$ 58,1 bilhões em 12 meses até janeiro.
- Projeção da despesa primária da União em 2023 foi revisada para cima em R\$ 6,7 bilhões.
- Expectativa da IFI para o déficit primário do governo central em 2023 piorou em 0,1 p.p. do PIB.
- Crescimento do PIB atenuou o efeito dos fatores condicionantes para a dinâmica da DLSP no último ano.



**SENADO FEDERAL**

**Presidente do Senado Federal**

Senador Rodrigo Pacheco (PSD-MG)

**INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE**

**Diretora**

Vilma da Conceição Pinto

**Analistas**

Alessandro Ribeiro de Carvalho Casalecchi

Alexandre Augusto Seijas de Andrade

Pedro Henrique Oliveira de Souza

Rafael da Rocha Mendonça Bacciotti

**Assessora de Comunicação**

Carla Cristina Osorio Caldas

**Estagiários**

Allanda Martins Dias

Pedro Ribeiro de Santana Gonzaga

**Layout do relatório**

COMAP/SECOM e SEFPRO/SEGRAF



## Carta de Apresentação

---

O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) é a análise mensal de conjuntura da IFI e atende às finalidades previstas no art. 1º da Resolução do Senado nº 42, de 2016. É por meio do RAF que veiculamos nossas projeções para as principais variáveis macroeconômicas e fiscais da economia brasileira.

O Poder Executivo Federal sinalizou que o desenho do regime fiscal sustentável, tal como previsto no Art. 6º da Emenda Constitucional 126 (antiga PEC da Transição), já está pronto e em breve será apresentado. A divulgação antecipada em relação ao prazo previsto no dispositivo constitucional é importante para amenizar as dúvidas sobre como financiar a expansão de gastos permitida pela EC 126. Assim, na ausência de regras fiscais claras, o futuro das contas públicas continua indefinido.

As incertezas no campo fiscal se somam às do cenário macroeconômico. O PIB do quarto trimestre de 2022 recuou 0,2%, indicando um quadro de desaceleração da atividade econômica. Esse resultado, influenciado negativamente pelo desempenho da indústria (na ótica da produção) e dos investimentos (na ótica da despesa), deixou um carregamento estatístico (*carry-over*) de 0,2% para 2023, indicando que, caso permaneça estagnado ao longo de 2023, o PIB encerraria o ano com alta de apenas 0,2%.

Diante desse cenário, mantivemos a projeção de crescimento econômico em 0,9% para este ano, e de 1,4% para o ano que vem. Destacamos que a perspectiva de diminuição do ritmo de crescimento do PIB neste e no próximo ano é explicada, em grande medida, (i) pela moderação do crescimento da economia global, (ii) pelo aperto das condições financeiras e (iii) pela dissipação dos efeitos da reabertura da economia, do aumento dos preços de commodities, e da melhora dos termos de troca. Referente ao item (iii), vale dizer, que esses três vetores que ajudaram a impulsionar a atividade econômica no ano passado.

O cenário para inflação também foi mantido em 5,6% e 3,9%, para 2023 e 2024, respectivamente. Porém, apesar do viés baixista gerado pelo aumento parcial (e não total) das alíquotas incidentes sobre combustíveis, a projeção para o ano foi mantida em 5,6% diante de maiores pressões no curto prazo, evidenciadas na composição desfavorável do IPCA de fevereiro: aceleração da inflação subjacente e de serviços. Para 2024, espera-se que o IPCA recue para 3,9%, sob as hipóteses (i) de arrefecimento nos preços internacionais de commodities e (ii) de abertura do hiato do produto.

Nesta edição do RAF também trouxemos duas análises adicionais. A primeira corresponde a uma atualização da estimativa de hiato do produto e do PIB potencial a partir da divulgação dos dados das contas nacionais referente ao quarto trimestre de 2022. A segunda análise adicional corresponde a uma avaliação do mercado de crédito. Em 2022 houve um aumento da inadimplência, e destacamos no relatório que o crescimento do crédito à pessoa física atualmente está mais concentrado em linhas mais caras. Além disso, o elevado nível de comprometimento de renda das famílias com o pagamento de dívidas bancárias constrange a recuperação do consumo doméstico no curto prazo.

Voltando aos dados fiscais, mantivemos o cenário para as receitas primárias da União em 2023 e em 2024. O cenário para as despesas, porém, sofreu alteração marginal: de 0,1 p.p do PIB em 2023 e de 0,2 p.p. do PIB em 2024. A revisão do cenário para as despesas primárias ocorreu em razão das inovações trazidas na Medida Provisória nº 1.164, de 2023 (MP do novo Bolsa Família) e a expectativa de aumento da quantidade de beneficiários do abono salarial.

Por fim, vale destacar que o caminho traçado para a dívida mostra o tamanho do desafio da política fiscal. O superávit primário requerido para manter a dívida estável ao nível de 2022 é da ordem de 1,5% do PIB. Para 2023 e 2024, porém, projetamos déficit primário do setor público consolidado de 1,4% e 1,2% do PIB, respectivamente. Esperamos que as sinalizações futuras, particularmente a definição da nova âncora fiscal, contribuam para melhorar o cenário econômico e fiscal, de modo a promover a sustentabilidade da dívida pública no médio e longo prazo.

**Vilma da Conceição Pinto**  
Diretora da IFI

## Resumo

---

- No quarto trimestre de 2022, o hiato do produto, medido como a diferença (percentual) entre o PIB efetivo e o PIB potencial, foi estimado em -0,1% (ante +0,3% no trimestre anterior). Em face da perspectiva de desaceleração da atividade econômica, espera-se que o PIB continue evoluindo abaixo do nível potencial ao longo do ano. **(Página 6)**
- A Medida Provisória (MP) 1.163/23 elevou as alíquotas *ad rem* do PIS/Cofins para R\$ 0,47/L de gasolina e R\$ 0,02/L de etanol – valores inferiores aos que vigoravam antes da desoneração promovida em meados do ano passado. Como nosso cenário contemplava a volta integral das alíquotas, o impacto sobre o IPCA de 2023 foi atualizado para -0,15 p.p. neste RAF, já considerado o corte promovido pela Petrobras. A projeção para o ano, no entanto, foi mantida em 5,6% diante das maiores pressões no curto prazo. **(Página 10)**
- Os saldos e as concessões de crédito às pessoas físicas têm registrado crescimento concentrado em linhas de pior perfil de tomador, isto é, que não possuem garantias envolvidas nas operações, como cartão de crédito e cheque especial. Estas modalidades possuem maiores spreads bancários e, portanto, taxas finais de juros. O aumento da inadimplência no crédito às famílias está relacionado com esse aumento de juros e a maior utilização de linhas mais caras pelos consumidores, em um contexto de maior cautela dos bancos nas liberações de financiamentos. **(Página 12)**
- A revisão para cima realizada pela IFI na projeção da despesa primária do governo central neste e no próximo ano decorreu das inovações trazidas pela Medida Provisória nº 1.164, de 2023, que reintroduziu o Programa Bolsa Família. A matéria instituiu pagamentos adicionais condicionados a situações como presença de crianças de até seis anos, gestantes e jovens de sete a dezessete anos nas famílias. Em proporção do PIB, a projeção da despesa subiu 0,1 p.p. em 2023. **(Página 23)**
- A análise dos fatores condicionantes da Dívida Líquida do Setor Público no período recente mostra que o indicador não subiu mais nos dois últimos anos em razão do aumento do PIB nominal, que compensou, em parte, os efeitos negativos de alguns dos condicionantes, como o pagamento líquido de juros e os ajustes cambiais sobre o balanço patrimonial do setor público denominado em moeda estrangeira. **(Página 27)**
- Informações divulgadas pelo Tesouro no Relatório Mensal da Dívida mostram que o volume de emissões está abaixo dos resgates desde o início de 2022, considerando a comparação em 12 meses. Tudo indica que o Tesouro tem feito uso da reserva de liquidez para emitir um volume menor de títulos em razão do elevado custo médio da dívida pública. Fatores como o forte ingresso de dividendos no ano passado elevaram a reserva de liquidez e favoreceram essa estratégia, que pode não ser possível neste ano. **(Página 27)**

## Sumário

---

Carta de Apresentação.....	3
Resumo.....	4
Sumário.....	5
1. CONTEXTO MACROECONÔMICO.....	6
1.1 Atividade econômica.....	6
1.2 Mercado de trabalho.....	8
1.3 Inflação e política monetária.....	10
1.4 Evolução recente do mercado de crédito.....	12
2. CONJUNTURA FISCAL.....	20
2.1 Receitas primárias e transferências.....	20
2.2 Despesas primárias.....	23
2.3 Resultado primário do governo central.....	26
2.4 Evolução dos indicadores de endividamento do setor público.....	27
Projeções da IFI.....	34

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

### 1.1 Atividade econômica

**Atividade econômica em desaceleração.** O Produto Interno Bruto (PIB) recuou 0,2% no quarto trimestre de 2022 na comparação com o trimestre imediatamente anterior (pouco menos da previsão, de -0,4%), após ajuste sazonal, encerrando o ano com crescimento acumulado de 2,9%, pouco abaixo da expectativa de 3,0%.

O resultado do quarto trimestre, impactado negativamente pelo desempenho da indústria (na ótica da produção) e dos investimentos (na ótica da despesa), deixou um carregamento estatístico<sup>1</sup> de 0,2% para 2023, indicando que, caso permaneça estagnado ao longo de 2023, o PIB encerraria o ano com alta de 0,2%.

Dados referentes aos primeiros meses do ano, exemplificados na contração (i) da confiança do consumidor e (ii) dos setores da indústria e dos serviços, indicam manutenção da trajetória declinante da atividade econômica. O PIB do primeiro trimestre, no entanto, deve voltar a crescer, impulsionado pela forte produção de grãos (safra recorde segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola – LSPA/IBGE), que deverá mais do que compensar a queda nos outros setores.

**TABELA 1. TAXAS DE VARIAÇÃO % DO PIB EM VOLUME**

	Variação % contra o mesmo trimestre do ano anterior			Variação % contra o trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação % acumulada no ano		
	Jun-22	Set-22	Dez-22	Jun-22	Set-22	Dez-22	2020	2021	2022
<b>PIB</b>	3,7	3,6	1,9	0,9	0,3	-0,2	-3,3	5,0	2,9
<b>Ótica da oferta</b>									
Agropecuária	-0,9	3,2	-2,9	-0,7	-0,5	0,3	4,2	0,3	-1,7
Indústria	2,1	2,8	2,6	1,7	0,7	-0,3	-3,0	4,8	1,6
Serviços	4,7	4,5	3,3	1,2	0,9	0,2	-3,7	5,2	4,2
<b>Ótica da demanda</b>									
Consumo das famílias	5,7	4,6	4,3	2,0	1,0	0,3	-4,6	3,7	4,3
Consumo do governo	0,9	1,0	0,5	-0,8	1,2	0,3	-3,7	3,5	1,5
Formação bruta de capital fixo	1,5	5,0	3,5	4,1	2,6	-1,1	-1,7	16,5	0,9
Exportações	-4,6	8,1	11,7	-2,2	3,7	3,5	-2,3	5,9	5,5
Importações	-1,0	10,6	4,6	7,1	5,5	-1,9	-9,5	12,0	0,8

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

**Consumo das famílias e setor externo sustentaram expansão do PIB em 2022.** Apesar da alta acumulada em 2022, a economia desacelerou na comparação com o ano anterior (quando cresceu 5,0%), influenciada pela menor expansão da formação bruta de capital fixo. A contribuição da absorção interna (soma do consumo das famílias, do consumo do governo e do investimento) para o resultado do PIB diminuiu de 5,9 pontos percentuais (p.p.) em 2021 para 2,0p.p. em 2022, como se observa na Tabela 2.

<sup>1</sup> O carregamento estatístico representa a taxa de crescimento anual do indicador supondo que seu patamar seja idêntico ao do último trimestre do ano anterior. Ilustra, assim, uma representação da taxa de crescimento no ano que se inicia em um cenário sem surpresas negativas ou positivas.

**TABELA 2. CONTRIBUIÇÕES PARA A VARIAÇÃO REAL DO PIB (P.P.)**

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>PIB (variação)</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>-3,3</b>	<b>5,0</b>	<b>2,9</b>
<b>Absorção interna</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>5,9</b>	<b>2,0</b>
Consumo das Famílias	1,5	1,7	-3,0	2,4	2,6
Consumo do Governo	0,2	-0,1	-0,7	0,7	0,3
Investimento (FBCF e variação de estoques)	0,5	0,2	-0,6	2,8	-0,9
<b>Exportações líquidas</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,9</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Enquanto o consumo das famílias representou a principal fonte de crescimento do PIB em 2022 (adicionando 2,6p.p. ante 2,4p.p. em 2021), o investimento (formação bruta de capital fixo e variação de estoques) retirou 0,9p.p. (ante +2,8p.p.). As exportações líquidas (exportações menos importações de bens e serviços), por sua vez, adicionaram 0,9p.p. ao resultado de 2022, revertendo a influência negativa de 2021 (-0,9p.p.).

**PIB deve crescer 0,9% em 2023 e 1,4% em 2024, em ritmo mais moderado comparativamente a 2022.** A perspectiva de diminuição do ritmo de crescimento do PIB nesse e no próximo ano é explicada, em grande medida, (i) pela moderação do crescimento da economia global, (ii) pelo aperto das condições financeiras e (iii) pela dissipação dos efeitos da reabertura da economia, do aumento dos preços de commodities, e da melhoria dos termos de troca (três vetores que ajudaram a impulsionar a atividade econômica no ano passado).

Por outro lado, a ampliação da massa de renda ampliada, impactada pelo rendimento do trabalho e pelas transferências de renda (pagamentos do Bolsa Família e aumento real do salário mínimo), deve promover certo suporte ao consumo das famílias. Vale destacar que em 2022 o consumo teve suporte de estímulos fiscais como a ampliação do Auxílio Brasil e a liberação de recursos do FGTS.

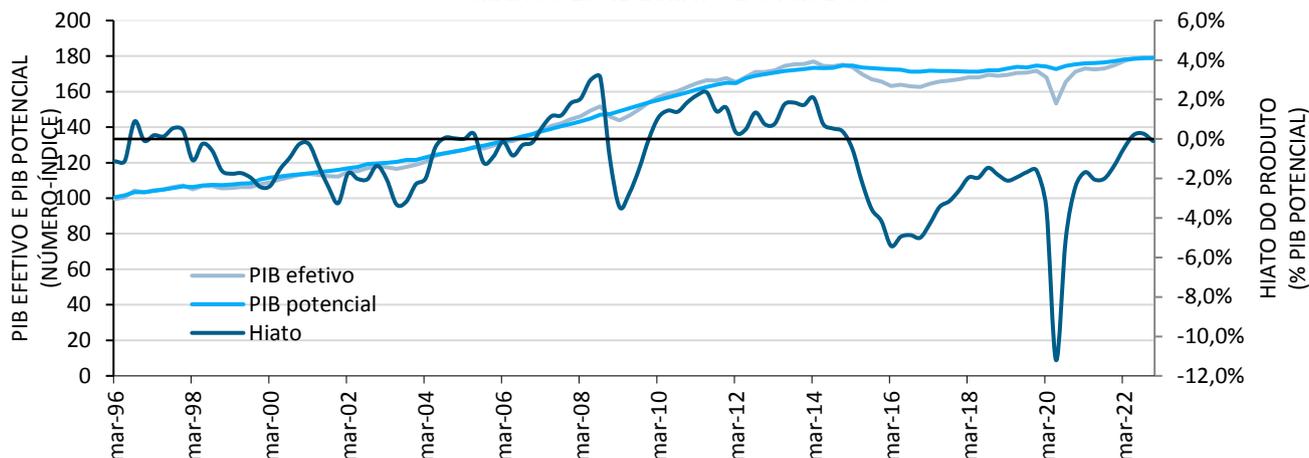
Apesar da alta incerteza em relação ao crescimento de 2024, dependente dos rumos da política econômica e da recuperação da economia global, projeta-se expansão moderada (1,4%).

**Hiato do produto ligeiramente negativo no quarto trimestre de 2022.** A avaliação sobre a posição cíclica da economia é conduzida pela IFI com a utilização de diversos métodos, em virtude da alta incerteza existente na estimação do produto potencial<sup>2</sup>, que foi exacerbada durante a pandemia devido aos choques simultâneos sobre a oferta e a demanda.

No quarto trimestre, o hiato do produto, medido como a diferença percentual entre o PIB efetivo e o PIB potencial (tendência de médio ou longo prazo), foi estimado em -0,1%, ante +0,3% no trimestre anterior (Gráfico 1). Em face da perspectiva de desaceleração da atividade econômica, espera-se que o PIB continue evoluindo abaixo do nível potencial ao longo do ano.

<sup>2</sup> Em termos práticos, como todo método possui suas vantagens e limitações, a estimativa central do hiato do produto, para efeito da construção do cenário macroeconômico, advém da comparação e avaliação de um conjunto de metodologias: filtro Hodrick–Prescott (HP); filtro HP multivariado, seguindo Areosa (2008); filtro de Hamilton, seguindo Quast e Wolters (2019); funções de produção que fazem uso do filtro HP/ filtro HP multivariado/ filtro de Hamilton; e modelos no formato de espaço de estados, seguindo Orair e Bacciotti (2018), para extrair as tendências da taxa de desemprego, do NUCI e da produtividade total dos fatores. As estimativas tendenciais são obtidas a partir de séries históricas ampliadas para minimizar o viés de final da amostra.

**GRÁFICO 1. PIB E HIATO DO PRODUTO**

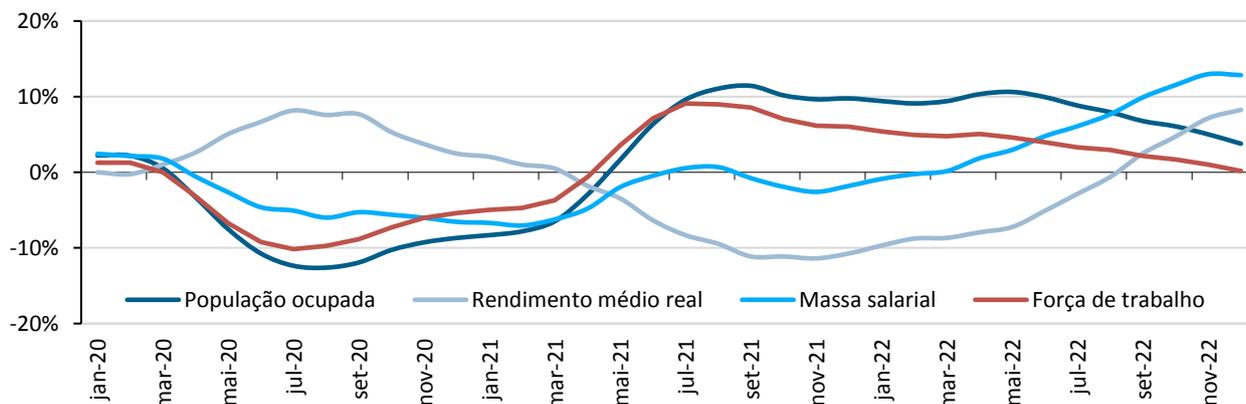


Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.

## 1.2 Mercado de trabalho

**Recuperação dos rendimentos e desaquecimento nas contratações.** Os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua – IBGE) referentes ao último trimestre de 2022 mostraram sinais mistos, com expansão do rendimento médio e tendência declinante no emprego, na força de trabalho e na massa salarial (Gráfico 2).

**GRÁFICO 2. INDICADORES DO MERCADO DE TRABALHO  
(TAXA DE VARIAÇÃO EM RELAÇÃO AO MESMO TRIMESTRE DO ANO ANTERIOR)**

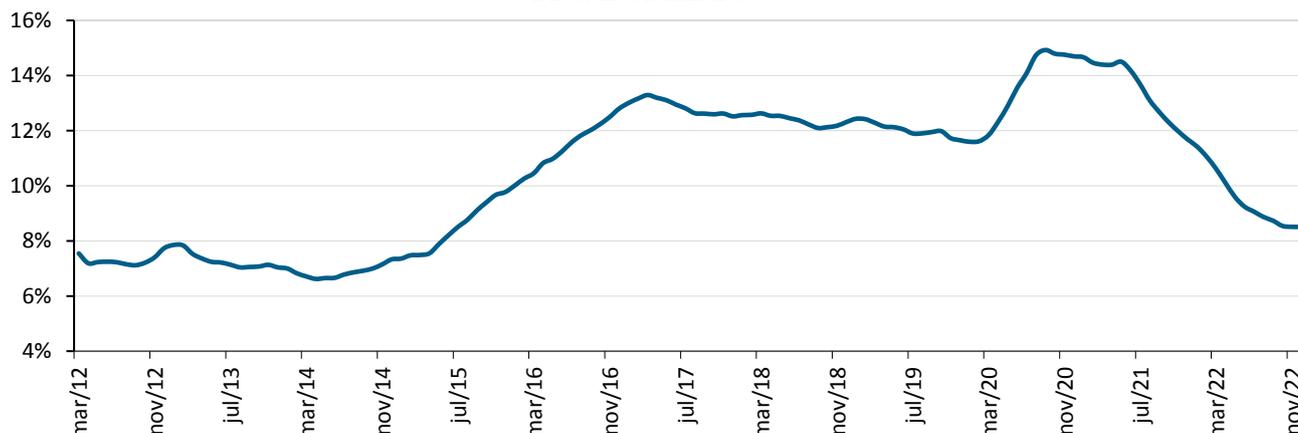


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

**Taxa média de desemprego recuou entre 2021 e 2022.** Em dezembro, a taxa de desemprego ficou em 7,9%, recuando 3,2p.p. na comparação interanual (dez/2021). Com o resultado de dezembro, a taxa de desemprego média em 2022 alcançou 9,3%, abaixo do patamar de 2021 (13,2%). Na comparação com 2021, o recuo da taxa de desemprego refletiu o avanço da população ocupada (7,4%) em magnitude superior ao da força de trabalho (2,7%).

**Tendência declinante da taxa de desemprego foi interrompida com queda das contratações e da força de trabalho.** No entanto, considerando a série histórica trimestral, com ajuste sazonal, o indicador interrompeu a trajetória descendente delineada desde junho de 2021, ficando estável entre novembro e dezembro (em 8,5%), influenciado por recuos na população ocupada (-0,3%) e na força de trabalho (-0,3%).

**GRÁFICO 3. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO) - DADOS DESSAZONALIZADOS**

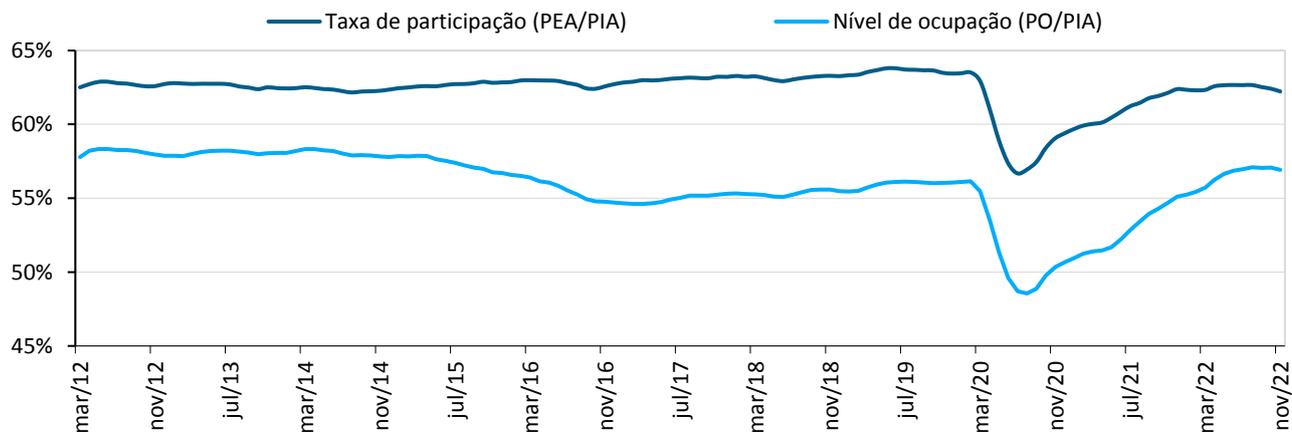


Fonte: IBGE e IFL. Elaboração: IFL.

**Taxa de participação da força de trabalho permanece abaixo do nível anterior à pandemia.** Acompanhando a diminuição da força de trabalho nos trimestres mais recentes, a taxa de participação (relação entre o número de pessoas que compõem a força de trabalho e o número de pessoas em idade de trabalhar) diminuiu para 62,0% em dezembro (na série com ajuste sazonal). Mesmo com a reabertura após a pandemia e a melhora do rendimento do trabalho, a taxa de participação no mercado de trabalho não retornou ao nível de fevereiro de 2020.

Calcula-se que a taxa de desemprego com ajuste sazonal estaria em 10,7% caso a taxa de participação estivesse no nível pré-pandemia. Esse cálculo ajuda a observar que o desemprego seria mais elevado se pessoas não tivessem deixado de procurar uma ocupação.

**GRÁFICO 4. TAXA DE PARTICIPAÇÃO E TAXA DE OCUPAÇÃO - DADOS DESSAZONALIZADOS**



Fonte: IBGE. Elaboração: IFL.

A redução no ritmo de contratações, por sua vez, tem impactado negativamente o nível de ocupação (razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar), que diminuiu de 56,9% para 56,7% entre novembro e dezembro (Gráfico 4).

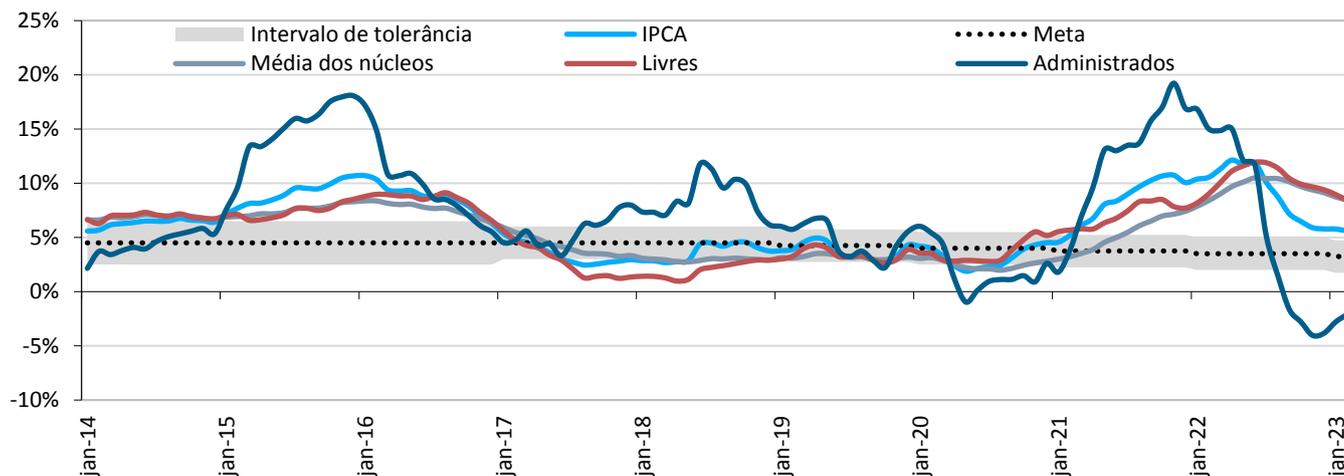
O mercado de trabalho deve seguir em desaceleração nos próximos meses, acompanhando a trajetória esperada para a atividade econômica. Projeta-se que a taxa média de desemprego avance de 9,3% em 2022 para 9,5% e 9,6% em 2023 e 2024, sob a hipótese de recuperação gradual da taxa de participação.

### 1.3 Inflação e política monetária

**IPCA e média dos núcleos aceleraram em fevereiro.** A inflação ao consumidor em fevereiro, medida pelo IPCA, atingiu 0,84%, acima da taxa registrada no mês anterior (0,53%), e influenciada pelos reajustes de mensalidades de cursos regulares (o impacto do grupo Educação no índice cheio foi de 0,35p.p.). A variação acumulada em doze meses passou de 5,8% para 5,6%, permanecendo acima do limite superior do intervalo de tolerância de 1,5p.p. em torno da meta de inflação (3,25%) estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para 2023.

A média dos núcleos<sup>3</sup> de inflação acompanhados pelo Banco Central acelerou de 0,52% em janeiro para 0,73% em fevereiro, diminuindo gradualmente na comparação em doze meses (de 8,7% para 8,4%).

**GRÁFICO 5. IPCA (% 12 MESES)**



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração:IFI.

**Inflação de serviços mostrou resiliência.** Entre janeiro e fevereiro, a variação do conjunto de preços administrados (ou monitorados), que respondem por aproximadamente 25% do IPCA total, passou de 0,72% para 0,84% (Tabela 3), com destaque para a alta de energia elétrica residencial (1,37%). Apesar do alívio verificado na alimentação no domicílio (de 0,60% para 0,04%), os preços livres também aceleraram frente a janeiro (0,84% ante 0,47%), com maiores pressões de bens industriais (de 0,20% para 0,54%) e serviços (de 0,60% para 1,41%), principalmente.

<sup>3</sup> A inflação subjacente ou núcleo de inflação é uma medida que busca retirar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade, evidenciando a tendência dos preços.

**TABELA 3. IPCA: VARIAÇÃO NO MÊS E EM 12 MESES**

Inflação ao consumidor	No mês			12 meses		
	Dez-21	Jan-22	Fev-22	Dez-21	Jan-22	Fev-22
<b>IPCA</b>	<b>0,62%</b>	<b>0,53%</b>	<b>0,84%</b>	<b>5,78%</b>	<b>5,77%</b>	<b>5,60%</b>
<b>Preços administrados</b>	<b>0,27%</b>	<b>0,72%</b>	<b>0,84%</b>	<b>-3,83%</b>	<b>-2,79%</b>	<b>-2,10%</b>
<b>Preços livres</b>	<b>0,74%</b>	<b>0,47%</b>	<b>0,84%</b>	<b>9,39%</b>	<b>8,96%</b>	<b>8,42%</b>
Alimentação no domicílio	0,71%	0,60%	0,04%	13,21%	12,28%	10,50%
Serviços	0,44%	0,60%	1,41%	7,57%	7,80%	7,85%
Industrializados	1,19%	0,20%	0,54%	9,59%	8,49%	7,88%
<b>Média dos núcleos</b>	<b>0,66%</b>	<b>0,52%</b>	<b>0,73%</b>	<b>9,12%</b>	<b>8,73%</b>	<b>8,45%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

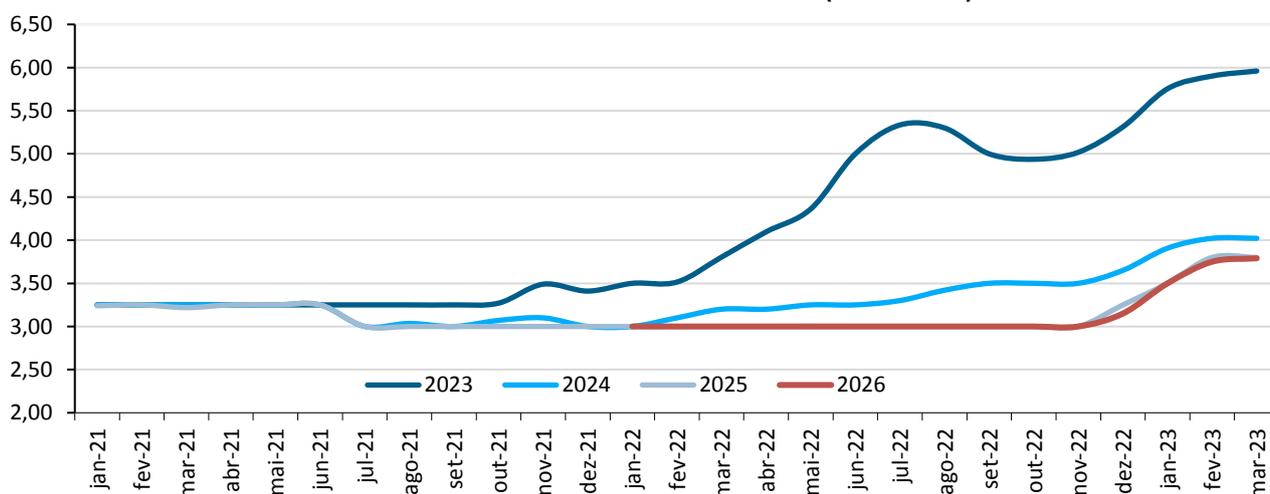
**IPCA deve capturar o impacto da reoneração dos tributos federais sobre combustíveis ocorrida em março.** A Medida Provisória (MP) 1.163/23 elevou as alíquotas do PIS/Cofins (zeradas até o dia 28 de fevereiro) para R\$ 0,47/L de gasolina e R\$ 0,02/L de etanol. Apesar da volta da tributação, as novas alíquotas são inferiores às que vigoravam antes da desoneração promovida em meados do ano passado (R\$ 0,69/L de gasolina e R\$ 0,24/L de etanol).

Simultaneamente à decisão do governo sobre os tributos federais, a Petrobras reduziu os preços da gasolina cobrados nas refinarias em R\$ 0,13/L, de modo que o efeito líquido para a gasolina foi um aumento de R\$ 0,34/L (R\$ 0,47/L – R\$ 0,13/L). Como nosso cenário anterior contemplava a volta integral das alíquotas, o impacto sobre o IPCA de 2023 foi atualizado para -0,15p.p. neste RAF, já considerado o corte promovido pela Petrobras.

**Projeção para o IPCA de 2023 permanece em 5,6%.** Apesar do viés baixista gerado pelo aumento parcial (e não total) das alíquotas incidentes sobre combustíveis, a projeção para o ano foi mantida em 5,6% diante de maiores pressões no curto prazo, evidentes na composição desfavorável do IPCA de fevereiro: aceleração da inflação subjacente e de serviços. Para 2024, espera-se que o IPCA recue para 3,9%, sob as hipóteses (i) de arrefecimento nos preços internacionais de commodities e (ii) de abertura do hiato do produto.

**Expectativas de inflação seguem distantes da meta.** No Boletim Focus, a mediana das expectativas para o IPCA (Gráfico 6) encontra-se em 5,96% para 2023, em 4,02% para 2024, e próxima de 4,0% no médio prazo (2025, 2026 e 2027). A desancoragem das projeções em relação à meta, explicada em parte pela presença do risco fiscal, limita o espaço existente para a redução da taxa básica de juros (atualmente em 13,75% ao ano).

**GRÁFICO 6. EXPECTATIVA FOCUS - IPCA (% 12 MESES)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O quadro de desaceleração do nível de atividade e de piora das condições no mercado de crédito (detalhadas na próxima subseção), em um cenário mais claro sobre o novo arcabouço fiscal e as metas futuras para a inflação, poderia levar o Banco Central a antecipar o ciclo de redução da taxa de juros. Apesar disso, a mediana para a taxa Selic no Boletim Focus permanece em 12,75% em 2023, com cortes de 0,50p.p. esperados para as duas últimas reuniões do ano (novembro e dezembro). Para 2024, a mediana também segue inalterada em 10,00%. Em face das sinalizações do Banco Central até o momento, demonstrando preocupações com a incerteza da conjuntura fiscal e o aumento das expectativas de inflação, a projeção da IFI para a taxa Selic no cenário base (13,00% e 10,00% no encerramento de 2023 e 2024, respectivamente) encontra-se próxima da previsão do mercado.

A Tabela 4 resume as projeções da IFI para as principais variáveis econômicas em 2022, 2023 e 2024.

**TABELA 4. PROJEÇÕES – VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS**

Projeções – variáveis macroeconômicas	2021	2022	2023	2024
PIB nominal (R\$ bilhões)	8.899	9.915	10.512	11.199
PIB nominal (% variação média anual)	16,9	11,4	6,0	6,5
PIB real (% variação média anual)	5,0	2,9	0,9	1,4
Deflator do PIB (% variação média anual)	11,4	8,3	5,1	5,0
IPCA (% variação média anual)	8,3	9,3	4,9	4,6
IPCA (% variação ano contra ano em dezembro)	10,1	5,8	5,6	3,9
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	13,2	9,3	9,5	9,6
Taxa de câmbio (R\$/US\$ final de período)	5,58	5,22	5,25	5,32
Selic (% - final de período)	9,25	13,75	13,00	10,00

Fonte: IBGE e Banco Central. Projeções: IFI.

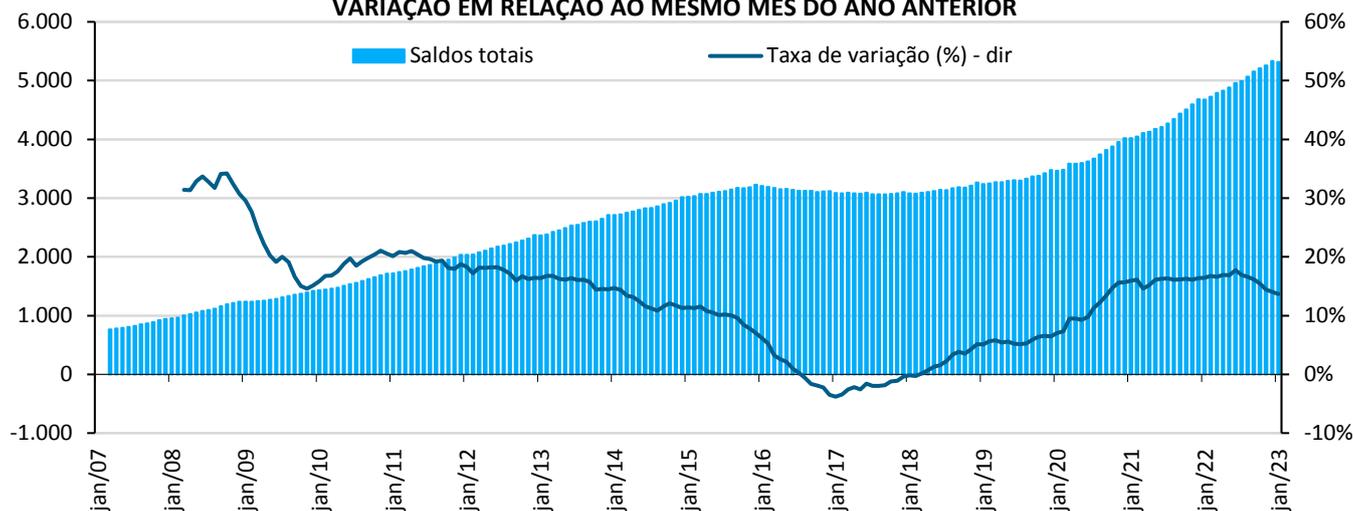
### 1.4 Evolução recente do mercado de crédito

Esta subseção apresenta os números mais recentes do mercado de crédito na economia brasileira, cujo balanço, em linhas gerais, não é favorável. Ainda que o estoque de crédito esteja registrando expansão, em termos reais, na comparação com o ano anterior, esse crescimento está concentrado em linhas de pior qualidade do ponto de vista de garantias oferecidas. O contexto atual de juros elevados, inclusive com elevação dos *spreads* bancários nas operações de financiamento, favorece a elevação da inadimplência das carteiras, sobretudo nas linhas voltadas a pessoas físicas. Eventos como a recuperação judicial de empresa de grande porte no Brasil e a falência recente de dois bancos nos Estados Unidos trazem riscos adicionais à oferta de crédito ao ampliarem a percepção de risco dos bancos.

**Estoque de crédito registrou elevação de 13,6% em janeiro na comparação anual.** De acordo com o Banco Central, o estoque de crédito da economia, incluindo operações com recursos livres e direcionados<sup>4</sup>, atingiu R\$ 5.317,4 bilhões em janeiro, montante 0,3% inferior ao apurado em dezembro de 2022 e 13,6% superior a janeiro de 2022, ambas as variações em termos nominais (Gráfico 7).

<sup>4</sup> Nas linhas de empréstimos com recursos livres, as taxas de juros das operações são pactuadas livremente entre as instituições financeiras e os tomadores dos recursos. Nas linhas com recursos direcionados, por sua vez, ocorre algum tipo de destinação específica para os financiamentos, tendo como fonte de recursos parte das captações de depósitos à vista e de caderneta de poupança, assim como fundos e programas públicos. As taxas de juros não são, portanto, livremente pactuadas entre bancos e tomadores, sofrendo alguma regra de direcionamento.

**GRÁFICO 7. SALDOS DE CRÉDITO (R\$ BILHÕES) NA CARTEIRA DOS BANCOS E TAXAS DE VARIÇÃO EM RELAÇÃO AO MESMO MÊS DO ANO ANTERIOR**



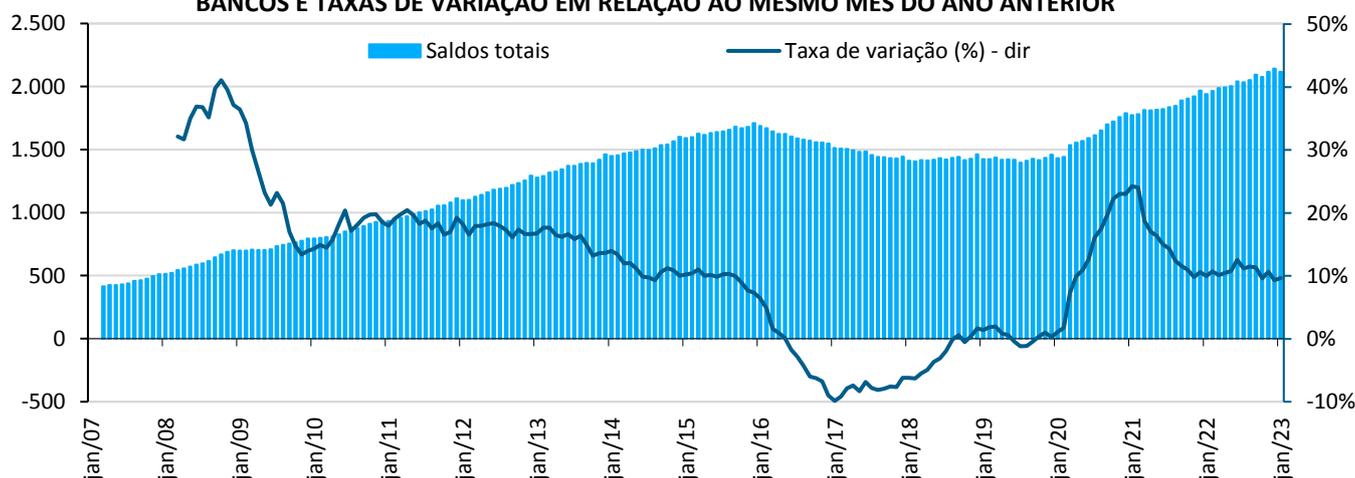
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Pandemia explica o crescimento do crédito em 2020.** O primeiro fato que chama a atenção é a aceleração do estoque de crédito a partir de 2020. Isso ocorreu tanto no crédito destinado às empresas, quanto nos empréstimos voltados às famílias. A principal explicação para esse fenômeno foi a necessidade dos agentes de mitigar os efeitos econômicos oriundos da pandemia da covid-19.

No período mais recente, destaca-se a perda de ímpeto na expansão do crédito no segundo semestre de 2022, especialmente no quarto trimestre do ano, em linha com a desaceleração observada na atividade econômica no período.

**Saldos de crédito destinados a pessoas jurídicas subiram 9,2% em janeiro.** Analisando-se a composição do estoque, segregando-se as carteiras por empréstimos realizados a pessoas físicas e jurídicas, os saldos voltados às empresas totalizaram R\$ 2.117,3 bilhões em janeiro, aumento de 9,2%, em termos nominais, na comparação com igual mês de 2022 (Gráfico 8). Desse montante, R\$ 736,5 bilhões corresponderam a financiamentos com recursos direcionados e R\$ 1.357,6 bilhões representaram saldos de empréstimos realizados com recursos livres.

**GRÁFICO 8. SALDOS DE CRÉDITO (R\$ BILHÕES) DE PESSOAS JURÍDICAS NA CARTEIRA DOS BANCOS E TAXAS DE VARIÇÃO EM RELAÇÃO AO MESMO MÊS DO ANO ANTERIOR**



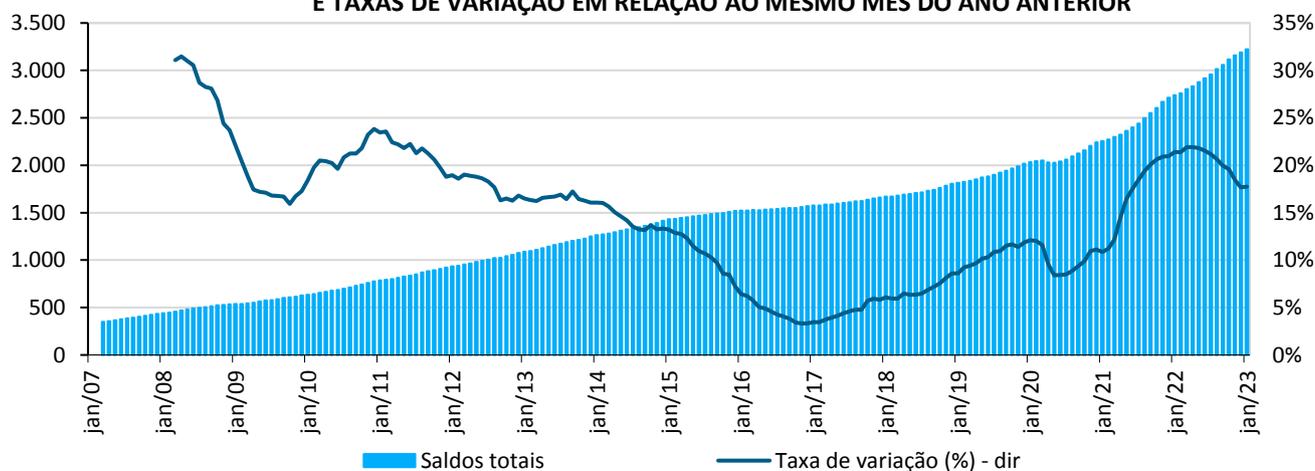
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O crescimento dos saldos de crédito voltados para as empresas verificado a partir de março de 2020 guarda relação com as linhas criadas à época para dar suporte às operações das empresas na fase mais aguda da pandemia. Entre as linhas criadas, a principal foi o Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe), disciplinada pela Lei nº 13.999, de 19 de maio de 2020. O programa foi tornado permanente pela Lei nº 14.161, de 2 de junho de 2021.

**Crescimento do crédito à pessoa jurídica ocorre em linhas de boa qualidade, mas também em linhas mais arriscadas.** Análise mais detida sobre o comportamento dos empréstimos bancários destinados às empresas revela expansão do estoque, em 2022, mais concentrada em algumas linhas com perfil de menor risco de tomador (melhores garantias oferecidas nas operações). Por exemplo, em desconto de duplicatas, aquisição de veículos e aquisição de outros bens, além de crédito rural e financiamento imobiliário. Por outro lado, também registram elevada expansão os saldos de crédito de algumas linhas de perfil mais arriscado de tomador, como conta garantida (espécie de linha de capital de giro de curto prazo pré-aprovada) e cartão de crédito. O Gráfico 8 evidencia a desaceleração nos saldos a partir do segundo semestre de 2022, conforme explicado anteriormente.

O Gráfico 9 mostra a evolução do estoque de crédito das carteiras de pessoas físicas do sistema financeiro, assim como as taxas de variação em relação ao mesmo mês do ano anterior em termos nominais. O comportamento dos valores é semelhante ao verificado nos empréstimos às pessoas jurídicas: forte expansão a partir de 2020 e desaceleração no segundo semestre de 2022.

**GRÁFICO 9. SALDOS DE CRÉDITO (R\$ BILHÕES) DE PESSOAS FÍSICAS NA CARTEIRA DOS BANCOS E TAXAS DE VARIAÇÃO EM RELAÇÃO AO MESMO MÊS DO ANO ANTERIOR**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Estoque de crédito destinado a pessoas físicas cresceu 17,7% em janeiro na comparação com igual mês de 2022.** Em janeiro, o saldo de crédito voltado às pessoas físicas foi de R\$ 3.223,3 bilhões, aumento nominal de 17,7% ante janeiro de 2022. Desse montante, R\$ 1.426,6 bilhões (+18,0% ante janeiro de 2022) constituíram o estoque de recursos direcionados e R\$ 1.796,7 bilhões (+17,6% ante janeiro de 2022), o estoque de recursos livres.

**Cheque especial e cartão de crédito são linhas que apresentam taxas de variação elevadas no crédito à pessoa física.** O crédito rural é a linha que tem impulsionado o aumento do saldo de empréstimos direcionados às pessoas físicas. Nos empréstimos com recursos livres, por sua vez, as linhas que apresentam maior vigor de crescimento são aquelas associadas a tomadores com pior perfil de risco, como cartão de crédito e cheque especial. Também apresenta elevado ritmo de expansão do estoque o crédito pessoal não consignado vinculado à renegociação de dívidas. As modalidades com boas garantias associadas, como o consignado, o financiamento de veículos e o crédito imobiliário, crescem abaixo da média.

**Deterioração nas condições do mercado de trabalho durante a pandemia pode explicar o aumento do crédito em linhas de pior qualidade.** Uma explicação para o fenômeno descrito acima é a deterioração das condições do mercado de trabalho a partir do início da pandemia. A taxa de desemprego subiu, especialmente em segmentos da população economicamente ativa de menor qualificação, a qual, em geral, encontra ocupação nos setores de serviços de baixa produtividade. Ao mesmo tempo, com a pandemia, o comportamento dos bancos passou a ser mais restritivo na concessão de financiamentos, o que costuma ocorrer em situações de enfraquecimento da atividade. Isso sem contar o próprio advento da pandemia em si, fenômeno inédito.

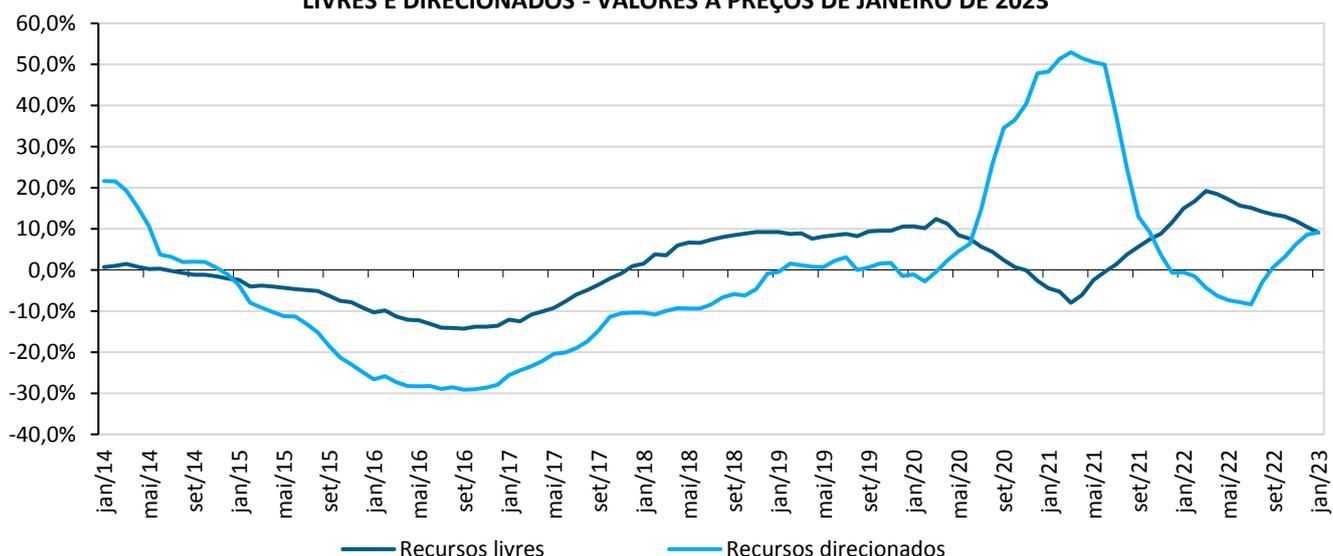
O desemprego voltou a cair ao longo de 2022, conforme se consolidava a abertura da economia e a normalização das atividades do setor de serviços. Ao mesmo tempo, teve continuidade o aperto monetário iniciado pelo Banco Central em março de 2021, o que reforçou o comportamento mais conservador das instituições financeiras na liberação de crédito.

Assim, as maiores dificuldades dos tomadores para obter empréstimos de linhas associadas a melhores garantias podem tê-los obrigado a recorrer a linhas mais arriscadas, como o cheque especial e o cartão de crédito, que configuram empréstimos sem uma análise prévia de risco do tomador. Por essa razão, essas modalidades possuem maiores taxas de juros associadas.

**Recuperação do mercado de trabalho em 2022 pode explicar aumento do estoque de crédito de linhas voltadas à renegociação de dívidas.** As altas taxas de expansão registradas na linha de crédito vinculado à renegociação de dívidas indicam essa maior dificuldade encontrada pelos tomadores pessoa física a partir do início da pandemia, assim como refletem a melhora nas condições do mercado de trabalho a partir de 2022, após a abertura da economia e a retomada mais forte do setor de serviços. Ao longo do ano passado, houve crescimento significativo do emprego (formal e informal), o que cria um ambiente mais favorável para a renegociação de dívidas pelos tomadores.

O Gráfico 10 apresenta a taxa de variação em 12 meses das concessões de crédito do sistema financeiro, segmentadas entre recursos livres e direcionados. A IFI isolou a influência da inflação sobre as séries. Fica nítida a perda de fôlego do crescimento das concessões com recursos livres a partir de maio de 2022. Na segunda metade do ano, por sua vez, o segmento que influenciou o aumento nas concessões com recursos direcionados foi o crédito rural, tanto nas carteiras de pessoas físicas, quanto nas de pessoas jurídicas.

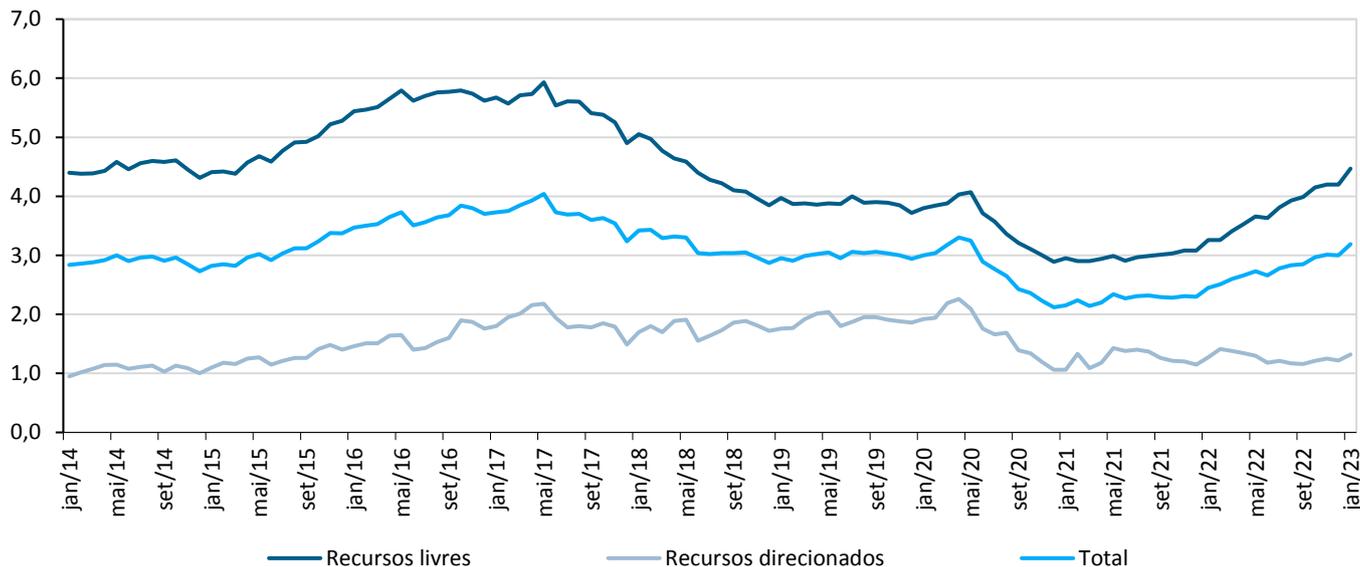
**GRÁFICO 10. TAXA DE VARIAÇÃO EM 12 MESES DAS CONCESSÕES DE CRÉDITO - RECURSOS LIVRES E DIRECIONADOS - VALORES A PREÇOS DE JANEIRO DE 2023**



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

**Inadimplência teve aumento relevante em 2022, impulsionado por linhas voltadas a pessoas físicas.** A inadimplência das carteiras de crédito, medida como a parcela dos saldos em atraso superior a 90 dias, apresentou crescimento significativo ao longo de 2022, impulsionado pelo comportamento das carteiras de pessoas físicas. Em janeiro de 2023, a inadimplência das operações de crédito do sistema financeiro subiu 0,74 p.p. ante janeiro de 2022, para 3,19% do estoque. No crédito livre, o aumento foi de 1,21 p.p., enquanto no direcionado a alta foi de apenas 0,05 p.p. (Gráfico 11).

**GRÁFICO 11. INADIMPLÊNCIA NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO - % DO ESTOQUE**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

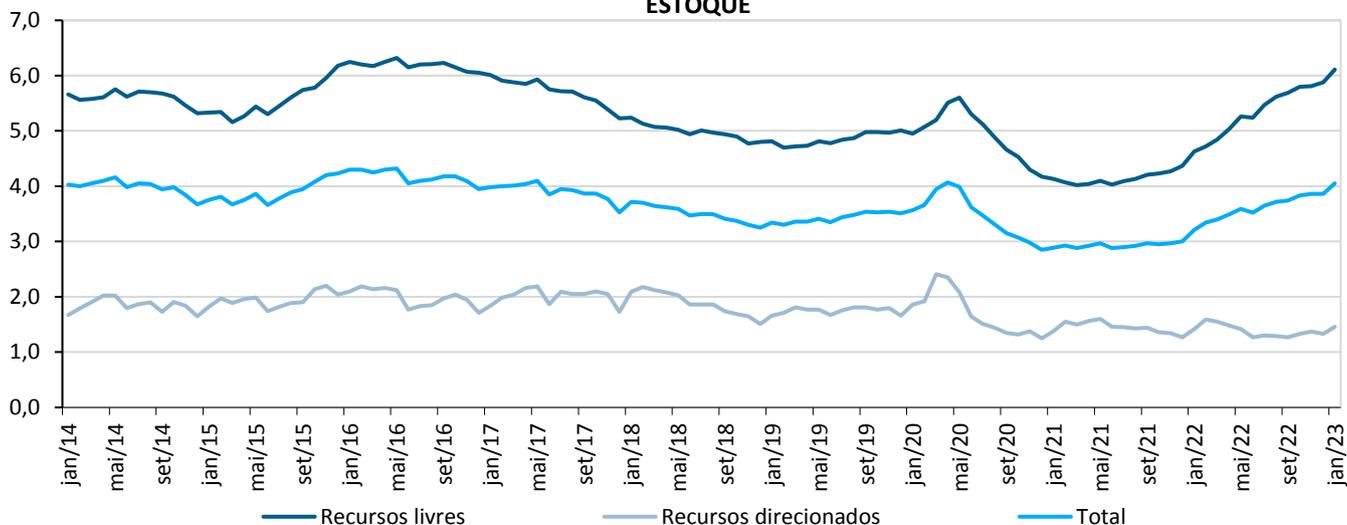
Nas linhas de crédito voltadas a pessoas físicas, a inadimplência alcançou 4,05% em janeiro, alta de 0,84 p.p. em relação ao mesmo mês de 2022. Nessa base de comparação, a inadimplência no crédito livre teve aumento de 1,48 p.p., enquanto no crédito direcionado, o indicador permaneceu praticamente estável (0,04 p.p.). A trajetória de elevação da inadimplência nos empréstimos de pessoas físicas deverá continuar nos próximos meses. Vale mencionar, ainda, que o nível alcançado em janeiro de 2023 é similar àquele verificado no segundo trimestre de 2016, auge da crise econômica do biênio 2015-2016 (Gráfico 12).

Ainda em relação ao período 2015-2016, apesar de a inadimplência média nas operações realizadas com pessoas físicas ter subido cerca de 1,5 p.p. naqueles meses, o aumento foi relativamente modesto frente à deterioração observada nas condições do mercado de trabalho no período. Parte da explicação pode ser atribuída a um esforço realizado pelos bancos em concentrar os contratos de financiamento em linhas com melhor perfil de risco do tomador, além de oferecer condições melhores para a migração dos indivíduos de linhas mais arriscadas para outras com melhores garantias associadas.

**Piora nas condições dos financiamentos pode ter explicado crescimento da inadimplência no ano passado.** Em 2022, o crescimento da inadimplência nas carteiras de pessoas físicas ocorreu de forma mais rápida quando comparado com o período 2015-2016, a despeito da melhora observada nas condições do mercado de trabalho no período, o que reforça a hipótese de influência da deterioração nas condições dos financiamentos, especialmente nas taxas de juros dos empréstimos, sobre a piora da inadimplência. Vale dizer que as linhas de crédito de perfil mais arriscado possuem maiores taxas de juros e de inadimplência associadas, comparativamente às linhas de melhor perfil de risco (boas garantias envolvidas, como crédito para veículos, consignado e imobiliário).

Em outras palavras, o aumento da inadimplência das carteiras de empréstimos de pessoas físicas, especialmente no crédito livre, possui estreita relação com o crescimento das concessões e do estoque nas linhas com piores garantias que, em geral, são liberadas sem uma análise de perfil de tomador, como o cartão de crédito e o cheque especial.

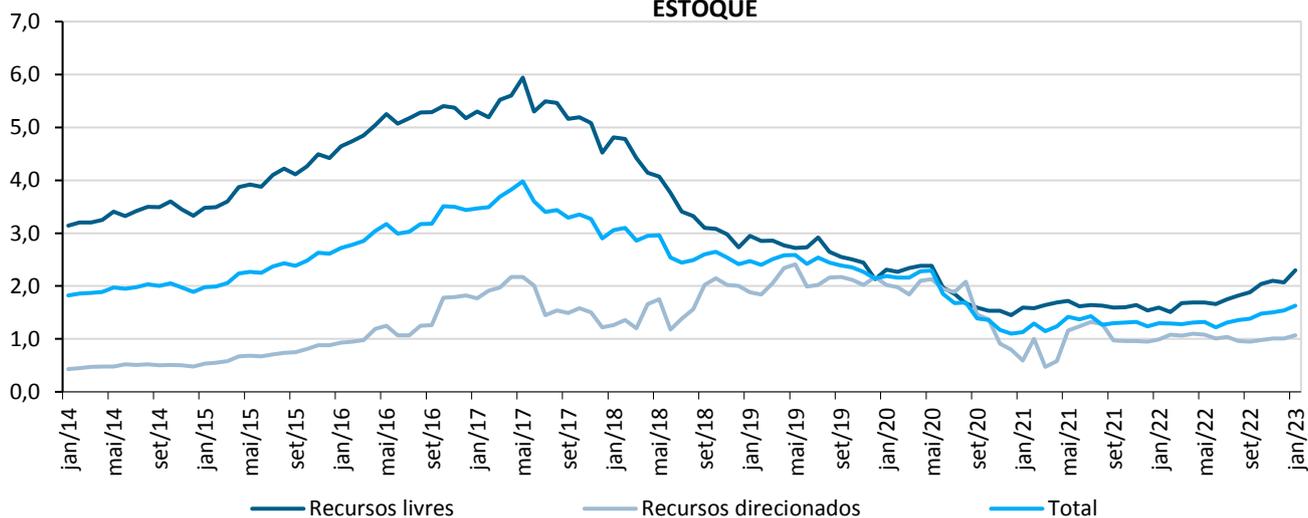
**GRÁFICO 12. INADIMPLÊNCIA NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DE PESSOAS FÍSICAS - % DO ESTOQUE**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Aumento da inadimplência no crédito de pessoa jurídica foi menor comparativamente ao do crédito voltado às famílias.** Nas linhas de empréstimos destinadas às empresas, por sua vez, a inadimplência subiu em menor intensidade: 0,33 p.p. em janeiro de 2023 comparativamente ao mesmo mês de 2022, alcançando 1,63%. No crédito livre, a inadimplência das empresas cresceu 0,71 p.p., para 2,30%, enquanto no crédito direcionado, os atrasos atingiram 1,07%, alta de 0,08 p.p. nessa base de comparação. O Gráfico 13 apresenta essa evolução.

**GRÁFICO 13. INADIMPLÊNCIA NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DE PESSOAS JURÍDICAS - % DO ESTOQUE**



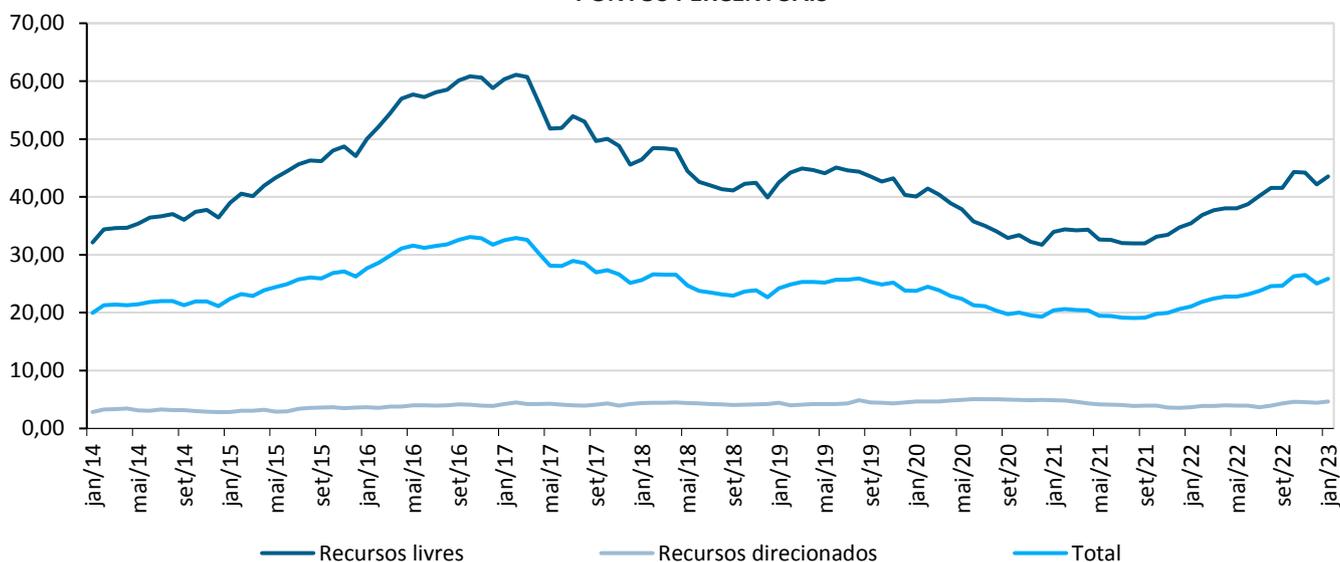
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Juros cobrados nas operações de financiamentos subiram em razão do aumento da Selic.** Outra variável importante a ser analisada na dinâmica recente do mercado de crédito no Brasil são as taxas de juros cobradas nos financiamentos. Em linhas gerais, as taxas subiram acompanhando o ciclo de aperto na Selic, iniciado pelo Banco Central em março de 2021. Como era de se esperar, o aumento nas taxas associadas ao crédito direcionado subiram menos do que as taxas de juros cobradas nos financiamentos com recursos livres.

**Aumentos nas taxas de juros dos financiamentos refletem incremento nos *spreads* bancários.** O *spread* é medido como a diferença entre as taxas finais dos financiamentos e o custo de captação dos bancos. Este reflete, basicamente, o comportamento da taxa básica de juros da economia. Assim, em boa medida, os aumentos verificados nos juros finais dos financiamentos refletem o comportamento observado nos *spreads* bancários. Os *spreads* podem também ser entendidos como uma margem cobrada pelos bancos sobre o custo de captação, e compreendem fatores como o risco das operações, os tributos envolvidos na intermediação dos recursos, a concorrência e o lucro.

**Na pessoa física, *spread* bancário subiu 4,79 p.p. em janeiro de 2023 na comparação com igual mês do ano passado.** O Gráfico 14 contém a evolução do *spread* nas carteiras de empréstimos de pessoas físicas dos bancos. Em janeiro de 2023, de acordo com o Banco Central, o *spread* médio foi de 25,83 p.p., ou seja, 4,79 p.p. acima do apurado no mesmo mês de 2022. Nas linhas com recursos livres, o *spread* médio de 43,54 p.p. configurou incremento de 8,12 p.p. sobre janeiro de 2022. Por sua vez, o *spread* nas linhas com recursos direcionados foi de 4,66 p.p. em janeiro, 1,00 p.p. acima do verificado um ano antes.

**GRÁFICO 14. SPREADS MÉDIOS COBRADOS NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DE PESSOAS FÍSICAS - PONTOS PERCENTUAIS**



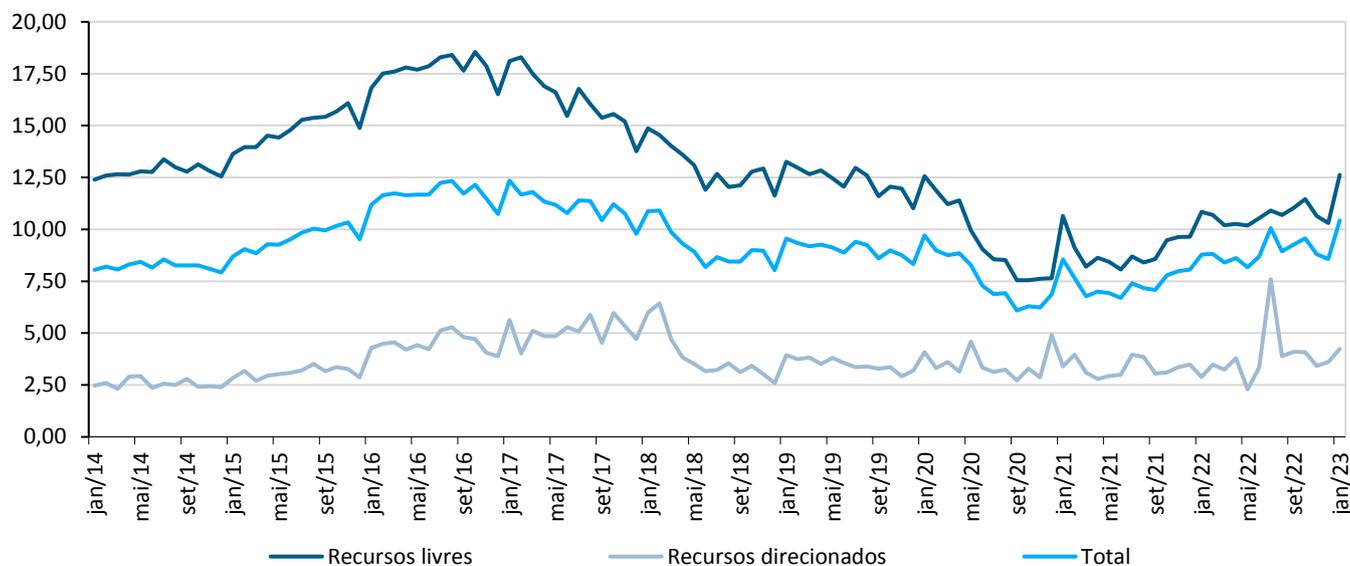
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Crescimento do crédito em linhas de perfil de tomador mais arriscado explica o incremento observado nos *spreads* nas linhas de pessoa física.** Assim como o movimento observado na inadimplência, o crescimento dos *spreads* está associado não apenas ao aumento dos juros básicos da economia, como também dos riscos associados às operações. As linhas de empréstimos de perfil mais arriscado (no caso do crédito à pessoa física, cheque especial e cartão de crédito) foram as que mais cresceram no último ano. Nesse tipo de linha, os *spreads* são mais elevados do que em linhas que envolvem o oferecimento de garantias pelos tomadores aos bancos.

**Aumento do *spread* nas linhas voltadas às empresas foi relativamente menor.** Nas carteiras de empréstimos de pessoas jurídicas, o *spread* médio foi de 10,43 p.p. em janeiro, incremento de 1,64 p.p. sobre o mesmo mês do ano

passado. No crédito livre, o *spread* de 12,63 p.p. configurou alta de 1,79 p.p. em relação a janeiro de 2022. No crédito direcionado, houve alta de 1,36 p.p., levando o *spread* a 4,24 p.p. (Gráfico 15).

**GRÁFICO 15. SPREADS MÉDIOS COBRADOS NAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO DE PESSOAS JURÍDICAS - PONTOS PERCENTUAIS**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Comprometimento de renda das famílias teve aumento relevante a partir de janeiro de 2021.** Por fim, o comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida apresentou piora significativa desde o início de 2021. Essa variável, construída pelo Banco Central e cuja metodologia foi detalhada em edições passadas do Relatório Trimestral de Inflação<sup>5</sup>, tem por objetivo medir a parcela da renda das famílias comprometida com o pagamento de prestações de empréstimos bancários. Trata-se de uma variável importante para aferir o espaço para expansão do crédito na economia.

O comprometimento é influenciado pelo nível da massa salarial ampliada da economia e pelas condições dos financiamentos, como as taxas médias de juros cobradas e os prazos das operações. O Banco Central separa o comprometimento de renda com o serviço da dívida em dois componentes: (i) comprometimento de renda com a amortização da dívida, e (ii) comprometimento com o pagamento de juros bancários.

Em novembro de 2022, último mês com informação disponível, o comprometimento de renda das famílias brasileiras foi calculado em 27,73% pelo Banco Central, o qual pode ser decomposto em 18,29% com o pagamento de amortizações e 9,44% com o pagamento de juros dos empréstimos. Em novembro de 2021, o comprometimento total apurado foi de 26,11%, sendo 17,94% decorrentes de amortizações e 8,17% em razão de juros (Gráfico 16).

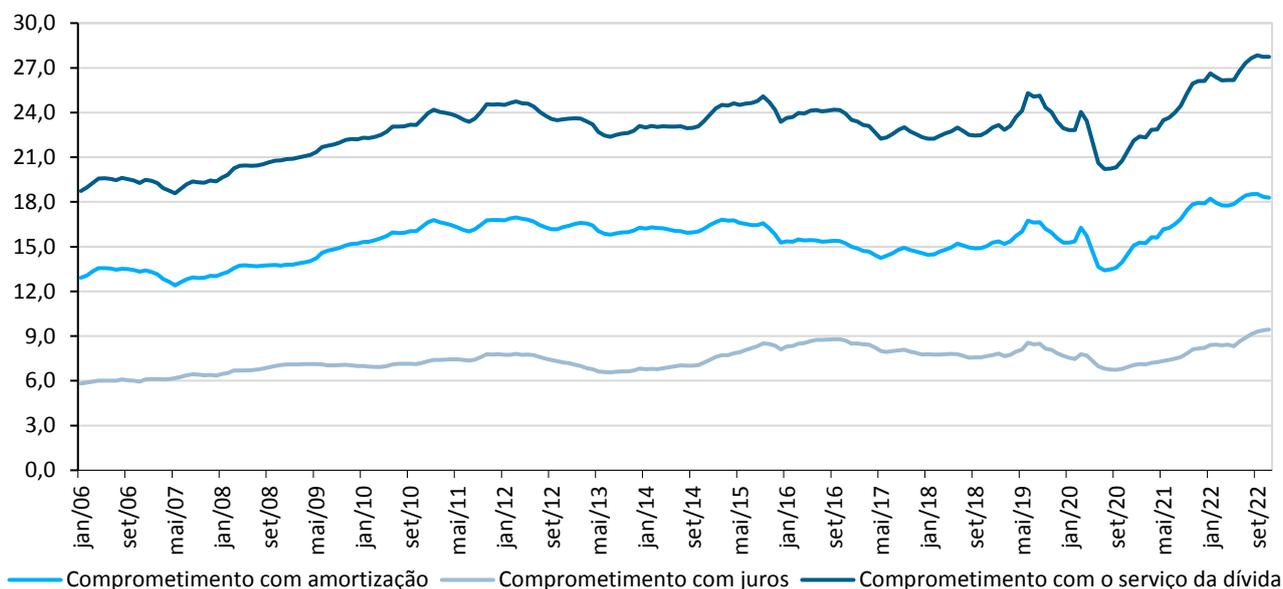
**Comprometimento com o pagamento de juros exerceu o maior impacto para o incremento no comprometimento com o serviço da dívida.** Na comparação de novembro de 2022 com o mesmo mês de 2021, as variações registradas no comprometimento de renda das famílias foram as seguintes: +1,62 p.p. no comprometimento com o serviço da dívida, +1,27 p.p. no comprometimento com juros, e +0,35 p.p. no comprometimento com amortização. Ou seja, o aumento dos *spreads* bancários (e, conseqüentemente, das taxas finais cobradas dos tomadores) teve um peso relativamente maior no comprometimento de renda das famílias no último ano.

<sup>5</sup> Para maiores explicações, acessar, por exemplo: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/09/ri200809b2p.pdf>.

**Elevado comprometimento de renda das famílias constitui importante fator limitador do crescimento do crédito no curto prazo.** O nível mais recente do comprometimento de renda das famílias com o serviço das dívidas, no maior valor da série histórica, representa importante fator limitador da expansão do crédito nos próximos meses, principalmente nas linhas de melhor qualidade (perfil de menor risco). Essa percepção pode se agravar em caso de deterioração nas condições do mercado de trabalho, com eventual aumento do desemprego em razão do esfriamento da atividade econômica.

Como discutido anteriormente, o crescimento do estoque de crédito e das concessões para pessoas físicas está concentrado em linhas de perfil de tomador mais arriscado. A reversão desse movimento, com maior crescimento do crédito nas linhas de melhor qualidade de garantias, só deverá ocorrer quando os juros básicos da economia voltarem a cair, favorecendo a redução da inadimplência. Isso abriria espaço para a diminuição do comprometimento de renda das famílias e, conseqüentemente, para uma expansão do crédito em bases mais sólidas.

**GRÁFICO 16. COMPROMETIMENTO DE RENDA DAS FAMÍLIAS COM SERVIÇO DA DÍVIDA - %**



Fonte: Banco Central

## 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	Variação	Projeção fev/23	Projeção mar/23	Variação
<b>1. Receita primária total</b>	<b>2.315,4</b>	<b>2.315,4</b>	<b>0,0</b>	<b>2.484,6</b>	<b>2.484,6</b>	<b>0,0</b>
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
<b>2. Transferências por repartição de receita</b>	<b>452,9</b>	<b>452,9</b>	<b>0,0</b>	<b>471,1</b>	<b>471,1</b>	<b>0,0</b>
<b>3. Receita primária líquida [1-2]</b>	<b>1.862,5</b>	<b>1.862,5</b>	<b>0,0</b>	<b>2.013,6</b>	<b>2.013,6</b>	<b>0,0</b>

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 2023<sup>6</sup>, 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 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.

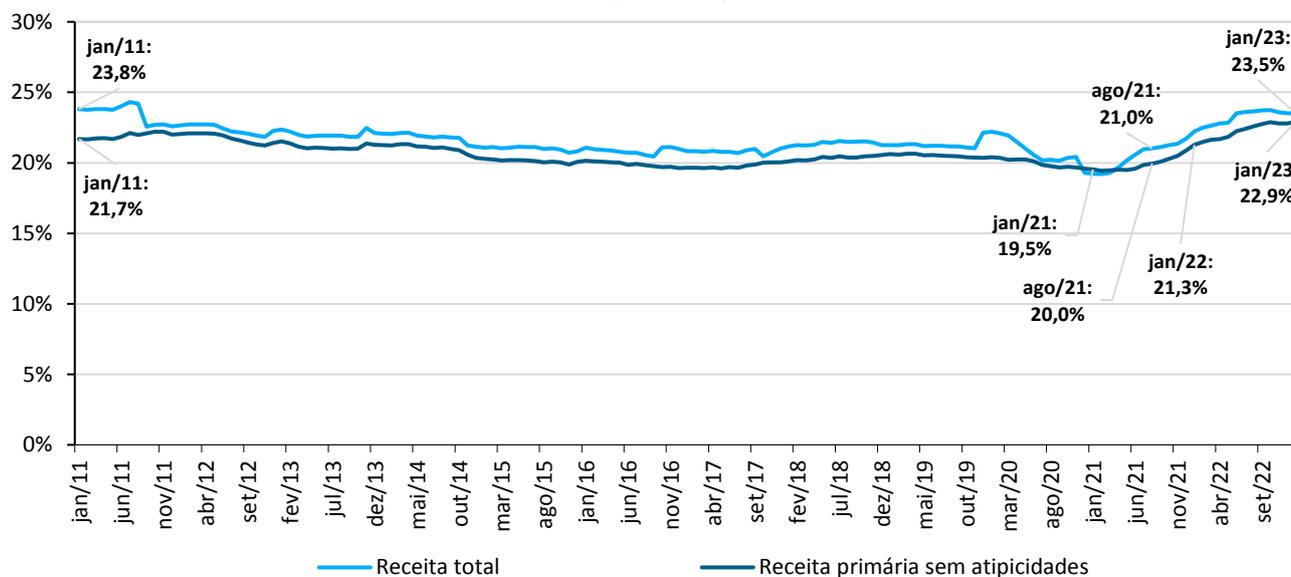
A partir das informações divulgadas pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) no Boletim Resultado do Tesouro Nacional (RTN), atualizadas até janeiro, a IFI atualizou a série da receita primária recorrente do governo central. Em 12 meses até janeiro, a receita primária somou R\$ 2.333,7 bilhões (23,5% 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.

<sup>6</sup> 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>.

**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 6<sup>7</sup>.

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



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

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
<b>1. Receita primária total</b>	<b>2.333,7</b>	<b>2.275,6</b>	<b>58,1</b>
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
<b>2. Transferências por repartição de receita</b>	<b>460,7</b>	<b>441,6</b>	<b>19,1</b>
<b>3. Receita primária líquida [1-2]</b>	<b>1.873,0</b>	<b>1.834,0</b>	<b>39,0</b>

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e IFI.

<sup>7</sup> 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](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/594656/EE17_Resultado_Estrutural.pdf).

## 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 2023<sup>8</sup>, 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 benefício<sup>9</sup>. A Tabela 7 compara o cenário da IFI para 2023, com as projeções do RAF de fevereiro e as apresentadas neste mês.

**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
<b>Despesa Primária</b>	<b>1.980,8</b>	<b>18,8</b>	<b>1.987,5</b>	<b>18,91</b>	<b>6,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Obrigatórias</b>	<b>1.814,5</b>	<b>17,2</b>	<b>1.821,3</b>	<b>17,33</b>	<b>6,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>
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
<b>Discricionárias do Executivo</b>	<b>166,3</b>	<b>1,6</b>	<b>166,2</b>	<b>1,58</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>

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 (dezessete) 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.

<sup>8</sup> Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2023-2026/2023/mpv/mpv1164.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/mpv/mpv1164.htm).

<sup>9</sup> 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>.

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 fiscal<sup>10</sup> 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.

**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
<b>Despesa Primária</b>	<b>1.802,0</b>	<b>18,2</b>	<b>1.987,5</b>	<b>18,9</b>	<b>2.122,8</b>	<b>19,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>
<b>Obrigatórias</b>	<b>1.649,9</b>	<b>16,6</b>	<b>1.821,3</b>	<b>17,3</b>	<b>1.945,8</b>	<b>17,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>
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
<b>Discricionárias do Executivo</b>	<b>152,1</b>	<b>1,5</b>	<b>166,2</b>	<b>1,6</b>	<b>177,0</b>	<b>1,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

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 RGPS<sup>11</sup>, 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.

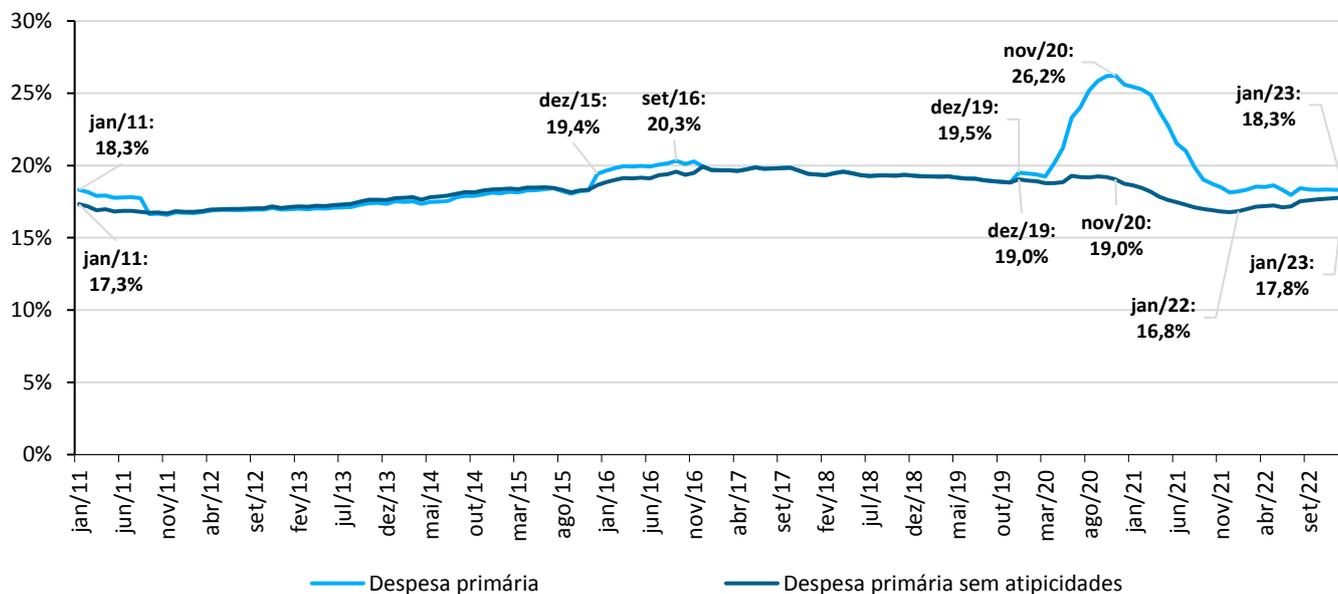
**Despesa primária recorrente da União cresceu 1,0 p.p. do PIB entre janeiro de 2022 e janeiro de 2023.** O Gráfico 18 apresenta a evolução em 12 meses das despesas primária total e recorrente, medidas em proporção do PIB e calculadas pela IFI de acordo com a metodologia apresentada no EE nº 17, de dezembro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

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> 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.

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.

**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
<b>Total</b>	<b>51,1</b>

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 deficit primário previsto neste ano e no próximo.** Entre fevereiro e março, a expectativa para o deficit 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 deficit 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*			
	Valor	% do PIB	Valor	% do PIB	Projeção fev/23		Projeção mar/23		Projeção fev/23		Projeção mar/23	
					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%
<b>Resultado primário</b>	<b>-35,1</b>	<b>-0,4%</b>	<b>54,1</b>	<b>0,5%</b>	<b>-118,3</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-125,0</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-97,5</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-109,3</b>	<b>-1,0%</b>

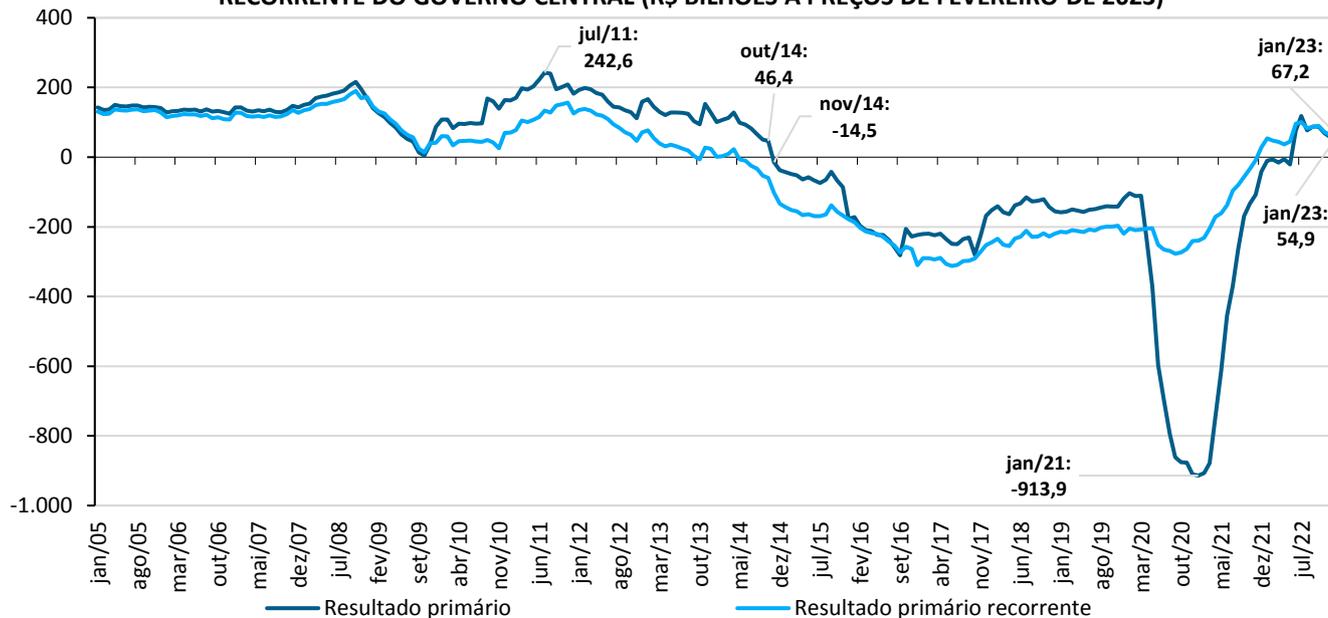
\* 2023 e 2024: projeções

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%
<b>DBGG (% do PIB)</b>	<b>72,9%</b>	<b>78,7%</b>	<b>78,6%</b>	<b>82,3%</b>	<b>81,6%</b>

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 2023<sup>12</sup>. 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							
73,1%		0,5%	1,5%	3,0%	4,0%	4,5%	4,8%	5,4%	5,9%
PIB real (% a.a.)	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)<sup>13</sup>, 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.

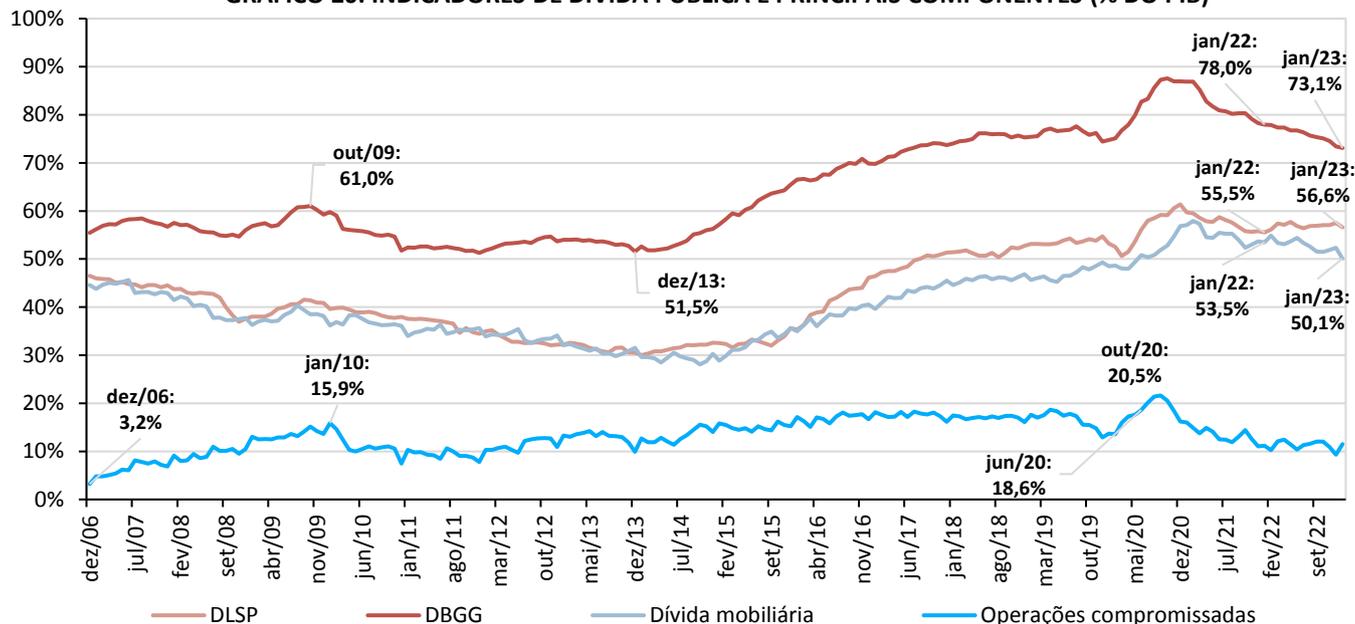
**Dívida Bruta do Governo Geral registrou nova queda em janeiro na comparação com dezembro.** De acordo com o Banco Central, a DBGG caiu 0,3 p.p. do PIB em janeiro, para 73,1% do PIB. Houve redução de 4,8 p.p. em relação a janeiro de 2022. Contribuíram para reduzir a DBGG, em janeiro, o PIB nominal (queda 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.

<sup>12</sup> 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.

<sup>13</sup> 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)**



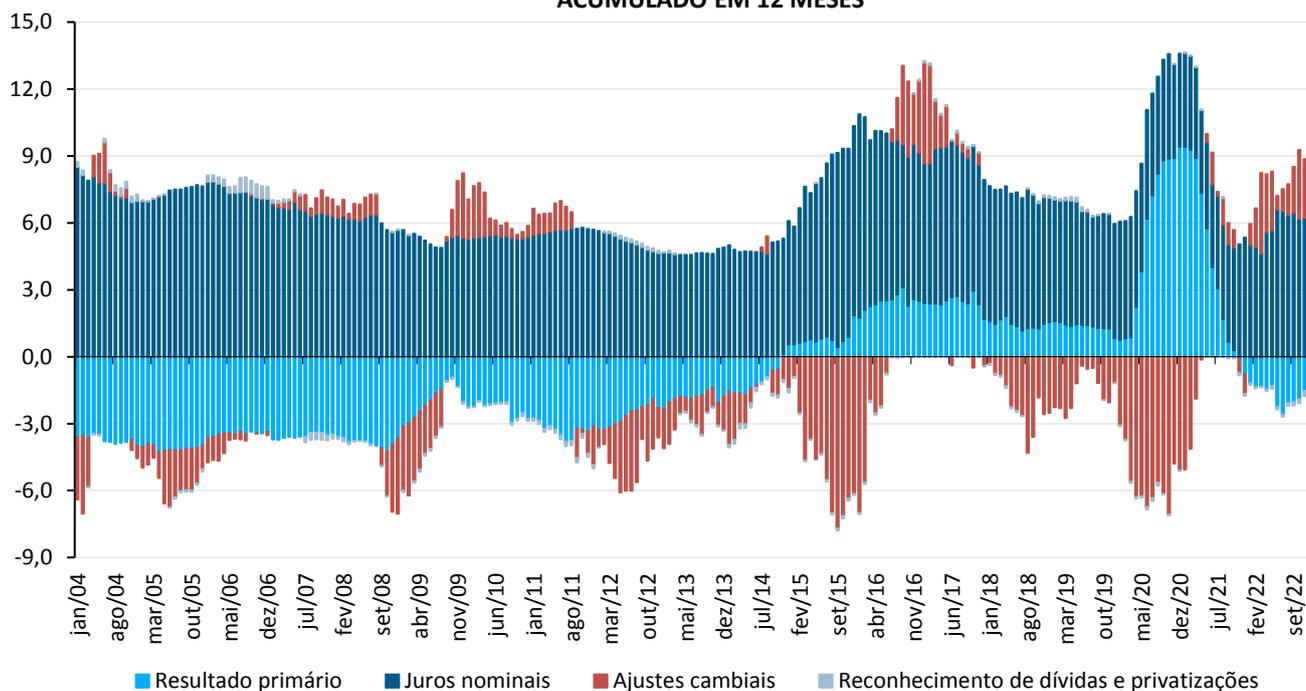
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**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)<sup>14</sup>.

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.

<sup>14</sup> 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](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 denominado 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.

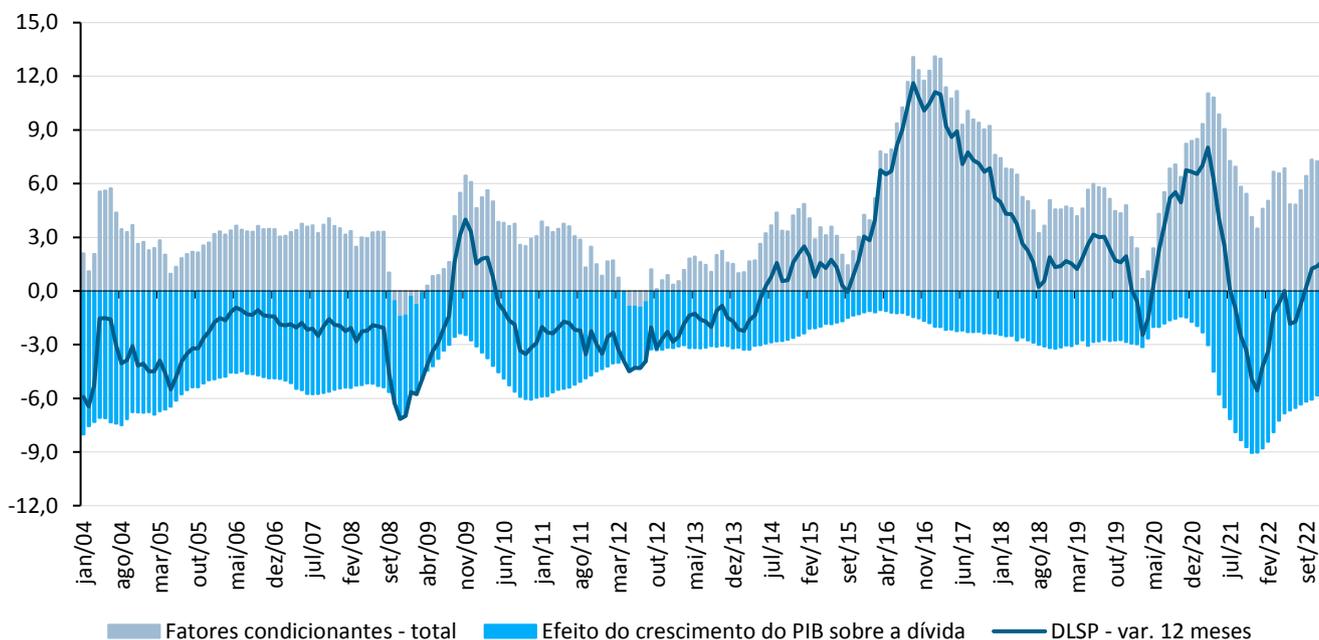
Ainda em relação ao Gráfico 21, percebe-se a influência do pagamento de juros, dos resultados primários e dos ajustes cambiais para a dinâmica da DLSP ao longo do tempo. No período mais recente, de 2021 para cá, os resultados primários positivos contribuíram para a redução da dívida líquida, enquanto 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).

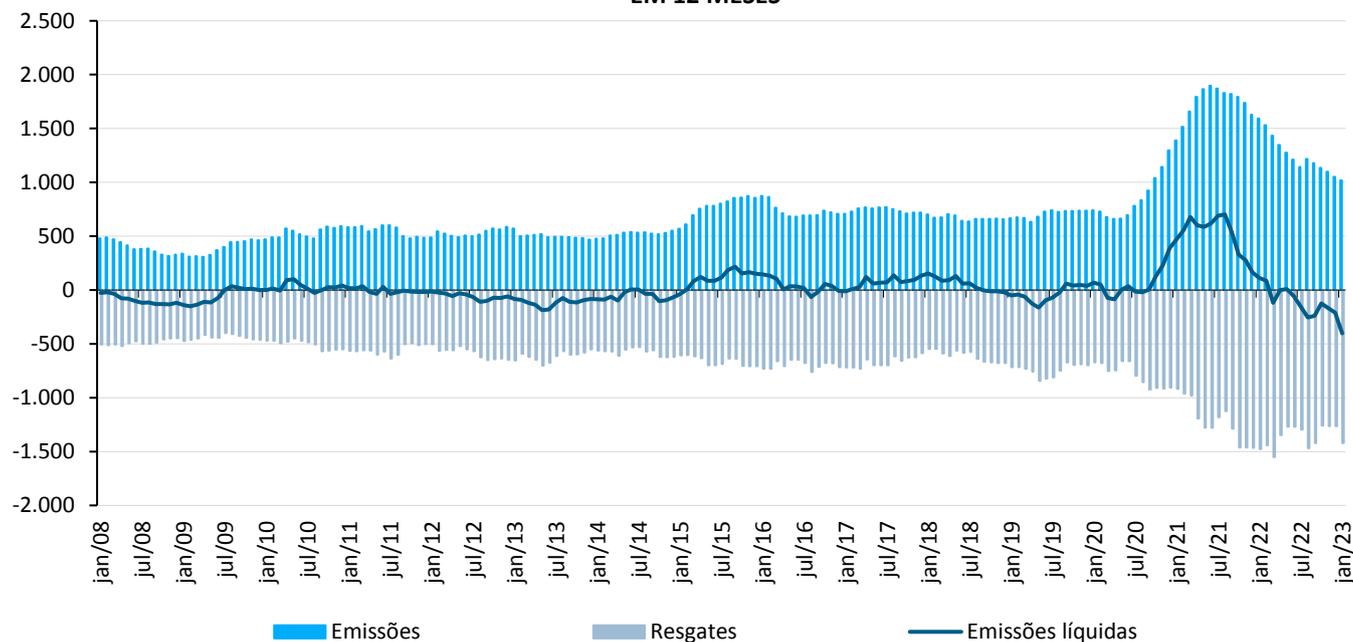
**Desde o início de 2022, volume de emissões está abaixo dos resgates.** Para avaliar a trajetória das emissões e dos resgates de dívida, a IFI construiu o Gráfico 23, que apresenta a evolução em 12 meses das emissões, dos resgates e das emissões líquidas (emissões menos resgates) da Dívida Pública Mobiliária 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 Tesouro<sup>15</sup> 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.

<sup>15</sup> 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	▼

*ifi*

A background graphic consisting of a network of interconnected nodes and lines, resembling a web or data structure, in shades of gray.

**ifi** Instituição Fiscal  
Independente

 /INSTITUICAOFISCALINDEPENDENTE

 @IFIBrasil

 @ifibrasil

 /company/instituição-fiscal-independente

 /instituiçãofiscalindependente

 github.com/ifibrasil

ifi@senado.leg.br / (61) 3303-2875