

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

2. CONJUNTURA FISCAL

2.1 Resultados do Governo Central e do Setor Público Consolidado

2.1.1 Resultado primário do Governo Central

Governo central teve déficit primário de R\$ 53,7 bilhões no primeiro semestre. Segundo informações do Boletim Resultado do Tesouro Nacional (RTN), da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), o governo central teve déficit primário de R\$ 53,7 bilhões no primeiro semestre do ano, ante a déficit de R\$ 417,3 bilhões no mesmo período do ano passado. Tanto em maio quanto em junho, o governo central registrou déficits primários de R\$ 21,0 bilhões e de R\$ 73,6 bilhões, nesta ordem. Como era esperado, o resultado primário positivo apurado entre janeiro e abril, no acumulado do ano, não se repetiria nos meses subsequentes, em razão do avanço na execução do orçamento, como a IFI já havia alertado.

Déficit primário do governo central foi de R\$ 379,6 bilhões em 12 meses até junho. Nos 12 meses encerrados em junho, o déficit primário do governo central foi de R\$ 379,6 bilhões (4,4% do PIB), R\$ 103,5 bilhões inferior ao resultado apurado em junho de 2020. Nessa base de comparação, o déficit primário tem diminuído em razão do forte crescimento da arrecadação federal e da redução das despesas voltadas ao combate à pandemia. A IFI prevê um déficit primário de R\$ 197 bilhões para o governo central em 2021, projeção que tem viés de baixa. O consenso de mercado, de acordo com a edição de julho do Relatório Mensal do Prisma Fiscal, espera um déficit primário de R\$ 184,3 bilhões neste ano.

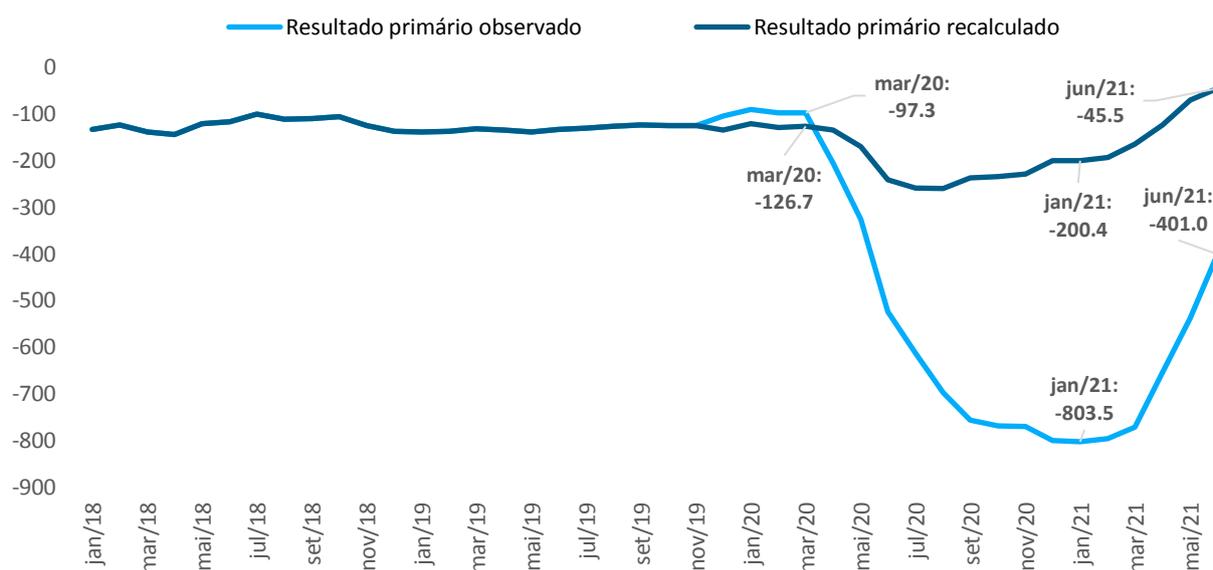
Nas últimas edições deste Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF), a IFI apresentou séries de receitas e despesas primárias recalculadas, sem o efeito de alguns fatores atípicos¹. O Gráfico 10 ilustra a evolução em 12 meses do resultado primário do governo central observado e uma série contrafactual obtida a partir das séries de receita e despesa primária, deduzidas as atipicidades. Ambas as séries estão expressas a preços de junho de 2021.

Na ausência de fatores atípicos, déficit primário do governo central teria sido de R\$ 45,5 bilhões em 12 meses até junho. O exercício mostra que, nos 12 meses até junho de 2021, o déficit primário do governo central teria sido de R\$ 45,5 bilhões, a preços constantes, na ausência das atipicidades consideradas. Outra constatação importante é que o déficit estaria menor que o apurado em março de 2020 (R\$ 126,7 bilhões), antes do surgimento da pandemia. A piora verificada no indicador contrafactual a partir de maio do ano passado tem relação com a antecipação do pagamento do abono anual (13^º) aos aposentados e pensionistas do INSS, que deslocou a sazonalidade desses valores do segundo semestre para o primeiro. Essa medida foi uma das adotadas pelo governo para mitigar os impactos econômico e sociais da pandemia.

¹ Foram deduzidas, das receitas, os diferimentos de tributos e a redução a zero das alíquotas do IOF sobre operações de crédito, praticados em 2020 e 2021, a arrecadação extraordinária proveniente da revisão do contrato da cessão onerosa do pré-sal, ocorrida em dezembro de 2019, e a redução da alíquota do PIS/COFINS incidente sobre combustíveis em abril e maio de 2021. Das despesas, as atipicidades desconsideradas são os gastos voltados ao combate da pandemia, conforme explicitado pelo Tesouro na aba 4.1 da planilha do RTN.

Resultado primário recalculado para isolar efeitos atípicos indica trajetória bem-comportada. O comportamento da série contrafactual calculada pela IFI para o resultado primário do governo central indica uma trajetória relativamente controlada. A redução observada no déficit no primeiro semestre de 2021 tem relação com o crescimento da receita primária administrada, cuja dinâmica foi influenciada pelo aumento nos preços de *commodities* e pela conjuntura internacional favorável.

GRÁFICO 10. EVOLUÇÃO EM 12 MESES DO RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL - OBSERVADO E RECALCULADO PELA IFI (R\$ BILHÕES A PREÇOS DE JUNHO DE 2021)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Receita primária registrou alta real de 28,5% no acumulado do primeiro semestre, totalizando R\$ 900,3 bilhões.

A receita primária total do governo central somou R\$ 900,3 bilhões (21,9% do PIB), no acumulado de janeiro a junho de 2021, um acréscimo de 28,5%, em termos reais, sobre o apurado no mesmo período de 2020 (Tabela 4). Desse montante, R\$ 573,8 bilhões (13,9% do PIB) constituíram receitas administradas, exceto as do RGPS, com aumento real de 28,9% sobre o primeiro semestre de 2020. As receitas do RGPS, de R\$ 205,2 bilhões (5,0% do PIB), cresceram 18,7% nessa base de comparação. Por sua vez, as receitas não administradas totalizaram R\$ 121,4 bilhões (2,9% do PIB) no acumulado de seis meses no ano, alta de 47,2% em relação a 2020, em termos reais.

Atividade econômica, preços de *commodities* e base de comparação deprimida influenciam elevadas taxas de crescimento da arrecadação.

Como destacado nas últimas edições deste RAF, em linhas gerais, o bom desempenho da arrecadação de tributos está associada à dinâmica recente da atividade econômica e aos preços mais elevados de algumas *commodities* agrícolas e minerais, como soja e minério de ferro, itens representativos na pauta exportadora brasileira. A base de comparação deprimida do segundo trimestre de 2020 também influencia as elevadas taxas de incremento das receitas, tendo em vista a postergação do recolhimento de alguns tributos (PIS/COFINS e contribuição previdenciária patronal) e a redução a zero das alíquotas do IOF incidentes sobre operações de crédito pelo governo.

Para isolar os efeitos dessas atipicidades sobre as receitas, a IFI construiu e tem apresentado nas últimas edições deste RAF as receitas primárias total e líquida recalculadas. Tais séries apresentam crescimento vigoroso, o que reforça o efeito da atividade econômica sobre a arrecadação. Ao longo dos próximos meses, um Estudo Especial será publicado pela IFI com o detalhamento deste assunto, avançando também para o cálculo do chamado resultado primário estrutural, isto é, que desconta os efeitos de alta e baixa do ciclo de atividade econômica.

Isolando efeitos de atipicidades, receitas primárias total e líquida teriam crescido 17,1% e 16,5%, nesta ordem, no primeiro semestre, em termos reais. No acumulado de seis meses em 2021, a receita total recalculada teria registrado acréscimo de 17,1%, em termos reais, frente ao mesmo período do ano passado (contra 28,5% da receita total realizada). A receita líquida, por sua vez, teria tido expansão de 16,5% nessa base de comparação (ante 30,6% da receita líquida observada). Essas informações estão disponibilizadas na Tabela 4.

Comparação dos valores da arrecadação de 2021 com os de 2019, considerando as séries a preços constantes, reforça efeito da atividade econômica. Uma outra forma de constatar a recuperação das receitas primárias, em 2021, é comparar os montantes com os realizados em 2019. A receita total, por exemplo, cresceu 17,6% entre janeiro e junho de 2021 contra o mesmo período em 2019, em termos reais (R\$ 900,3 bilhões sobre R\$ 765,5 bilhões). Esse crescimento é similar ao verificado para a receita primária recalculada entre o primeiro semestre de 2021 e os primeiros seis meses de 2020. A receita líquida, por sua vez, registrou alta real de 17,2% no primeiro semestre de 2021 ante igual período de 2019 (Tabela 4).

Desempenho dos recolhimentos de tributos compartilhados com entes subnacionais impulsiona as transferências da União. As transferências a Estados e Municípios cresceram 20,3%, em termos reais, no primeiro semestre do ano, alcançando R\$ 168,4 bilhões. Esse resultado deriva do forte crescimento da arrecadação dos tributos compartilhados, como IPI e IR.

TABELA 4. RECEITAS DO GOVERNO CENTRAL – 2019 A 2021 – JANEIRO A JUNHO (R\$ BILHÕES CORRENTES, VAR. % REAL E % DO PIB)

	Jan-Jun/19			Jan-Jun/20			Jan-Jun/21		
	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB
Receita total	765,5	0,0%	21,3%	658,4	-16,5%	18,5%	900,3	28,5%	21,9%
<i>Receitas administradas, exceto RGPS</i>	481,2	-0,6%	13,4%	418,8	-15,6%	11,8%	573,8	28,9%	13,9%
<i>Incentivos fiscais</i>	0,0	-	0,0%	-0,1	-	0,0%	0,0	-	0,0%
<i>Receitas do RGPS</i>	194,7	2,9%	5,4%	162,3	-19,0%	4,6%	205,2	18,7%	5,0%
<i>Receitas não administradas</i>	89,6	-2,8%	2,5%	77,4	-16,2%	2,2%	121,4	47,2%	2,9%
Transferências	140,9	4,5%	3,9%	131,5	-9,4%	3,7%	168,4	20,3%	4,1%
Receita líquida	624,6	-0,9%	17,3%	526,9	-18,1%	14,8%	732,0	30,6%	17,8%
Receita total sem atipicidades*	765,5	0,0%	21,3%	736,8	-6,6%	20,7%	918,6	17,1%	22,3%
Receita líquida sem atipicidades*	624,6	-0,9%	17,3%	605,3	-5,9%	17,0%	750,2	16,5%	18,2%
PIB (R\$ bi correntes)	3.600,0			3.552,6			4.120,3		

* As atipicidades consistem nos R\$ 70 bilhões recebidos pela revisão do contrato da cessão onerosa do pré-sal, em dezembro de 2019, que foram retirados das séries, além dos tributos diferidos e pagos, que foram acrescentados e pagos, respectivamente, em 2020 e 2021.

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

Receita primária do governo central somou R\$ 1.709,7 bilhões em 12 meses até junho; projeção da IFI para resultado de 2021 é R\$ 1.768,6 bilhões. Nos 12 meses encerrados em junho de 2021, a receita primária total do governo central foi de R\$ 1.709,7 bilhões (19,9% do PIB), montante 6,5% superior ao de junho de 2020. A receita líquida, por sua vez, somou R\$ 1.409,0 bilhões (16,4% do PIB), aumento de 7,4% em relação a junho do ano passado. A projeção da IFI para as receitas primárias total e líquida, em 2021, é de R\$ 1.768,6 bilhões e R\$ 1.435,7 bilhões, nesta ordem. Com o viés de alta imposto à projeção para o PIB no cenário base, conforme discutido no Contexto Macroeconômico deste Relatório, é possível que as estimativas para as receitas bruta e líquida sejam revisadas.

Consenso de mercado para a receita primária total do governo central, em 2021, é de R\$ 1.775,6 bilhões, de acordo com projeções atualizadas até agosto; projeção do governo é de R\$ 1.816,3 bilhões. A título de comparação, a mediana das projeções capturadas pelo Relatório Prisma Fiscal, do Ministério da Economia, indicou, em agosto², R\$ 1.775,6 bilhões para a arrecadação federal e R\$ 1.466,8 bilhões para a receita líquida do governo central em 2021. Por sua vez, as projeções mais recentes do Ministério da Economia para essas variáveis, em 2021, contidas no Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias do 3º bimestre de 2021³, são de R\$ 1.816,3 bilhões para a receita total e R\$ 1.476,4 bilhões para a receita líquida.

Receita primária deve ter registrado alta real de 26,9%, na comparação anual, em julho, de acordo com dados levantados junto ao Siga Brasil. A partir de informações levantadas pela IFI junto ao Portal Siga Brasil, do Senado Federal, é possível constatar que o forte crescimento das receitas da União no primeiro semestre teve continuidade em julho. De acordo com os dados consolidados, a receita primária teria sido de R\$ 153,7 bilhões em julho, configurando acréscimo real de 26,9% frente a julho de 2020. A receita líquida, por sua vez, teria registrado aumento de 32,2% nessa mesma base de comparação, a R\$ 130,1 bilhões. No acumulado de sete meses em 2021, os aumentos apurados teriam sido de 28,3%, na receita total, e de 30,8%, na receita líquida.

Despesa primária da União caiu 22,0%, em termos reais, no primeiro semestre, para R\$ 785,6 bilhões (19,1% do PIB). Passa-se agora para a análise da despesa primária do governo central, que somou R\$ 785,6 bilhões (19,1% do PIB), no primeiro semestre de 2021, R\$ 158,6 bilhões abaixo da despesa executada em igual período de 2020, o que configurou retração de 22,0%, em termos reais (Tabela 5).

Entre janeiro e junho, houve contração real nas principais despesas primárias, a saber: (i) pagamento de benefícios previdenciários no âmbito do RGPS, que somou R\$ 363,5 bilhões (-4,8%, em termos reais, frente ao primeiro semestre de 2020); (ii) Pessoal e Encargos Sociais, no montante de R\$ 157,8 bilhões (-3,0%, em termos reais); (iii) abono e seguro-desemprego (R\$ 29,2 bilhões), com redução real de 20,4% frente a 2020; (iv) créditos extraordinários (exceto PAC), no valor de R\$ 48,7 bilhões (ante R\$ 171,4 bilhões executados entre janeiro e junho de 2020); (v) subsídios, subvenções e Proagro, com montante de R\$ 2,8 bilhões (queda real de 87,5%); e (vi) discricionárias, que registraram contração real de 22,4%, para R\$ 39,4 bilhões, no período entre janeiro e junho.

² Link para acesso ao relatório: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/relatorios-do-prisma-fiscal/relatorio-mensal/2021/relatorio_mensal_agosto_2021.pdf/view.

³ Link para acesso ao documento: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-de-avaliacao-de-receitas-e-despesas-primarias-rardp/2021/15?ano_selecionado=2021.

TABELA 5. DESPESAS SELECIONADAS DO GOVERNO CENTRAL – 2019 A 2021 – JANEIRO A JUNHO (R\$ BILHÕES CORRENTES, VAR. % REAL E % DO PIB)

	Jan-Jun/19			Jan-Jun/20			Jan-Jun/21		
	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB
Despesa total	653,9	-1,4%	18,2%	944,2	40,3%	26,6%	785,6	-22,0%	19,1%
<i>Benefícios previdenciários (RGPS)</i>	289,7	1,9%	8,0%	357,8	20,0%	10,1%	363,5	-4,8%	8,8%
<i>Pessoal (ativos e inativos)</i>	149,3	1,0%	4,1%	152,6	-0,8%	4,3%	157,8	-3,0%	3,8%
<i>Abono e seguro desemprego</i>	27,7	-1,6%	0,8%	34,6	21,2%	1,0%	29,2	-20,4%	0,7%
<i>Benefícios de Prestação Continuada (BPC)</i>	29,7	1,8%	0,8%	31,4	2,8%	0,9%	33,7	0,7%	0,8%
<i>Créditos extraordinários (exceto PAC)</i>	2,6	1330,8%	0,1%	171,4	6279,9%	4,8%	48,7	-73,6%	1,2%
<i>Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha</i>	6,1	-24,9%	0,2%	5,5	-12,8%	0,2%	4,2	-28,8%	0,1%
<i>Fundeb</i>	8,8	5,5%	0,2%	9,1	-0,1%	0,3%	9,8	1,5%	0,2%
<i>Sentenças judiciais e precatórios (custeio e capital)</i>	14,1	4,9%	0,4%	21,2	47,1%	0,6%	17,4	-24,1%	0,4%
<i>Subsídios, subvenções e Proagro</i>	5,6	-25,8%	0,2%	21,4	269,7%	0,6%	2,8	-87,5%	0,1%
Obrigações	610,6	0,6%	17,0%	896,8	42,7%	25,2%	746,2	-22,0%	18,1%
Obrigações com controle de fluxo	66,0	-0,8%	1,8%	62,4	-8,2%	1,8%	68,2	2,7%	1,7%
Discricionárias	43,3	-23,5%	1,2%	47,5	6,6%	1,3%	39,4	-22,4%	1,0%
PIB (R\$ bi correntes)			3.600,0			3.552,6			4.120,3

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

Queda na despesa primária no acumulado do ano é explicada pela pandemia, ausência de reajustes ao funcionalismo e redução no pagamento de precatórios. A redução de 22,0%, em termos reais, da despesa primária total do governo central no primeiro semestre ocorreu por algumas razões. Em primeiro lugar, pela diminuição dos gastos realizados para atenuar os impactos econômico e sociais da pandemia, o que afetou despesas como abono e seguro-desemprego, apoio financeiro a estados e municípios, créditos extraordinários e subsídios, subvenções e Proagro. Também contribuíram para o relativo controle da despesa primária a ausência de reajustes ao funcionalismo público e a redução no pagamento de precatórios (item Sentenças judiciais e precatórios da Tabela 5).

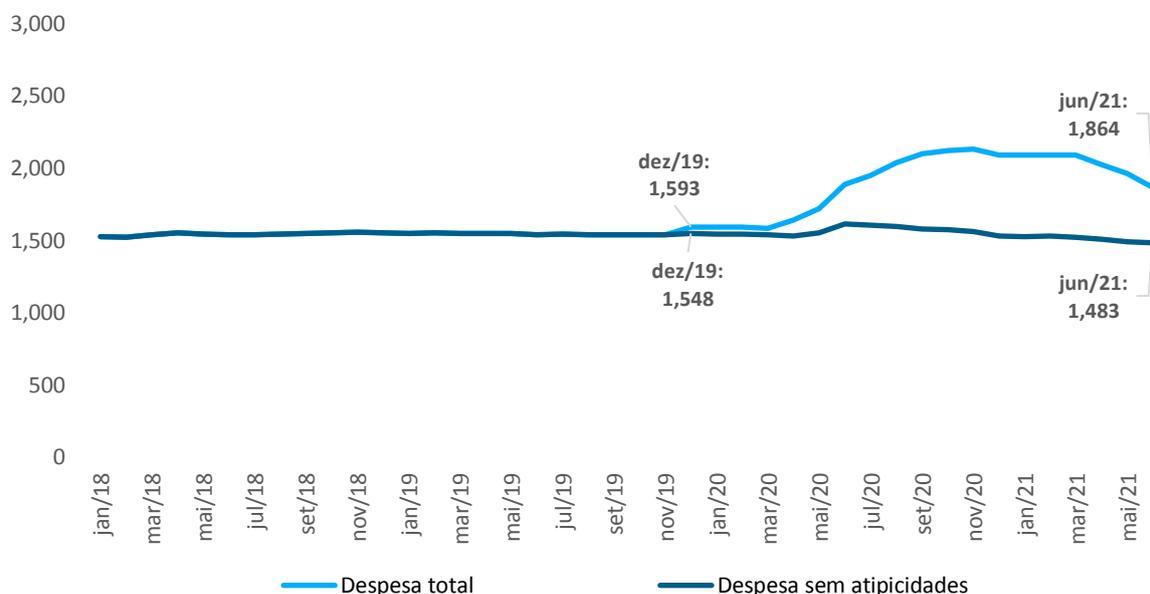
Antecipação do pagamento do décimo terceiro a aposentados e pensionistas do INSS, em 2021, ficou concentrada em meses diferentes aos de 2020. No caso das despesas de benefícios previdenciários (RGPS), em 2020, houve a antecipação do pagamento do abono anual (13º) aos aposentados e pensionistas do segundo semestre para os meses de abril, maio e junho. Em 2021, essa antecipação também foi realizada, mas para os meses de maio, junho e julho.

Aprovação tardia do orçamento de 2021 gerou contração de despesas discricionárias nos primeiros quatro meses do ano. Em relação às despesas discricionárias, a contração de 22,4% no acumulado do primeiro semestre ante a 2020 é explicada pela aprovação do orçamento de 2021 apenas em abril, o que afetou gastos nas funções de Saúde e Educação entre janeiro e abril. A partir de maio, a execução dessas despesas foi normalizada. Em maio e junho, por exemplo, houve acréscimo real na comparação com igual mês de 2020.

Desconsiderando atipicidades relacionadas à pandemia, despesa primária total da União teria sido de R\$ 1.483 bilhões nos 12 meses encerrados em junho. O Gráfico 11 apresenta a evolução em 12 meses da despesa primária total realizada e uma série de despesa recalculada pela IFI para isolar os efeitos de atipicidades relacionadas a Covid-19. Essa série é idêntica àquela considerada para o cálculo do resultado primário sem os eventos atípicos (apresentado no Gráfico 10). A preços constantes, a despesa primária total alcançou R\$ 1.864 bilhões nos 12 meses até junho, enquanto a despesa

sem as atipicidades somou R\$ 1.483 bilhões. A curva da despesa expurgada dos eventos atípicos mostra que a despesa primária segue relativamente controlada.

GRÁFICO 11. EVOLUÇÃO EM 12 MESES DA DESPESA PRIMÁRIA TOTAL (COM E SEM EVENTOS ATÍPICOS SELECIONADOS) - R\$ BILHÕES A PREÇOS DE JUN/21



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração:

Nos 12 meses encerrados em junho, despesa primária da União somou R\$ 1.788,6 bilhões; projeção da IFI para o indicador, no fim de 2021, é de R\$ 1.632,7 bilhões. Em valores nominais, a despesa primária total do governo central totalizou R\$ 1.788,6 bilhões (20,8% do PIB) nos 12 meses até junho, uma redução de 1,2%, em termos reais, frente aos 12 meses imediatamente anteriores. A tendência é que a despesa primária continue desacelerando até o final do ano. A projeção da IFI é de uma despesa total de R\$ 1.632,7 bilhões, em 2021, uma queda de 16,1% em relação a 2020. A título de comparação, a mediana das projeções contidas no Relatório Mensal do Prisma Fiscal de agosto é de uma despesa primária de R\$ 1.630,5 bilhões para este ano. Por sua vez, a nova projeção do Ministério da Economia, divulgada no Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas do 3º bimestre, é de uma despesa primária de R\$ 1.631,8 bilhões.

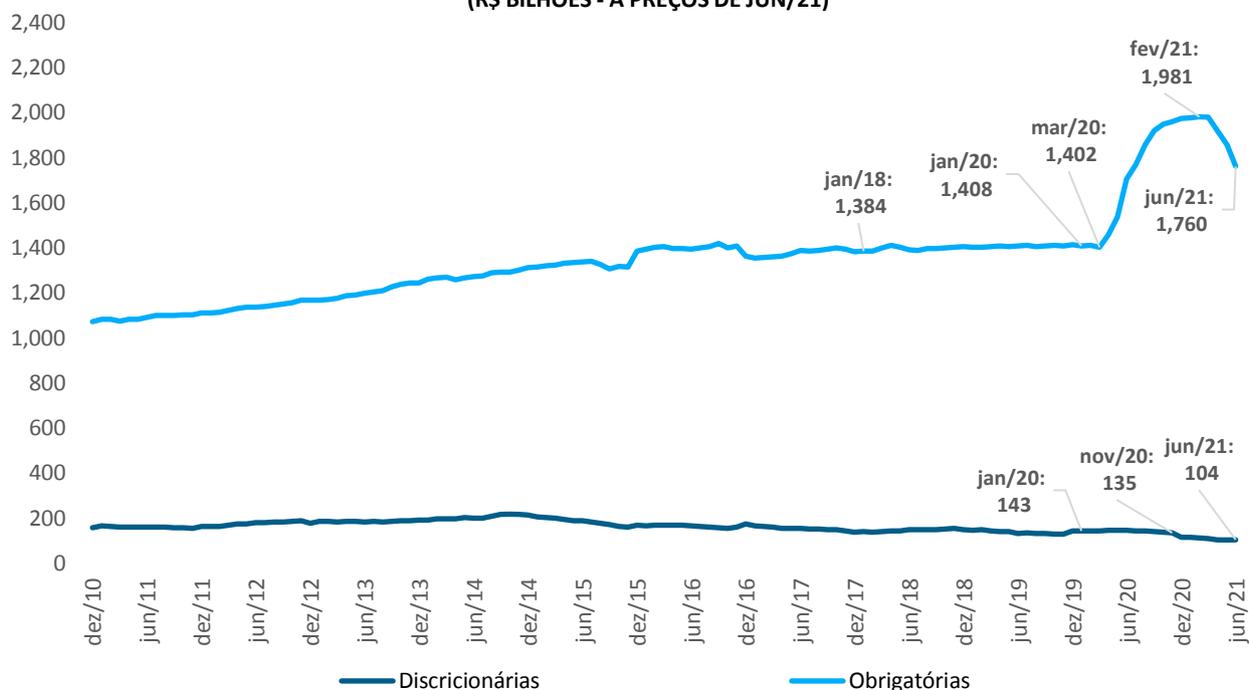
No acumulado de 12 meses, despesas obrigatórias do governo central alcançaram um pico em fevereiro, quando começaram a cair. O Gráfico 12 ilustra a piora verificada na trajetória da despesa do governo central, a partir de abril de 2020, considerando-se as séries em 12 meses dos indicadores de despesas obrigatórias e discricionárias. Em março do ano passado, as despesas obrigatórias, a preços de junho de 2021, somaram R\$ 1.402 bilhões, montante que passou a R\$ 1.981 bilhões em fevereiro de 2021 e recuou para R\$ 1.760 bilhões em junho passado. Essa série inclui as despesas realizadas para o combate da pandemia da Covid-19. A redução verificada a partir de março de 2021 tem relação com a queda nos gastos realizados no âmbito da pandemia.

Outra forma de verificar a desaceleração nas despesas primárias realizadas no âmbito da pandemia é analisar a trajetória desses gastos no acumulado do ano. Em 2020, no acumulado até junho, segundo a STN, os gastos relacionados ao combate da pandemia somaram R\$ 210,6 bilhões. No primeiro semestre de 2021, essas despesas totalizaram R\$ 49,0 bilhões.

Despesas discricionárias desconsideram efeitos da capitalização da Petrobras, em setembro de 2010, e do pagamento realizado à empresa em dezembro de 2019 pela revisão do contrato da cessão onerosa. As despesas discricionárias, por sua vez, são apresentadas desconsiderando os efeitos da capitalização da Petrobras (R\$ 42,9 bilhões), em setembro de 2010, por ocasião da assinatura do contrato da cessão onerosa do pré-sal, assim como do pagamento

feito à empresa (R\$ 34,4 bilhões), em dezembro de 2019, em razão da revisão do mesmo contrato. As duas somas correspondem, a preços de junho de 2021, a R\$ 80,0 bilhões e R\$ 37,7 bilhões, respectivamente. A tendência das despesas discricionárias é de redução desde o início de 2020 (Gráfico 12).

**GRÁFICO 12. DESPESAS DISCRICIONÁRIAS E OBRIGATÓRIAS FEDERAIS ACUMULADAS EM 12 MESES
(R\$ BILHÕES - A PREÇOS DE JUN/21)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

2.1.2 Resultado do Setor Público Consolidado

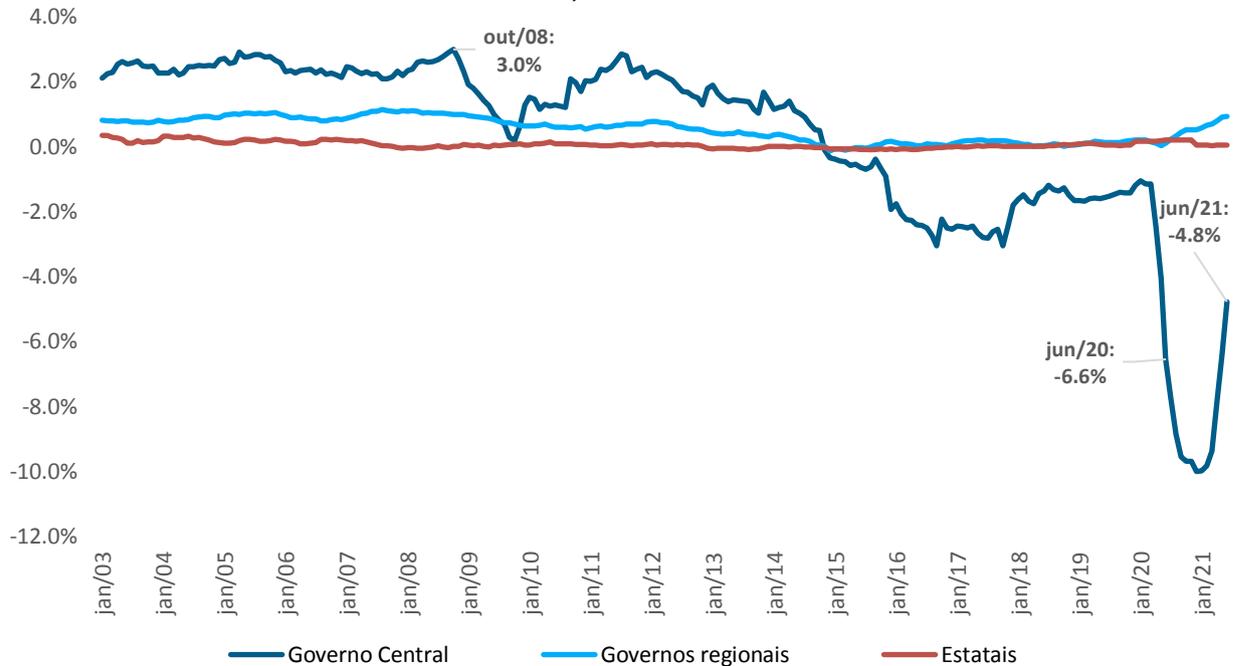
Resultado primário do setor público consolidado, calculado pela metodologia abaixo da linha, foi de déficit de R\$ 5,2 bilhões no primeiro semestre. Segundo as estatísticas fiscais divulgadas pelo Banco Central, obtidas pela metodologia abaixo da linha, o setor público consolidado registrou déficit primário de R\$ 65,5 bilhões (9,5% do PIB) em junho. O governo central respondeu por um resultado primário negativo de R\$ 75,1 bilhões (10,9% do PIB), no mês, enquanto os governos regionais tiveram superávit de R\$ 8,4 bilhões (1,2% do PIB) e as empresas estatais, outro de R\$ 1,2 bilhão (0,2% do PIB). No acumulado do primeiro semestre de 2021, o setor público consolidado teve déficit primário de R\$ 5,2 bilhões (0,1% do PIB).

Em 12 meses, setor público consolidado registrou déficit de R\$ 305,4 bilhões (3,8% do PIB) em junho. No acumulado em 12 meses, o resultado primário do setor público consolidado, apurado pela metodologia abaixo da linha, foi negativo em R\$ 305,4 bilhões (3,8% do PIB) em junho. O governo central respondeu por um déficit de R\$ 383,2 bilhões no período (4,8% do PIB), enquanto os governos regionais e as empresas estatais tiveram superávits de, respectivamente, R\$ 74,0 bilhões (0,9% do PIB) e R\$ 3,7 bilhões (0,05% do PIB).

Déficit primário do governo central foi de 4,8% do PIB nos 12 meses encerrados em junho; projeção da IFI é de déficit de 2,3% em 2021. O Gráfico 13 apresenta a trajetória em 12 meses do resultado primário do governo central, dos governos regionais e das empresas estatais. Em junho, o déficit primário do governo central alcançou 4,8% do PIB. A IFI prevê, para 2021, déficit primário do governo central em R\$ 197 bilhões (2,3% do PIB) e, para o setor público consolidado, déficit primário de R\$ 181,0 bilhões.

Revisão mais recente das projeções de déficit foi motivada pela dinâmica do PIB nominal e dos preços de *commodities*. A última revisão dessas projeções, realizada em junho, foi motivada pela surpresa inflacionária recente, que influenciou o PIB nominal, assim como pela dinâmica favorável para os preços de *commodities*, que melhora os termos de troca e impulsiona a atividade econômica doméstica.

GRÁFICO 13. RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL, DOS GOVERNOS REGIONAIS E DAS EMPRESAS ESTATAIS, ACUMULADO EM 12 MESES - % DO PIB

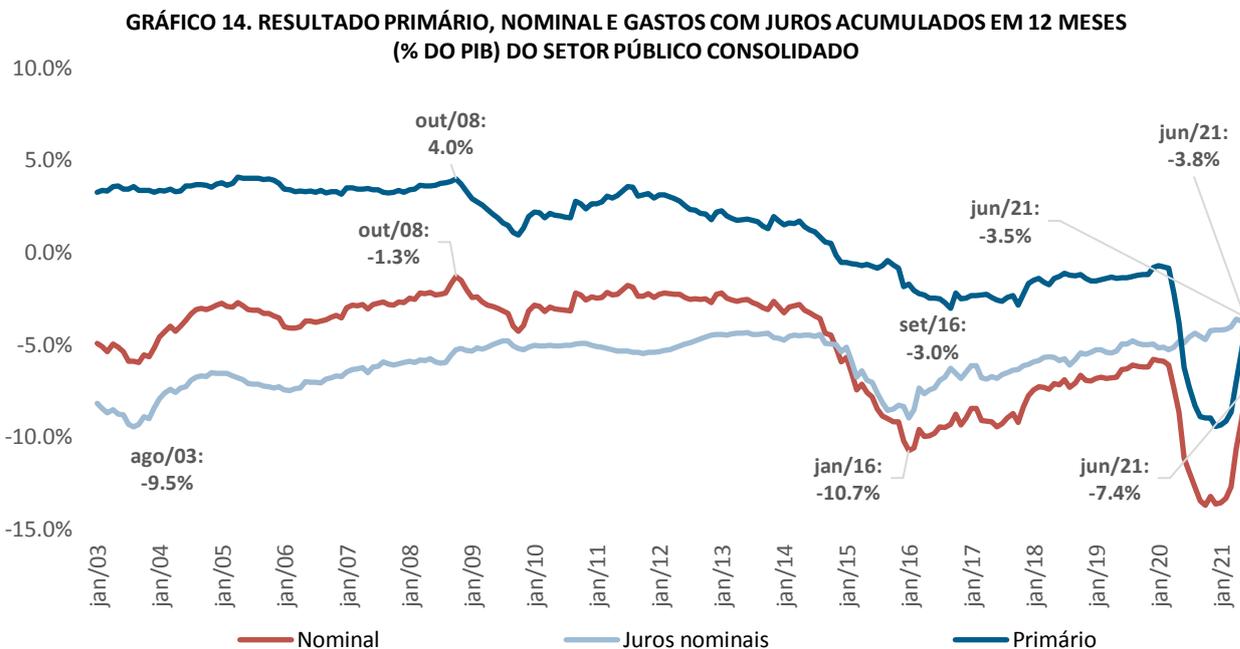


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Déficit nominal do setor público consolidado foi de R\$ 589,7 bilhões (7,4% do PIB) nos 12 meses encerrados em junho. O Gráfico 14 contém a trajetória em 12 meses dos resultados primário, nominal e de pagamento de juros pelo setor público consolidado. O déficit nominal, que considera o déficit primário (receita líquida menos despesa primária) mais o pagamento de juros da dívida pública, somou R\$ 589,7 bilhões (7,4% do PIB) no acumulado de 12 meses até junho. O pagamento de juros correspondeu a R\$ 284,2 bilhões (3,5% do PIB), enquanto o primário configurou déficit de R\$ 305,4 bilhões (3,8% do PIB).

Redução na despesa de juros, como proporção do PIB, exerceu contribuição importante para a queda no déficit nominal do setor público a partir de 2016. A partir de 2016, o pagamento de juros, como proporção do PIB, entrou em tendência de queda em função da redução dos juros básicos da economia. O alívio gradual na despesa de juros propiciou também melhora na trajetória do resultado nominal do setor público consolidado. Esse movimento de queda no pagamento de juros tende a ser revertido nos próximos meses, tendo em vista que um novo ciclo de elevação da Selic foi iniciado em março passado. Como será discutido na próxima subseção, o custo médio da dívida pública começou a subir junto com a Selic.

Aumento do custo médio da dívida pública deve provocar mudança na trajetória da série de pagamento de juros do setor público. A possível reversão da trajetória dos juros nominais em relação ao PIB, como resultado da elevação do custo médio da dívida pública, vai pressionar o resultado nominal do setor público e o endividamento. Isso exigiria esforço do governo para alcançar resultados primários mais elevados nos próximos meses, de modo a compensar a elevação na despesa de juros. O risco fiscal é exacerbado pela apresentação da PEC nº 23, que permitirá parcelar o pagamento de despesas de precatórios e abrir espaço no teto de gastos.



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

2.1.3 Evolução dos indicadores de endividamento do setor público

Aumento nos prêmios de risco-país a partir de meados de junho reflete incertezas em relação ao ambiente econômico. O ambiente econômico de inflação mais elevada e de aumento dos juros básicos da economia pode aumentar os desafios para o Tesouro Nacional na gestão da dívida pública. Os prêmios de risco do Brasil começaram a subir a partir de meados de junho e podem indicar preocupações com alguns fatores domésticos e externos. Em agosto, os juros futuros de 10 anos alcançaram o nível de dois dígitos.

Inflação e questões fiscais parecem estar influenciando a piora na percepção de risco. Entre os fatores domésticos, as incertezas parecem se concentrar na dinâmica inflacionária e em questões relacionadas à consolidação fiscal. Podem deteriorar a dinâmica inflacionária novos aumentos nas tarifas de energia elétrica, em razão de um agravamento da escassez hídrica, assim como os preços dos serviços, que começaram a subir com mais força à medida que diminuem as restrições ao funcionamento dos setores da economia com o avanço da vacinação. Além disso, a estiagem pode pressionar ainda mais os preços de produtos *in natura*. O risco fiscal pesa fortemente nessa avaliação. A apresentação da PEC dos Precatórios, o risco de aumentos expressivos em despesas permanentes e a mudança do teto de gastos, como discutido nos CIs nº 11 e 12, da IFI, são fatores a serem monitorados de perto pela Instituição.

Houve mudança de tom do Banco Central em relação à política monetária na ata da última reunião do Copom. Como mencionado, os fatores relacionados à condução da política fiscal também parecem estar afetando os prêmios de risco. O Banco Central tem demonstrado preocupações em relação à taxa neutra de juros da economia, isto é, os juros que manteriam a inflação na meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) com a economia funcionando a plena capacidade. Nos documentos mais recentes, o Banco Central tem indicado que os juros neutros no Brasil poderiam estar em nível mais elevado do que até há pouco tempo, refletindo incertezas em relação ao quadro fiscal da União. Na seção de Contexto Macroeconômico, avalia-se esse cenário prospectivo de maior contração monetária.

Aumento das infecções pela variante Delta do coronavírus pode afetar a recuperação da atividade econômica em países. Também afetam os prêmios de risco de mercados emergentes a possibilidade de alguma frustração na recuperação econômica de países como a China e os EUA. Indicadores mais recentes de atividade nesses países e em

países europeus mostram alguma desaceleração no terceiro trimestre do ano. A disseminação da variante Delta do novo coronavírus tem produzido aumento no número de infecções e forçado governos nacionais a tomar novas medidas de restrição à circulação de pessoas, o que afeta a atividade econômica. Trata-se de um fator de risco para o Brasil, daí porque as projeções para o ano que vem, como discutido no Contexto Macroeconômico, têm diminuído, conforme o Boletim Focus do Banco Central.

Houve aumento de R\$ 158,7 bilhões no estoque de dívida pública em junho ante maio. Segundo informações publicadas no Relatório Mensal da Dívida, divulgado pela STN, o estoque da Dívida Pública Federal (DPF) aumentou de R\$ 5.171,2 bilhões, em maio, para R\$ 5.329,9 bilhões, em junho (aumento de R\$ 158,7 bilhões), em função de emissões líquidas de títulos ocorridas no mês, sobretudo de títulos prefixados, cujo estoque cresceu em R\$ 72,5 bilhões. Títulos remunerados a taxas flutuantes e atrelados a índices de preços também tiveram elevação no estoque em junho, de R\$ 39,2 bilhões e R\$ 52,3 bilhões, nesta ordem.

Da emissão líquida de R\$ 133,4 bilhões de títulos da DPMFi, em junho, a maior parcela relativa foi de títulos prefixados. A emissão líquida total da DPF, em junho, foi de R\$ 138,1 bilhões, sendo R\$ 133,4 bilhões da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi). No período, a maior emissão líquida de títulos foi de prefixados (R\$ 62,8 bilhões), seguida de emissão líquida de títulos atrelados a índices de preços (R\$ 37,2 bilhões) e títulos remunerados por taxas flutuantes (R\$ 33,5 bilhões).

Aumento nas taxas médias de negociação dos títulos da DPMFi indica piora na percepção de risco pelos agentes em relação ao ambiente econômico no Brasil. Ainda de acordo com o Tesouro, em junho, as taxas médias de emissão dos títulos da DPMFi foram de 7,25% ao ano para os prefixados de 24 meses e de 8,14% ao ano, para os prefixados de 48 meses. Em maio, as taxas médias de negociação foram de 6,91% ao ano, para os títulos de 24 meses, e de 7,97% ao ano, para os de 48 meses. Em abril, por sua vez, as taxas dos mesmos títulos foram de 6,50% ao ano e 7,84% ao ano, respectivamente. Esses números indicam que as taxas médias de negociação dos títulos da DPMFi estão subindo, reforçando as incertezas presentes no cenário. Os efeitos sobre o cenário de dívida da IFI serão importantes. O tema será abordado nos nossos próximos relatórios.

Levramento junto aos leilões do Tesouro indica continuidade no movimento de alta nas taxas de emissão dos títulos em julho. Informações levantadas pela IFI referentes aos leilões realizados pelo Tesouro⁴ indicam um aumento nas taxas dos leilões da DPMFi em julho. Nos títulos prefixados com vencimento em 1º de julho de 2023, por exemplo, as taxas médias de negociação foram de 7,92% ao ano em julho. Nos títulos com vencimento em 1º de janeiro de 2025, as taxas médias foram de 8,53% ao ano no período.

Dívida líquida do setor público cresceu, em junho, na comparação com maio, em razão do déficit primário e da apreciação da taxa de câmbio. De acordo com o Banco Central, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu 60,9% do PIB, em junho, incremento de 1,1 ponto percentual sobre o estoque apurado em maio, e 4,1 pontos percentuais acima do nível de junho de 2020. Entre março e maio, a DLSP, como proporção do PIB, havia registrado contração na comparação mensal (Gráfico 15). Segundo informações do BC, o aumento do indicador em junho frente a maio decorreu do déficit primário (alta de 0,8 ponto percentual do PIB), da apreciação da taxa de câmbio no mês (aumento de 0,8 ponto percentual) e do efeito do crescimento do PIB nominal (queda de 0,7 ponto percentual).

Crescimento do PIB nominal explica boa parte do movimento de queda da DLSP em 2021. A queda de 1,8 ponto percentual do PIB na DLSP no acumulado do primeiro semestre de 2021 ocorreu em função do aumento do PIB nominal (diminuição de 4,4 pontos percentuais), da apropriação de juros nominais (alta de 1,8 ponto percentual) e da apreciação acumulada da taxa de câmbio de 3,74% (alta de 0,6 ponto percentual).

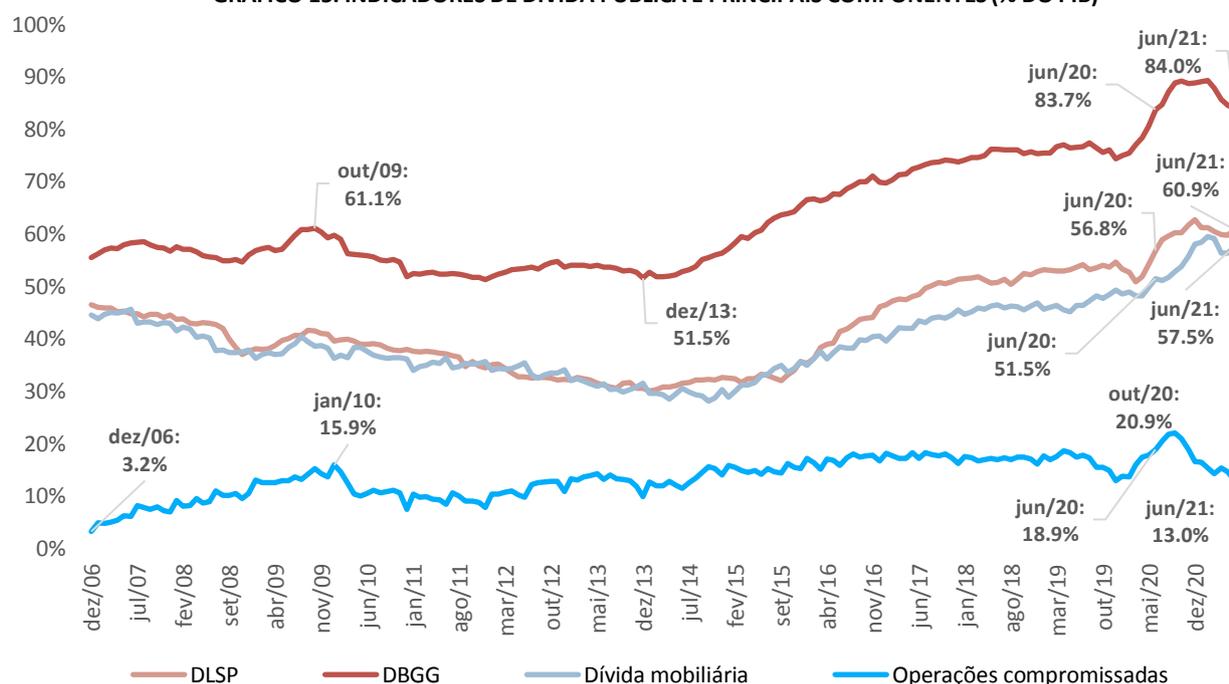
⁴ Link para acesso à planilha: <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados/dados>.

Dívida mobiliária registrou acréscimo, em junho, tanto na comparação mensal, quanto na comparação anual. A Dívida Mobiliária em poder do mercado subiu 1,2 ponto percentual do PIB entre maio e junho, alcançando 57,5% do PIB, equivalente a R\$ 4.611,1 bilhões. Na comparação com junho de 2020, a dívida mobiliária cresceu 6,1 pontos percentuais (Gráfico 15).

Dívida bruta teve queda de 0,6 ponto percentual do PIB em junho ante maio. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) de R\$ 6.729,6 bilhões em junho correspondeu a 84,0% do PIB, uma redução de 0,6 ponto percentual do PIB comparativamente a maio (Gráfico 15). Na comparação com junho de 2020, houve alta de 0,3 ponto percentual no indicador. Essa redução da DBGG, na comparação mensal em junho, deveu-se ao crescimento do PIB nominal (queda de 1,0 ponto percentual), da apreciação da taxa de câmbio (redução de 0,3 ponto percentual), das emissões líquidas de dívida (incremento de 0,2 ponto percentual) e dos juros nominais incorporados (alta de 0,4 ponto percentual).

Dinâmica do PIB nominal explica boa parte da redução da DBGG, como proporção do PIB, em 2021. No acumulado do primeiro semestre de 2021, a DBGG caiu 4,9 pontos percentuais do PIB. Essa redução foi determinada pelo aumento do PIB nominal (queda de 6,3 pontos percentuais), dos resgates líquidos de dívida (diminuição de 0,9 ponto percentual), da apreciação acumulada da taxa de câmbio (redução de 0,2 ponto percentual) e da incorporação de juros nominais (alta de 2,6 pontos percentuais). A atual projeção da IFI para a DBGG, em 2021, é 85,6% do PIB.

GRÁFICO 15. INDICADORES DE DÍVIDA PÚBLICA E PRINCIPAIS COMPONENTES (% DO PIB)



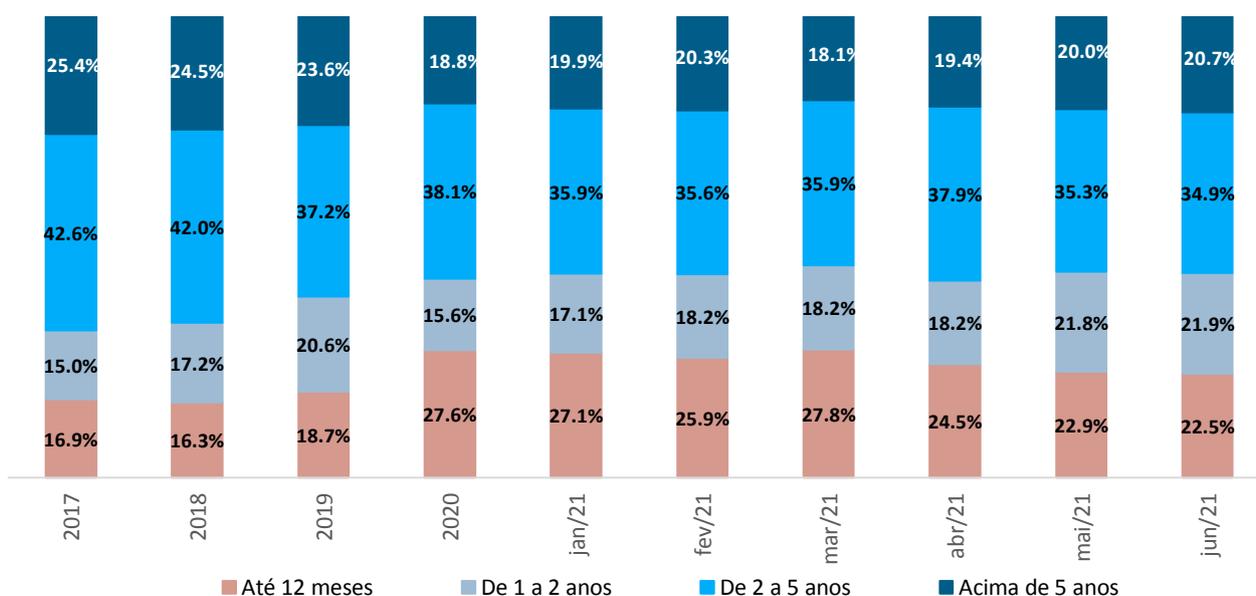
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Operações compromissadas tiveram redução de 1,6 ponto percentual do PIB entre maio e junho. As operações compromissadas do Banco Central, por fim, caíram de 14,6% do PIB, em maio, ou R\$ 1.156,1 bilhões, para 13,0% do PIB, em junho, ou R\$ 1.040,1 bilhões. Na comparação com junho do ano passado, as compromissadas caíram 5,8 pontos percentuais do PIB, ao passo que, no acumulado do primeiro semestre de 2021, 3,6 pontos percentuais do PIB. O Gráfico 15 ilustra que essas operações começaram a cair com mais força a partir de outubro de 2020, quando atingiram 20,9% do PIB.

Medidas adotadas em outubro de 2020 explicam redução no estoque de compromissadas desde então. Essa redução no estoque de operações compromissadas tem relação com as medidas anunciadas pelo Banco Central, em outubro de 2020, com o objetivo de limitar os montantes de compromissadas, de modo a não influenciar as emissões realizadas pelo Tesouro no mercado primário de Letras Financeiras do Tesouro (LFT). O objetivo dessa nova forma de atuação foi reduzir o ágio pedido pelos agentes nos leilões de dívida⁵. Outro fator a explicar a redução nas operações compromissadas, como proporção do PIB, são as emissões no mercado primário realizadas pelo Tesouro.

Em junho, houve nova redução na participação dos títulos com vencimento em até 12 meses no estoque da dívida federal. Analisando o perfil dos vencimentos da DPF, em junho, os títulos com vencimento em até 12 meses representaram 22,5% do total da DPF, enquanto os títulos com vencimento superior a cinco anos responderam por 20,7% do estoque. Desde o começo do ano, é possível perceber que o Tesouro tem conseguido reduzir a participação dos títulos de vencimento mais curto na composição total da DPF (queda de 27,1%, em janeiro, para 22,5% em junho), ao mesmo tempo em que tem subido a participação dos títulos com vencimento superior a cinco anos (19,9%, em janeiro, para 20,7% em junho). Ainda em junho, houve relativa estabilidade na parcela relativa de títulos com vencimento entre um e dois anos e redução na participação dos títulos com vencimento entre dois e cinco anos (Gráfico 16).

GRÁFICO 16. PRAZOS DE VENCIMENTO DA DPF



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

Custo médio do estoque da DPMFi subiu pela quarta vez, em junho, na comparação mensal. Concluindo a análise dos indicadores de endividamento, custo médio do estoque da DPMFi, acumulado em 12 meses, subiu de 7,55% ao ano, em maio, para 7,66% ao ano, em junho, quarto aumento consecutivo nessa comparação mensal, o que indica reversão da tendência de queda observada até fevereiro, quando o indicador registrou 7,15% ao ano. Na comparação com junho de 2020, o custo médio do estoque da DPMFi subiu 0,14 ponto percentual (Gráfico 17).

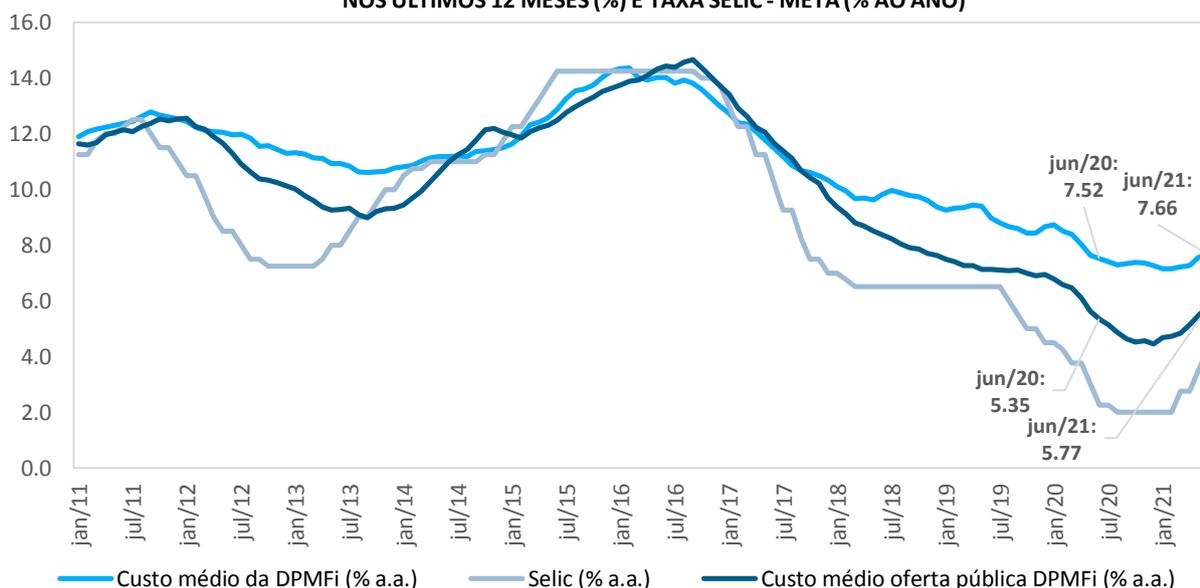
⁵ Para maiores explicações, ver edição de janeiro de 2021 do RAF. Link para acesso: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/583296/RAF48_JAN2021.pdf.

Custo médio das emissões da DPMFi também subiu em junho, alcançando 5,77% ao ano em 12 meses. O custo médio das emissões em oferta pública da DPMFi também subiu, em junho, para 5,77% ao ano na comparação em 12 meses, ante 5,49% ao ano apurado em maio. Em relação a junho de 2020, o custo médio das emissões da DPMFi cresceu 0,42 ponto percentual (Gráfico 17).

Aumento do custo médio do estoque e das novas emissões da DPMFi ocorreu com o início do ciclo de aperto monetário promovido pelo Banco Central em março. O aumento do custo médio do estoque e das novas emissões da DPMFi, a partir de março, ocorreu em linha com o início do ciclo de elevação dos juros básicos da economia pelo Banco Central naquele mês. Desde então, a Selic sofreu três aumentos de 0,75 ponto percentual e outro de 1 ponto percentual, estando hoje em 5,25% ao ano. As novas altas esperadas para a Selic nas próximas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central sugerem que o custo médio da dívida vai continuar a subir nos próximos meses. Além disso, o risco calculado pelos agentes econômicos na curva a termo de juros, como visto na seção de Contexto Macroeconômico, vai pressionar o custo médio da dívida, piorando o cenário prospectivo, recentemente beneficiado pela alta do PIB nominal, sob influência da inflação elevada.

A projeção de momento da IFI para a Selic, no fim de 2021, é de 5,50% ao ano, com viés de alta. O consenso de mercado, capturado pelo Boletim Focus, do Banco Central, prevê juros básicos em 7,50% ao ano no fim de 2021, segundo informações atualizadas em 13 de agosto. No entanto, a piora do cenário inflacionário e as ações do governo na área fiscal têm afetado a expectativa para a Selic nos meses à frente, o que sugere que essa mediana deve continuar a subir nas próximas semanas.

GRÁFICO 17. CUSTO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA (ESTOQUE E OFERTAS PÚBLICAS), ACUMULADO NOS ÚLTIMOS 12 MESES (%) E TAXA SELIC - META (% AO ANO)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.