

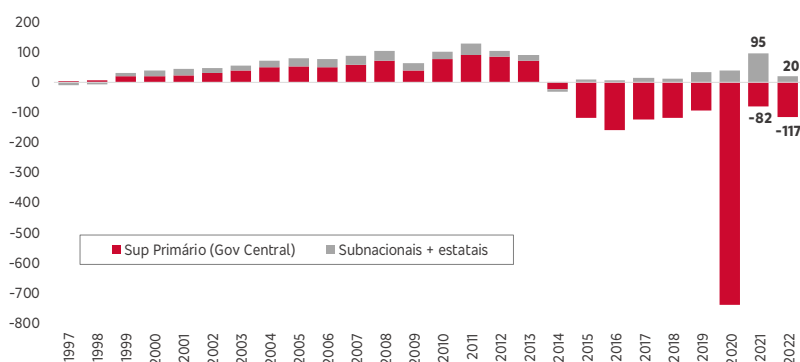
## Condicionantes da dívida pública

Myriã Bast

**O resultado primário consolidado do setor público será positivo pela primeira vez desde 2013, com superávit de R\$ 13 bilhões.** O governo central segue deficitário, em R\$ 82 bilhões, mas os entes subnacionais e as estatais terão superávit de quase R\$ 95 bilhões neste ano, levando a um resultado surpreendente. Com o superávit, a dívida bruta caiu no ano, de 89% do PIB em 2020 para 81%. Apesar dos resultados bastante positivos, há um impacto muito relevante da inflação nesses dados, além da recuperação cíclica do PIB, resultante dos vultosos estímulos concedidos durante a pandemia e que também ajudam a explicar a inflação. Como esses fatores não devem se repetir no próximo ano, a taxa de juros continuará subindo para conter a inflação e o resultado primário estrutural permanece em patamar muito semelhante ao pré-pandemia, a dívida deve voltar a crescer em 2022, permanecendo perto de 90% do PIB nos próximos anos se não houver alterações na política fiscal.

### Gráfico 1: Resultado Primário

R\$ bilhões correntes



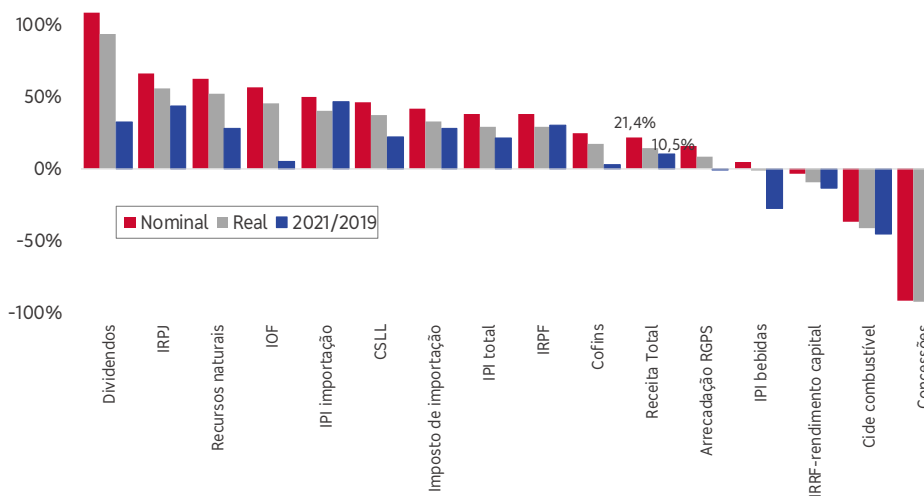
Fonte: BCB, Bradesco

**A arrecadação das receitas federais começou a surpreender desde o início do ano, com uma combinação favorável de recuperação do crescimento, desvalorização cambial e inflação.** A arrecadação total cresceu 21% nos 12 meses até outubro, um aumento de R\$ 327 bilhões. Descontando a inflação, a alta é de 14% no período. Parte dessa alta está associada a fatores que não devem ser recorrentes: **i)** alguns tributos e contribuições foram diferidos em 2020, como parte do conjunto de medidas para atenuar os impactos da pandemia sobre a economia. É o caso da arrecadação de Cofins, que registra um aumento de 17% no ano, em termos reais, mas está apenas 3% acima do nível de 2019<sup>1</sup>; **ii)** a desvalorização cambial inflou a arrecadação com o imposto de importação, com crescimento de 33%, e também a do IPI ligado à importação, que cresceu 40%; **iii)** a forte alta de algumas commodities, como o petróleo e o minério de ferro, beneficiou a arrecadação de royalties, com expansão de 52%.

(1) Comparação em termos reais, resultado acumulado até outubro em 2021 e 2019. Mesmo essa comparação não é perfeita, já que novos diferimentos foram registrados também em 2021. Nessa métrica, a arrecadação total cresceu 10% neste ano.

## Gráfico 2: Arrecadação Federal

R\$ bilhões, 12 meses até outubro e acumulado no ano na comparação com 2019



Fonte: Tesouro Nacional, Bradesco

### A recuperação do crescimento e do emprego também teve contribuição para a arrecadação no ano.

A arrecadação com Imposto de Renda de Pessoas Físicas cresceu 29% até outubro, em termos reais, enquanto o Imposto de Renda de Pessoas Jurídicas cresceu 18%, comparado com o mesmo período de 2019, já descontada a inflação e a arrecadação atípica de IRPJ e CSLL de 2021. Além disso, os resultados das empresas estatais levaram a um aumento dos dividendos recebidos pela União, cerca de R\$ 11,5 bilhões a mais do que em 2020 – com R\$ 9,3 bilhões vindos da Petrobras. Parte desses resultados pode ser mais persistente do que os efeitos descritos no parágrafo anterior.

### Mas aqui também vale alguma cautela.

A recuperação do nível do PIB foi bastante expressiva e mais rápida do que se imaginava no ano passado, mas isso aconteceu pelo elevado nível de estímulos concedidos, fiscais e monetários. Somente em programas fiscais, os estímulos atingiram R\$ 633 bilhões<sup>2</sup>. O Banco Central, além de reduzir a taxa Selic para 2%, ainda liberou R\$ 1,27 trilhão<sup>3</sup> em medidas para ampliar liquidez do sistema de crédito. Com isso, houve forte crescimento, mas esse nível de estímulo não é permanente e a recuperação cíclica pós pandemia praticamente já ocorreu. De fato, esses incentivos estão sendo revertidos neste momento, com programas fiscais reduzidos para 2022 e com rápido ajuste da Selic para patamares contracionistas. Isto é, não manteremos o ritmo de crescimento acelerado impulsionado por estímulos e o PIB deverá desacelerar de quase 5% para 0,75%. A mudança de política econômica, de expansionista para restritiva, irá levar a uma desaceleração da inflação e arrecadação deverá ser duplamente afetada, por menos crescimento e menos inflação. O resultado primário estrutural, que é a métrica que já considera o momento cíclico da economia e limpa os efeitos pontuais sobre receitas e despesas, deverá ser de -1,7% em 2022, mesmo patamar de antes da pandemia.

(2) <https://www.tesourotransparente.gov.br/visualizacao/painel-de-monitoramentos-dos-gastos-com-covid-19>

(3) [https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao\\_RCN\\_TCU\\_17.8.20.pdf](https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao_RCN_TCU_17.8.20.pdf)

**Em relação às despesas, não houve surpresa neste ano, com resultados dentro do Orçamento aprovado no começo de 2021.** Para 2022, com a flexibilização da regra do teto, a despesa poderá crescer R\$ 110 bilhões a mais do que era esperado antes da discussão da PEC 32/2021. O volume total de gasto é muito menor do que o registrado em 2020 e 2021, cerca de 1,2% do PIB. Mas, a mudança da regra tem um custo de credibilidade superior ao aumento da despesa em si<sup>4</sup>. A regra constitucional se mostrou menos restritiva do que o imaginado, mantendo um componente de incerteza quanto ao futuro da política fiscal. Adicionalmente, durante a tramitação da PEC dos Precatórios, o novo programa Auxílio Brasil se tornou permanente, isto é, uma nova despesa obrigatória a ser acomodada no teto de gastos, já inicialmente com valor elevado, R\$ 95 bilhões em 2022. Essa decisão ampliou a rigidez das contas públicas e, com isso, o cumprimento futuro do teto de gastos se torna progressivamente mais difícil e mais dependente de novas reformas que reduzam gastos obrigatórios.

**O teto de gastos, ampliado, será cumprido em 2022 e terá novo desafio para ser respeitado em 2023.** Em nossas estimativas, há necessidade de acomodar R\$ 11 bilhões de despesas em 2023, um volume manejável, mas que merece atenção, uma vez que a despesas discricionárias já estão em patamar bastante baixo há alguns anos.

**Tabela 1: Despesas da União**

R\$ bilhões correntes

	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Despesa Total</b>	<b>1.442</b>	<b>1.947</b>	<b>1.628</b>	<b>1.733</b>	<b>1.821</b>
<b>Benefícios Previdenciários</b>	<b>627</b>	<b>664</b>	<b>706</b>	<b>789</b>	<b>843</b>
<b>Pessoal</b>	<b>313</b>	<b>321</b>	<b>332</b>	<b>356</b>	<b>374</b>
<b>Outras Obrigatórias</b>	<b>195</b>	<b>720</b>	<b>323</b>	<b>270</b>	<b>266</b>
Abono e seguro desemprego	56	60	46	66	66
BPC	60	63	68	77	81
Créditos extraordinários	3	430	129	0	0
<b>Obrigatórias c/ controle de fluxo</b>	<b>143</b>	<b>134</b>	<b>147</b>	<b>227</b>	<b>243</b>
Bolsa Família/Auxílio Brasil	33	19	27	95	100
<b>Discricionárias</b>	<b>164</b>	<b>108</b>	<b>121</b>	<b>91</b>	<b>96</b>
<b>Folga / Insuficiência do Teto</b>				<b>0,3</b>	<b>-11,2</b>

**Fonte:** Tesouro Nacional, Bradesco

**Assim, a dívida bruta chegará a 81% do PIB neste ano, subindo para 88% em 2022.** O resultado primário e as taxas de juros explicam parte da redução da dívida em relação ao ano passado, com forte resultado da arrecadação e Selic na mínima histórica. No entanto, o denominador dessa estatística, o PIB nominal, também contribuiu, ao crescer 16,5% em 2021, mas sua expansão deverá ser de apenas 5,6% em 2022<sup>5</sup>.

**Sem a ajuda da inflação, o crescimento das receitas também deve contribuir menos e esperamos um déficit de R\$ 100 bilhões para o resultado primário consolidado em 2022.** Para essa desaceleração da inflação, o BC está em processo de subida de juros, o que fará saltar a despesa com pagamento de juros de R\$ 438 bilhões para R\$ 658 bilhões em 2022.

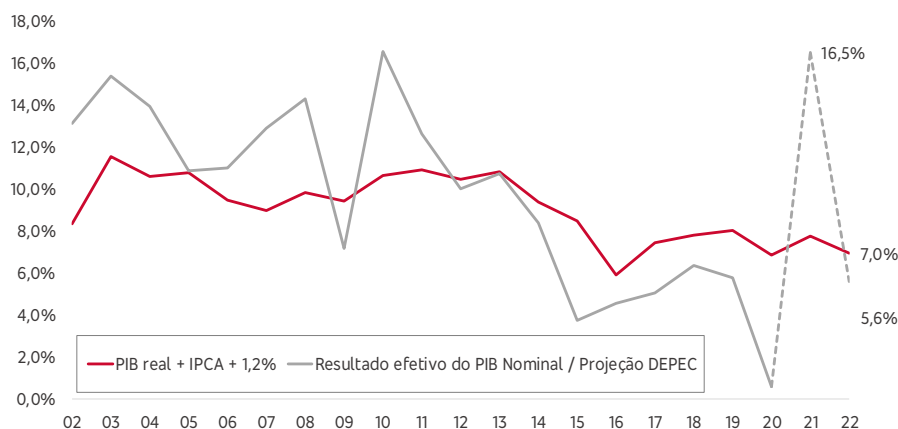
(4) Ver Destaque DEPEC de 03/11/21, "Teto de gastos e credibilidade da política fiscal".

(5) Cerca de um quarto do PIB Nominal é deflacionado por outros índices de preços além do IPCA. O PIB em valores nominais da Agropecuária e da Indústria evoluem tendo como um de seus deflatores implícitos os Índices de Preços por Atacado (IPA) dos seus respectivos setores. Em 2020, quando o IPA Agrícola subiu 49,4% e o IPA Industrial 25,3%, o PIB Nominal cresceu 1,1% enquanto o PIB real caiu 3,9%. O efeito inverso deverá ocorrer em 2022, com a desaceleração esperada desses deflatores.

Assim, mesmo que a inflação contribua para uma dívida bruta mais baixa neste ano, o custo de elevação de juros leva ao comportamento inverso nos anos seguintes, com nova elevação do endividamento. Após alguns anos em que o componente de juros estava se reduzindo na dívida, haverá reversão a partir de 2022.

### Gráfico 3: PIB nominal

% anual

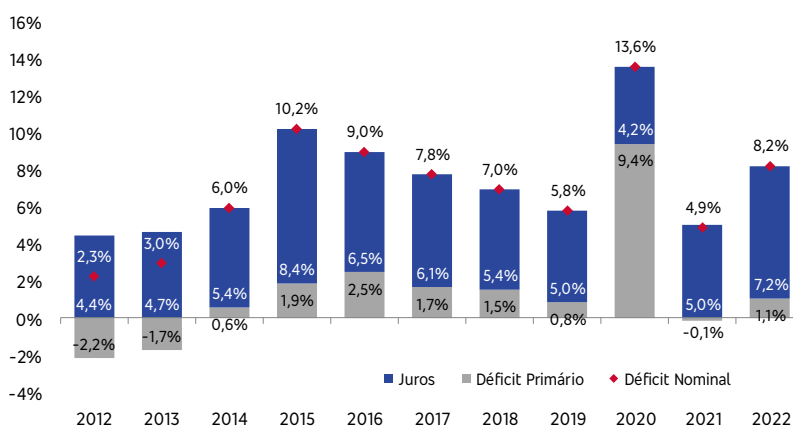


\*PIB real + IPCA +1,2%: regra padrão para estimar PIB nominal, considera expectativas de PIB e IPCA coletadas no Focus para o ano seguinte. 1,2% é a diferença média entre a variação do PIB nominal e da soma PIB real e IPCA.

Fonte: IBGE, Bradesco

### Gráfico 4: Déficit Nominal

% do PIB

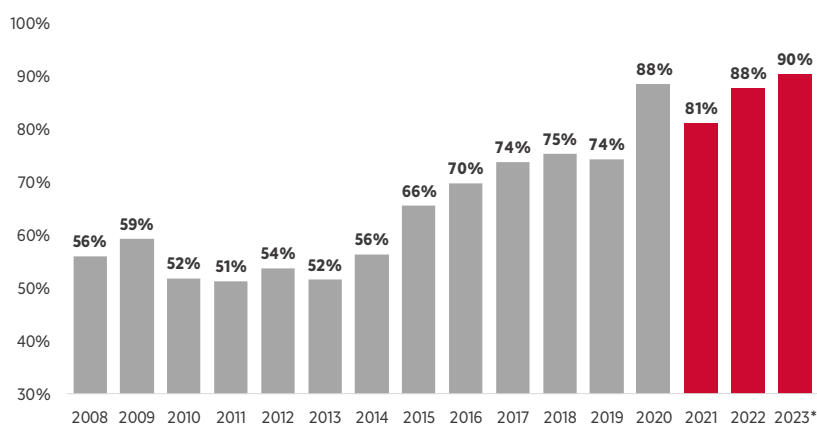


Fonte: BCB, Bradesco

**Os resultados positivos são uma boa notícia para o quadro fiscal, mas é necessária cautela ao extrapolar essa leitura para os próximos anos.** A melhora está muito ligada a um aumento da inflação, à elevação dos preços das commodities e à desvalorização cambial. Além disso, vivemos em 2021 uma recuperação cíclica, resultado de muitos estímulos. Esses fatores não irão se repetir daqui para a frente e o primário estrutural continua deficitário em 1,7% do PIB, com o orçamento público mais rígido.

Evidentemente, o patamar da dívida em 81% é muito melhor do que era esperado no começo do ano (90,7%, segundo Prisma Fiscal de jan/21), mas esse quadro tende a se reverter e o caminho para a consolidação fiscal ainda será longo. Por isso, os temas ligados ao regime e à política fiscal dos próximos anos serão tão relevantes no debate e na formação dos preços de ativos em 2022.

**Gráfico 5: Dívida Bruta**  
% do PIB



Fonte: BCB, Bradesco

## Equipe Técnica

### Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

### Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Renan Bassoli Diniz / Thiago Coraucci de Angelis / Vitor Vidal Costa Velho

### Estagiários

Bruna Andreatta Valentino / Gabriel Sartor Ganzarolli / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pires Sene / Lucas Daniel Duarte / Rafaela de Sousa Silva

[economiaemdia.com.br](http://economiaemdia.com.br)

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)