

2. CONJUNTURA FISCAL

2.1 Resultados fiscais de junho

O mês de junho registrou importante déficit primário para o setor público consolidado (R\$ 19,6 bilhões), particularmente explicado pelo resultado negativo do governo central (R\$ 19,9 bilhões). Em igual período do ano anterior, o déficit fiscal, apesar de acentuado, foi mais ameno: de R\$ 10,1 bilhões e R\$ 10,5 bilhões para o setor público consolidado e governo central, respectivamente. Houve, portanto, ampliação do déficit primário em R\$ 9,5 bilhões.

Do ponto de vista das despesas, a pressão adicional exercida pelas rubricas de gasto obrigatório, como pessoal (que avançou R\$1,8 bilhão ou 8,8% em relação a junho/16, em termos reais), transferência de renda às famílias (avanço de R\$ 2,4 bilhões ou 4,6%) e o pagamento antecipado¹ de sentenças judiciais e precatórios (de R\$ 8,3 bilhões) teve destacada influência na ampliação da despesa primária em junho (de R\$ 10,2 bilhões ou avanço real de 10,6% em relação a junho/16).

Vale ainda notar que as alterações promovidas na contabilização dos gastos com o programa de financiamento estudantil (Fies) pelo Tesouro Nacional², importante aprimoramento em termos de transparência e *accountability*, impactaram a despesa primária em R\$ 1,2 bilhão em junho. No acumulado até junho, o impacto alcança R\$ 2,6 bilhões sendo que, no próximo semestre são esperadas despesas de R\$ 3,7 bilhões, totalizando R\$ 6,3 bilhões em todo o ano.

Já pelo lado das receitas, o avanço em termos reais de 1,4% (frente a igual mês do ano anterior) da receita bruta foi sustentado pelo desempenho importante das receitas administradas (avanço de 6,4%) e previdenciárias (1,5%), não acompanhado pelas receitas não administradas, que recuaram R\$ 2,8 bilhões ou 20,1%. Descontadas as transferências aos estados e municípios, cujo avanço foi R\$ 1,1 bilhão ou 6,2% em termos reais frente a junho/16, foi modesta a taxa de crescimento das receitas líquidas (de R\$ 0,4 bilhão ou 0,5%). A Tabela 2 sintetiza os resultados.

A despeito do superávit primário do Tesouro Nacional e Banco Central no acumulado ano (R\$ 27 bilhões, em termos reais), o acentuado déficit do RGPS de R\$ 83 bilhões (ante R\$ 63,1 bilhões no primeiro semestre do ano anterior) sustentou a ampliação do déficit primário do governo central. O regime que registra maior déficit no RGPS é o rural, cujo déficit ultrapassou R\$ 50 bilhões no primeiro semestre, superior aos cerca de R\$ 30 bilhões do regime urbano. Do ponto de vista da taxa de crescimento do déficit entre os regimes, destaca-se o regime urbano, cujo avanço foi de 124% ou R\$ 17,4 bilhões, enquanto o regime rural avançou 5% ou R\$ 2,6 bilhões, ambos em termos reais. O Gráfico 9 revela a dinâmica do déficit do RGPS por regime, urbano e rural, ambos como proporção do PIB.

Os resultados fiscais para o primeiro semestre do ano acumulam déficit de R\$ 35,2 bilhões para o setor público consolidado, equivalente a 24,6% da meta para todo setor público consolidado de R\$ 143,1 bilhões. Para o governo central, o déficit primário acumulado nesse período (de R\$ 54,8 bilhões) consumiu o equivalente a 39,4% de sua meta anual de R\$ 139 bilhões. Já o déficit primário das empresas estatais federais, de R\$ 1,4 bilhão até junho, consumiu 46% da meta de resultado previsto para o ano, de -R\$ 3 bilhões. A maior contribuição para atenuar o déficit do setor público consolidado vem dos estados e municípios (incluídas suas empresas estatais), que acumulam resultado positivo de R\$ 20,95 bilhões, bastante superior à sua meta de déficit primário de R\$ 1,1 bilhões.

¹ Nos últimos três anos (de 2014 a 2016), esses pagamentos foram realizados ao final do segundo semestre e, neste ano, foram antecipados para o final do primeiro semestre, retomando prática verificada antes do período referido.

² Do ponto de vista da apuração do teto de gastos, a inclusão da despesa primária com o Fies (de R\$ 7 bilhões em 2016) produziu alterações na base da despesa do ano passado e, por conseguinte, para os anos posteriores. Nesse sentido, o ponto de partida para as despesas primárias sujeitas ao teto em 2016 passaram a ser de R\$ 1.221.427 milhões (ante R\$ 1.214.384 milhões). Para este ano, portanto, o teto de gastos ajustado pela incorporação das despesas do Fies é de R\$ 1.309.370 milhões (ante R\$ 1.301.821 milhões). Vale notar ainda que a incorporação do Fies nas estatísticas do Tesouro Nacional (acima-da-linha) não afeta as estatísticas divulgadas pelo Banco Central (abaixo-da-linha), cuja metodologia já captura o referido efeito, uma vez que sua apuração toma por base as variações do saldo da dívida líquida.

TABELA 2. SÍNTESE DOS RESULTADOS PRIMÁRIOS DO GOVERNO CENTRAL (R\$ MILHÕES, A PREÇOS DE JUNHO/17)

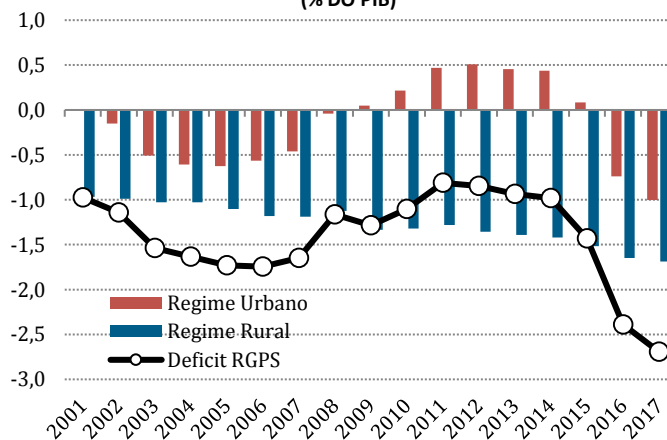
Rubricas	Mensal					Acumulado no Ano				
	Part. %	jun/17	jun/16	Var.	Var. %	Part. %	jun/17	jun/16	Var.	Var. %
Receita Bruta (A)	100,0	104.822	103.337	1.485	1,4	100,0	666.443	674.640	-8.198	-1,2
Administrada	61,0	63.953	60.125	3.827	6,4	62,9	419.149	417.345	1.804	0,4
Previdenciária	28,4	29.783	29.342	441	1,5	26,3	175.140	178.411	-3.272	-1,8
Não administrada	10,6	11.086	13.869	-2.783	-20,1	10,8	72.172	78.895	-6.723	-8,5
Incentivos Fiscais (-)	0,0	0	0	0	-	0,0	-17	-11	-6	-
Transferências a E&M (B)	100,0	18.138	17.073	1.065	6,2	100,0	116.879	109.911	6.969	6,3
Transferências Constitucionais	85,0	15.424	14.438	986	6,8	80,5	94.145	90.801	3.344	3,7
Fundos Constitucionais	4,0	722	667	55	8,3	3,5	4.125	3.918	207	5,3
Salário Educação	5,1	926	944	-18	-1,9	5,4	6.331	6.484	-153	-2,4
Compensações Financeiras	5,8	1.052	1.000	52	5,2	9,5	11.147	7.686	3.461	45,0
CIDE – Combustíveis	0,0	0	0	0	-	0,7	834	772	61	-
Demais	0,1	15	24	-9	-39,4	0,3	297	250	48	19,1
Receita Líquida (C=A-B)	-	86.684	86.264	420	0,5	-	549.563	564.730	-15.166	-2,7
Despesa Total (D)	100,0	106.482	96.300	10.182	10,6	100,0	605.581	602.502	3.079	0,5
Pessoal	20,6	21.967	20.194	1.773	8,8	22,6	136.948	123.083	13.865	11,3
Transferência de Renda	49,9	53.090	50.764	2.326	4,6	54,1	327.727	311.585	16.141	5,2
Benefícios Previdenciários	40,0	42.623	40.373	2.250	5,6	42,6	258.174	241.496	16.679	6,9
Abono e Seguro Desemprego	3,4	3.585	3.862	-278	-7,2	4,7	28.232	30.701	-2.469	-8,0
Benefícios assistenciais	4,2	4.485	4.224	260	6,2	4,4	26.762	25.358	1.404	5,5
Bolsa Família	2,3	2.398	2.305	93	4,0	2,4	14.558	14.030	528	3,8
Subsídios e Subvenções (ampliado) ¹	1,8	1.963	1.986	-23	-1,2	3,2	19.562	29.117	-9.555	-32,8
Discricionárias (exceto Bolsa Família)	14,2	15.122	16.107	-985	-6,1	13,5	81.632	92.802	-11.170	-12,0
Legislativo, Judiciário, MPU e DPU	0,9	1.011	1.070	-60	-5,6	0,9	5.202	6.126	-925	-15,1
PAC (exceto MCMV)	1,7	1.802	2.291	-489	-21,3	1,5	8.940	16.849	-7.909	-46,9
Créditos Extraordinários (exceto PAC)	0,1	61	205	-145	-70,4	0,1	428	2.405	-1.977	-82,2
Precatórios e Sent. Judiciais	7,9	8.436	124	8.313	6705,0	1,6	9.684	713	8.971	1258,0
Outras de Custo	2,8	3.030	3.558	-528	-14,9	2,6	15.459	19.822	-4.363	-22,0
Resultado Primário (C-D)	-	-19.798	-10.036	-9.762	-97,3	-	-56.018	-37.773	-18.245	-48,3
Tesouro Nacional e Banco Central		-6.958	995	-7.953	799,5		27.017	25.312	1.705	-6,7
Previdência Social		-12.840	-11.031	-1.809	-16,4		-83.035	-63.084	-19.950	-31,6

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Para o acumulado nos últimos doze meses, após relativa estabilidade no patamar de 2,3% do PIB no primeiro quadrimestre do ano, o déficit primário avançou para 2,5% e 2,6% do PIB em maio e junho, respectivamente. A deterioração só não é mais acentuada em função do bom desempenho dos estados e municípios (inclusive suas respectivas estatais), que registram superávit primário de 0,2% do PIB no mesmo período. A despeito do déficit menos proeminente na estatística oficial (de 2,6% do PIB), nossa estimativa para o resultado primário recorrente (quando excluídos os efeitos extraordinários ou não recorrentes) aponta ampliação do déficit para 3,2% do PIB (ante 3% no início do ano).

No que se refere às estatísticas de déficit nominal, houve avanço para R\$ 51,1 bilhões em junho (ante R\$ 32,2 bilhões em junho/16). O resultado foi impactado pelo maior ônus com a conta de juro nominal líquido, que em junho deste ano (-R\$ 0,5 bilhão) não contou com importante contribuição das operações de swap cambial, como em junho do ano passado (+R\$ 22,7 bilhões). Para o acumulado nos últimos doze meses, apesar do avanço no déficit nominal oficial para 9,5% do PIB (ante 9,2% no mês anterior), houve recuo no déficit - 9,66% do PIB ante 9,74% no mês anterior -

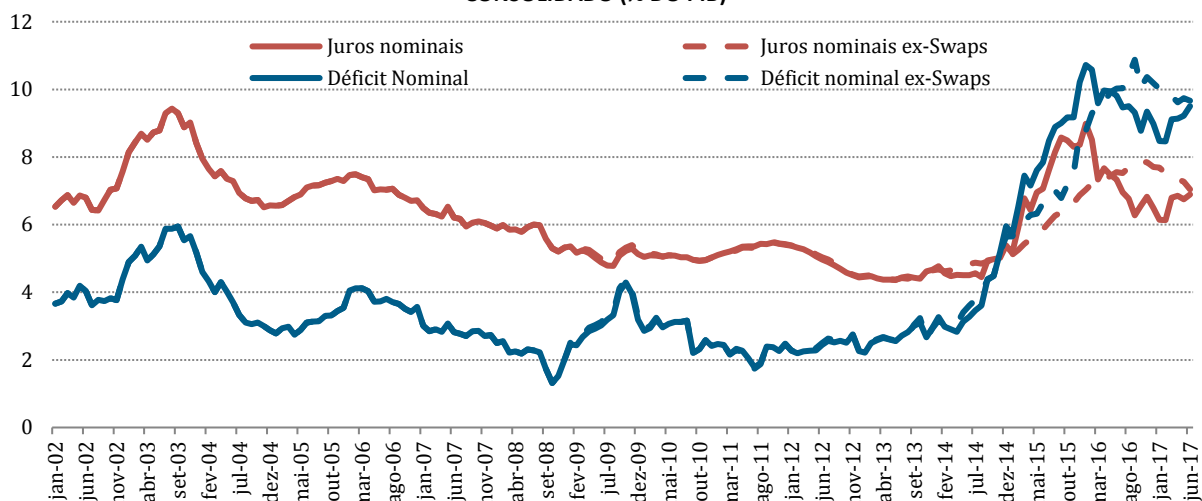
GRAFICO 9. EVOLUÇÃO DO DÉFICIT DO RGPS POR REGIME (% DO PIB)



Fonte: Tesouro e IBGE. Elaboração: IFI.

quando expurgado os efeitos das operações de swap cambial. O impacto das operações de swap cambial nos últimos doze meses foi positivo em R\$ 10,2 bilhões. O Gráfico 10 revela a dinâmica desses resultados.

GRÁFICO 10. EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% DO PIB)

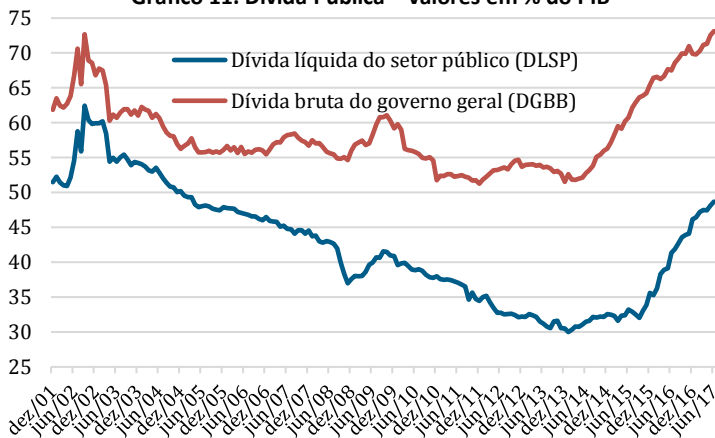


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

2.2 Dívida Pública

A dívida pública mantém sua tendência de crescimento iniciada em 2014. O Gráfico 11 mostra a evolução do endividamento pelos dois conceitos mais tradicionais: a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP).³ A DBGG chegou a R\$ 4,67 trilhões em junho de 2017, que corresponde a 73,1% do PIB, o mais elevado patamar da série histórica. Já a DLSP totalizou R\$ 3,11 trilhões neste mesmo mês ou 48,7% do PIB, que é um valor semelhante ao verificado em 2005, quando a média da DLSP no primeiro semestre foi de exatamente 48,7% do PIB. Sem dúvida, o que mais chama atenção é a rapidez da deterioração dos indicadores da dívida pública. As projeções do cenário básico da IFI, por exemplo, apontam para uma estimativa da dívida bruta de 76,2% do PIB no final de 2017 e um crescimento gradual até o auge de 92,4% em 2023.⁴

Gráfico 11. Dívida Pública – valores em % do PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

A análise da composição da dívida pública, na Tabela 3, mostra que os avanços recentes da DLSP e da DBGG, em proporção do PIB, estão bastante concentrados em duas rubricas: i) a dívida mobiliária em mercado do governo federal, que são os

³ A principal diferença dos dois conceitos é que a DBGG só contabiliza os passivos, enquanto a DLSP considera os passivos líquidos dos ativos públicos (por exemplo, as reservas internacionais e os créditos do TN junto ao BNDES). Outra diferença importante é de cobertura. A DBGG considera apenas os passivos do governo geral (federal, estadual e municipal) enquanto a DLSP inclui, além do governo geral, as empresas estatais não financeiras (exclusive Petrobras e Eletrobrás) e o Banco Central.

⁴ Para maiores detalhes acerca da trajetória da dívida pública projetada pela IFI, acesse o RAF de junho de 2017. Disponível em http://www2.senado.leg.br/RAF_Junho.

títulos públicos vendidos pelo Tesouro Nacional (TN); e ii) as operações compromissadas do Banco Central, que, com o objetivo precípuo de controlar a liquidez da economia, vende de títulos do TN que estão na carteira do banco com compromisso de recomprá-los em prazo determinado.⁵

Entre dezembro de 2014 e junho de 2017, a dívida mobiliária federal saltou de R\$ 2,14 trilhões para R\$ 3,19 trilhões, correspondendo a um acréscimo de 12,8 pontos percentuais (p.p.) do PIB em dois anos e meio (de 37,0% para 49,8% do PIB). Esta é a principal rubrica responsável pela elevação da dívida pública que, no mesmo período, avançou 16,1 p.p. do PIB pelo conceito de DLSP e 16,8 p.p. pela DBGG. Outra rubrica relevante são as operações compromissadas que avançaram 3,2 p.p. PIB entre dezembro de 2014 e junho de 2017 (de 14,0% para 17,2% do PIB). Assim, deu-se continuidade a um processo de concentração da dívida pública nestas duas rubricas (dívida mobiliária e operações compromissadas) que somadas passaram a totalizar 91,7% da DBGG⁶.

TABELA 3. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA – VALORES EM % DO PIB

Item	dez-04	dez-14	dez-16	abr-17	mai-17	jun-17
Dívida líquida do setor público (I) = (II) + (VI) + (IX) + (XIII)	50,2	32,6	46,2	47,4	48,1	48,7
Governo federal (II) = (III) + (IV) + (V)	31,3	22,0	35,9	37,8	38,5	38,8
Dívida* (III)	40,7	37,3	47,2	48,4	48,5	50,1
Dívida mobiliária	39,2	37,0	47,0	48,2	48,2	49,8
Dívida externa	10,3	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8
Demais	1,5	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Créditos** (IV)	-27,1	-24,8	-23,5	-23,5	-23,4	-23,5
Instituições Financeiras Oficiais	-0,9	-9,4	-7,6	-7,6	-7,6	-7,6
Dívida com os governos subnacionais	-17,8	-9,1	-8,8	-8,7	-8,7	-8,7
Demais	-8,4	-6,3	-7,1	-7,2	-7,1	-7,2
Relacionamento com o Banco Central (V)	7,4	7,7	10,2	11,1	11,6	10,4
Governos subnacionais (VI) = (VII) + (VIII)	17,8	11,1	11,9	11,6	11,6	11,7
Dívida (VII)	19,3	12,3	12,8	12,6	12,6	12,7
Dívida com o governo federal	17,8	9,1	8,8	8,7	8,7	8,7
Demais	1,5	3,2	4,0	3,9	4,0	4,0
Créditos (VIII)	-1,5	-1,2	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0
Banco Central (IX) = (X) + (XI) + (XII)	-0,4	-1,2	-2,5	-2,8	-2,8	-2,7
Passivos (X)	11,6	23,5	26,9	27,4	28,1	27,5
Base monetária	4,5	4,6	4,3	4,1	3,7	4,1
Operações compromissadas	3,0	14,0	16,7	17,2	18,3	17,2
Demais	4,1	4,9	5,9	6,0	6,1	6,2
Créditos (XI)	-4,7	-17,0	-19,2	-19,1	-19,4	-19,8
Reservas internacionais	-3,7	-17,0	-19,1	-18,7	-19,0	-19,4
Demais	-0,9	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4
Relacionamento com o Governo federal (XII)	-7,4	-7,7	-10,2	-11,1	-11,6	-10,4
Conta Única	8,1	10,5	16,6	16,0	14,9	15,8
Dívida Mobiliária na carteira do Bacen	-15,5	-19,3	-24,3	-25,5	-25,0	-25,1
Equalização Cambial	0,0	1,1	-2,5	-1,6	-1,4	-1,2
Empresas estatais (XIII)	1,5	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Memo: Dívida bruta do governo geral	56,3	56,3	69,9	71,3	72,5	73,1

Fonte: Bacen. Elaboração: IFI.

Notas: * Exclusive operações compromissadas. ** Exclusive o saldo da conta única e as operações compromissadas.

Quando comparamos, na Tabela 3, o mês de junho de 2017 em relação ao mês anterior, a DGGG ampliou-se em R\$ 41,1 bilhões (de R\$ 4.633,52 para 4.674,60 bilhões) e a DLSP em R\$ 37,8 bilhões (de R\$ 3.075,14 para 3.112,89 bilhões), sendo que ambos representam um acréscimo de 0,6% do PIB em um único mês. Tal acréscimo deveu-se ao crescimento extraordinário da dívida mobiliária federal, que aumentou R\$ 104,1 bilhões (de R\$ 3.081,57 para R\$ 3.185,71 bilhões)

⁵ Considera-se a DBGG apurada pela nova metodologia divulgada pelo Banco Central em 2008, com informações a partir de 2006. Para harmonizar o período anterior, as informações da Tabela 3 foram calculadas subtraindo da série antiga a dívida mobiliária na carteira do Banco Central e somando a dívida mobiliária do próprio banco e as operações compromissadas.

⁶ Fenômeno que não é recente e foi analisado com mais detalhes no RAF de junho de 2017.

ou 1,6% do PIB nesse mês. Contudo, este crescimento da dívida mobiliária é de natureza atípica e, para compreendê-lo melhor, faz-se necessário levar em consideração as turbulências vivenciadas no mercado financeiro no mês anterior e empreender uma análise combinada com as operações compromissadas.

A segunda quinzena do mês de maio de 2017 foi caracterizada por grande instabilidade no mercado financeiro, em razão das turbulências no campo político, inclusive com interrupções de pregões da Bolsa de Valores de São Paulo e suspensões de dois leilões de títulos públicos do TN. Ao final deste mês de maio, as emissões líquidas da dívida mobiliária interna federal ficaram negativas em R\$ 18,7 bilhões –um indicativo de que o TN optou por não rolar integralmente os títulos vencidos nos leilões públicos. A opção por postegar as emissões de títulos foi revertida já no mês de junho de 2017, quando retornaram condições mais favoráveis para a colocação dos papéis no mercado e as emissões líquidas ficaram positivas e no elevado patamar de R\$ 72,2 bilhões.⁷ O mês de junho também coincidiu com um período de poucos vencimentos de títulos e, como usual, o TN aproveita estas ocasiões para manter um fluxo mais regular de emissões de títulos (e, por consequente, promove emissões líquidas positivas) que elimina pressões nos meses futuros com maiores volumes de títulos vencidos.

Além disto, as evoluções da dívida mobiliária do TN devem ser analisadas de maneira combinada com as operações compromissadas do Banco Central, uma vez que as duas instituições atuam de maneira coordenada. No mês de maio de 2017, quando os resgates mais que superaram as emissões de títulos da dívida mobiliária pelo TN, o Banco Central esterelizou a liquidez excedente por meio das operações compromissadas⁸ (isto é, vendendo temporariamente títulos do TN que estão na carteira do banco). O contrário ocorreu em junho de 2017. As emissões líquidas de títulos públicos pelo TN foram positivas, retirando liquidez do mercado, e, em contrapartida, o Banco Central desfez boa parte das operações compromissadas. Daí a principal explicação para as operações compromissadas terem dado um salto de 1,1 p.p. do PIB no mês de maio de 2017 que foi integralmente revertido no mês seguinte, conforme destacado pelos números da Tabela 3.

Em outras palavras, o crescimento de 1,6 p.p. do PIB na dívida mobiliária federal em junho de 2017 é de natureza atípica e foi em sua maior parte compensada pela redução do volume de operações compromissadas da ordem de 1,1 p.p. Neste mês o TN aproveitou para recompor suas posições e isto abriu espaço para o Banco Central reduzir o volume de operações compromissadas. De todo modo, o avanço da dívida pública de 0,6 p.p. do PIB no mês de junho de 2017, verificado tanto na DBGG quanto na DLSP, é bastante expressivo e dá continuidade à sua tendência de forte expansão iniciada em 2014. No caso da DLSP, por exemplo, este crescimento correspondente a R\$ 37,8 bilhões no mês de junho foi resultado de um déficit primário de R\$ 19,6 bilhões, da despesa com juros nominais de R\$ 31,5 bilhões e de outros fatores condicionantes que reduziram a dívida em R\$ 13,3 bilhões (sobretudo a desvalorização cambial que amplia o valor dos ativos denominados em moeda estrangeira).

A análise da composição da dívida pública na Tabela 3 ajuda a entender os fatores que estão por trás desta dinâmica ascendente. No final de 2004, a DLSP alcançou 50,2% do PIB e, devido aos volumes ainda inexpressivos de ativos, era apenas um pouco inferior à dívida bruta de 56,3% do PIB. Uma década depois a dívida passou a mostrar uma composição bastante distinta. A DBGG permaneceu relativamente estabilizada e finalizou o ano de 2014 no mesmo patamar de 56,3% do PIB verificado em 2004, enquanto a DLSP caiu progressivamente até 32,6% do PIB em 2014, devido à geração de superávits primários em quase todos estes anos (ainda que cadentes a partir de 2009 e negativos desde 2014) e à acumulação de ativos como as reservas internacionais e os créditos junto às instituições financeiras oficiais (BNDES).

Do ponto de vista da dinâmica da dívida, o maior problema deste processo de acumulação simultânea de ativos e passivos públicos que esteve em curso no decênio 2005-2014 se origina do elevado diferencial de rentabilidade entre os ativos e

⁷ Segundo as informações da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal de Junho de 2017, publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional. Mais precisamente, no mês de maio as emissões de títulos de R\$ 46,8 bilhões foram inferiores aos resgates de R\$ 65,5 bilhões, ao contrário do mês de junho em que as emissões de R\$ 73,6 bilhões superaram em muito os resgates de R\$ 1,4 bilhão.

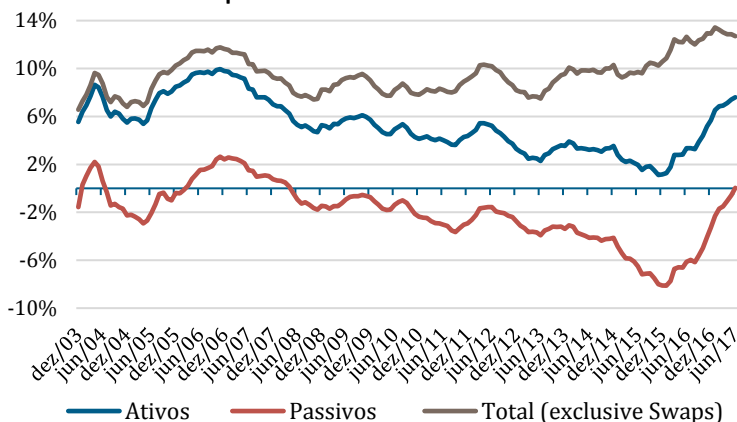
⁸ Ver box sobre o tema, explorado no Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de abril: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529486/RAF_abr17_pt3.pdf?sequence=10

os passivos públicos. O setor público não-financeiro passou a dispor de cerca de 26% do PIB em ativos de menor rentabilidade, entre créditos junto ao BNDES que remuneram o TN a uma taxa próxima da inflação doméstica e reservas internacionais que sequer cobrem essa inflação, ao mesmo tempo em que os passivos mativeram-se em níveis elevados ao redor de 55% do PIB e remunerando os credores a uma taxa real em média superior a 5% ao ano. Este diferencial de rentabilidade está ilustrado no Gráfico 12 que apresenta as taxas de juros implícitas dos passivos e ativos do setor público, após descontar a inflação doméstica.⁹

Este perfil assimétrico de endividamento público, com elevados volumes de passivos e de ativos financeiros e grande diferencial de rentabilidade entre eles, reflete-se em uma taxa implícita de juros da DLSP elevada que há mais de uma década vem oscilando em torno de 10% ao ano, conforme exposto no Gráfico 12. Isto resulta na necessidade de se produzir superávits primários muito elevados para conter a escalada da dívida pública sempre que a economia não apresenta boa dinâmica de crescimento do produto, como se pode depreender da análise do Gráfico 13.

O Gráfico 13 permite comparar o resultado primário realizado pelo setor público com o requerido para estabilizar a dívida pública.¹⁰ Enquanto o diferencial entre a taxa real implícita de juros e o ritmo de crescimento do PIB era pequeno e o governo produzia superávits primários, foi possível reduzir a dívida líquida, como se viu nos anos 2005/2013. Diante da persistência da elevada taxa implícita da dívida pública numa economia que passou a operar em baixo ritmo de crescimento ou em recessão, o superávit primário requerido para estabilizar a dívida passou a ser superior a 4% no PIB, desde meados de 2015. E – para reforçar, estamos tratando apenas da contenção da escalada da dívida pública, e não das condições para redução da dívida/PIB. Justamente neste período, o indicador de resultado primário passou por uma rápida deterioração: os superávits médios de 2,9% do PIB nos anos 2005/2013 converteram-se em déficit de 2,6% do PIB em junho de 2017,

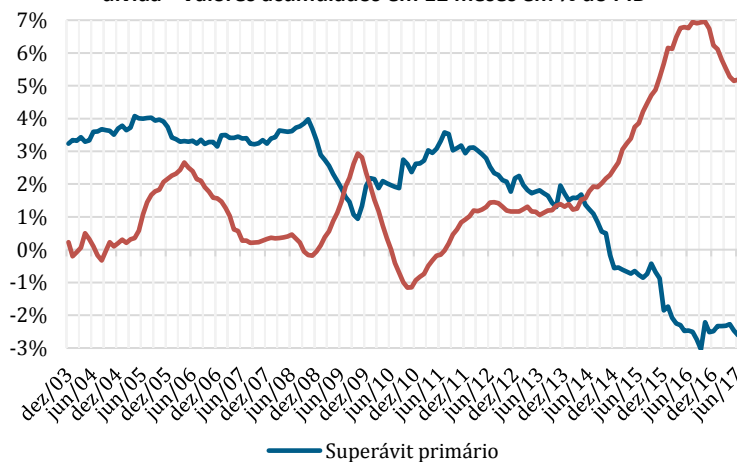
Gráfico 12. Taxa real de juros implícita da dívida líquida do setor público – taxa acumulada em doze meses



Fonte: IFI.

Notas: As taxas reais foram calculadas descontando-se a taxa anual de inflação mensurada pelo IPCA.

Gráfico 13. Superávit primário requerido para estabilizar a dívida - Valores acumulados em 12 meses em % do PIB



Fonte: Banco Central e IFI. Elaboração: IFI.

⁹ A taxa implícita corresponde à taxa média de juros nominal incidente sobre o estoque da dívida. Os juros são calculados em termos líquidos, deduzindo-se os juros que o governo recebe pelos seus ativos dos juros que ele paga aos credores da dívida pública. No biênio 2015-2016, o cálculo da taxa implícita fica distorcido, chegando a superar 20%, devido a grandes volumes de perdas líquidas nas operações de swap cambial que são contabilizadas na conta de juros. Por isto, optou-se por excluir o efeito dos swaps cambiais no cálculo das taxas implícitas apresentadas no Gráfico 12 e também no cálculo do superávit primário requerido para estabilizar a DLSP no Gráfico 13.

¹⁰ Considera-se a estatística de resultado abaixo da linha que é apurada pelo Banco Central, como resultado da diferença entre a variação da dívida pública e os juros devidos pelo setor público. Este cálculo é distinto do acima da linha apurado pela Secretaria do Tesouro Nacional e analisado na Seção 2.1 deste relatório. Por conta das distintas metodologias, há discrepâncias estatísticas entre as duas estatísticas.

considerando os valores acumulados em 12 meses. Isto é, o atual déficit primário, o qual ainda não mostra sinais de reversão, está 7,8 pontos percentuais do PIB distante dos 5,2% requeridos para evitar que a relação dívida/PIB cresça.

Diante desse quadro, será difícil conter a escalada da dívida pública nos próximos anos enquanto persistirem elevados diferenciais entre as taxas de juros reais e o crescimento do PIB, mesmo que a política fiscal volte a produzir algum superávit primário. Os cenários para a dinâmica da dívida pública elaborados pela IFI apontam justamente nesta direção.¹¹ Ou seja, o êxito da consolidação fiscal no médio prazo dependerá de um misto de fortalecimento do resultado primário, recuperação do crescimento econômico e redução dos juros.

2.3 Relatório de Avaliação do 3º Bimestre

O relatório de avaliação do orçamento do terceiro bimestre ampliou em R\$ 5,95 bilhões o volume de recursos contingenciados, para R\$ 44,93 bilhões. Com o novo contingenciamento, o bloqueio alcançou 36% (ante 31%) do volume de recursos da chamada margem fiscal, calculada pela IFI. A maior parte da restrição para empenho e movimentação financeira ocorreu, conforme esperado, no Poder Executivo (R\$ 44,3 bilhões) ante os demais Poderes (R\$ 0,61 bilhões), cujos destaques são as Justiças Eleitoral (-R\$ 255 milhões), Federal (-R\$ 98,8 milhões) e do Trabalho (-R\$ 92,1 milhões), bem como o Ministério Público da União (-R\$ 72 milhões). Como razão da base de despesas passíveis de contingenciamento, o bloqueio equivale, respectivamente, a 30,5%, 32%, 32,5% e 32,1% no acumulado até o terceiro bimestre.

A necessidade de promover novo bloqueio de recursos decorreu da redução da expectativa de receitas, bruta (-R\$ 5,8 bilhões) e líquida (-R\$ 1,6 bilhões), e avanço na fixação da despesa primária (R\$ 4,6 bilhões) frente às previsões realizadas na avaliação bimestral de maio. Pelo lado da arrecadação, houve recuo tanto nas receitas administradas (R\$ 8,8 bilhões) quanto nas previdenciárias (R\$ 1,6 bilhão), enquanto as receitas não administradas foram ampliadas em R\$ 4,6 bilhões.

Do ponto de vista da composição da reestimativa das receitas administradas, as revisões foram bastante acentuadas, com destaque para a compensação quase integral entre a frustração das receitas do RERCT, ou “repatriação” (-R\$ 9,9 bilhões) e elevação do PIS/Cofins sobre combustíveis (+R\$ 10,4 bilhões). Adicionalmente, houve recuo de R\$12 bilhões com a revisão dos parâmetros macroeconômicos - como o PIB nominal e inflação (IPCA e IGP) - e de R\$ 3,2 bilhões com o colateral tributário pela venda de ativos, não compensados pela incorporação de R\$ 5,8 bilhões em receitas com os dois programas especiais de refinanciamento de dívida (“Refis), o PRT (antiga MP 766/17, que perdeu validade) e PERT (MP 783/17, cuja validade encerra-se neste sábado, 12/08).

Quanto às receitas não administradas, o avanço de R\$ 4,6 bilhões (ante avaliação bimestral anterior) é explicado majoritariamente pela reestimativa a menor de concessões e outorgas (R\$ 2,3 bilhões), em função da reprogramação do pagamento da outorga fixa prevista na MP 779/17, e de menores receitas com dividendos em R\$ 3 bilhões, mais do que compensadas pela incorporação dos recursos de precatórios não sacados pelo credor há mais de dois anos (R\$ 10,2 bilhões). As receitas previdenciárias recuaram R\$ 1,6 bilhão em resposta à combinação da previsão de receita com os programas especiais de parcelamento (“Refis”) concedidos aos estados e municípios (MP 778/17) e pela incorporação dos dados realizados até o junho deste ano.

Pela ótica das despesas, o avanço de R\$ 4,6 bilhões decorreu da conjugação dos principais fatores: i) ampliação do gasto com pessoal e encargos em R\$ 1,4 bilhão, dos quais cerca de metade deve-se a reclassificação do fundo constitucional do DF (FCDF); ii) ampliação do gasto com compensação ao RGPS pela desoneração da folha (+R\$0,6 bilhão); e iii) inovação com a assertiva contabilização do gasto líquido com o programa de financiamento estudantil, o Fies (R\$ 6,3 bilhões). Na outra direção, houve recuo nos gastos com subsídios (R\$ 1,9 bilhão), custeio do FCDF (R\$ 0,3 bilhão) e com os fundos de financiamento regionais (-R\$ 0,5 bilhão), bem como de reestimativa do programa Bolsa Família (BsF) em R\$ 0,8 bilhão.

¹¹ Para maiores detalhes, acesse o RAF de junho de 2017. Disponível em http://www2.senado.leg.br/RAF_lunho.

Do resultado da menor expectativa de receita (-R\$1,6 bilhão) e maior fixação de gastos (+R\$ 4,6 bilhões), há ainda a reversão da compensação do resultado das empresas estatais em R\$ 0,24 bilhão, de maneira que o novo bloqueio discricionário alcançou R\$ 5,95 bilhão. Os resultados da terceira reavaliação estão sintetizados na Tabela 4.

TABELA 4. COMPOSIÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL EM DISTINTAS FASES DO PROCESSO ORÇAMENTÁRIO (R\$ MILHÕES E % DO PIB)

Discriminação	2017							
	LOA		Decreto 9.018/17		Decreto 9.062/17		Decreto 9.113/17	
	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB
I. RECEITA TOTAL	1.422.815,6	21,9	1.378.809,5	21,2	1.386.024,1	21,1	1.380.233	21,0
I.1 - Receita Administrada pela RFB	881.587,5	13,6	848.750,0	13,1	840.364,4	12,8	832.886	12,7
I.2 - Incentivos Fiscais		0,0		0,0	0,0	0,0	-1.321	0,0
I.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS	381.109,5	5,9	371.736,5	5,7	375.599,0	5,7	374.020	5,7
I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB	160.118,5	2,5	158.323,0	2,4	170.060,7	2,6	174.648	2,7
I.4.1 Concessões e Permissões	23.963,2	0,4	20.906,5	0,3	27.951,8	0,4	25.686	0,4
I.4.2 Dividendos e Participações	7.708,0	0,1	9.392,6	0,1	8.836,6	0,1	5.844	0,1
I.4.3 Operações com Ativos	5.880,7	0,1	2.955,6	0,0	2.975,7	0,0	2.771	0,0
I.4.5 Demais Receitas	122.566,7	1,9	125.068,3	1,9	130.296,6	2,0	140.347	2,1
II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	235.357,6	3,6	234.788,0	3,6	234.916,1	3,6	230.709	3,5
III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)	1.187.457,9	18,3	1.144.021,5	17,6	1.151.108,0	17,6	1.149.524	17,5
IV. DESPESA TOTAL	1.326.450,1	20,4	1.283.022,0	19,8	1.289.865,4	19,7	1.288.525	19,6
IV.1 Despesas Obrigatórias	1.036.279,4	16,0	1.034.176,0	15,9	1.037.873,1	15,8	1.043.284	15,9
IV.1.1 Benefícios Previdenciários	562.369,4	8,7	560.568,8	8,6	559.769,9	8,5	559.770	8,5
IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais	284.058,2	4,4	282.972,8	4,4	283.072,6	4,3	284.472	4,3
IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego	57.440,7	0,9	57.440,7	0,9	58.906,8	0,9	58.810	0,9
IV.1.4 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	50.948,8	0,8	53.148,8	0,8	53.634,8	0,8	53.635	0,8
IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	5.596,1	0,1	5.294,9	0,1	5.268,1	0,1	5.171	0,1
IV.1.6 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	16.002,9	0,2	11.251,6	0,2	13.822,4	0,2	14.456	0,2
IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)	13.969,8	0,2	13.037,4	0,2	13.037,4	0,2	13.037	0,2
IV.1.8 Fundo Constitucional DF	2.313,7	0,0	1.931,0	0,0	1.873,7	0,0	1.533	0,0
IV.1.9 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)	3.860,4	0,1	3.860,4	0,1	3.860,4	0,1	3.860	0,1
IV.1.10 Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC	11.315,3	0,2	11.315,3	0,2	11.272,8	0,2	11.273	0,2
IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro	23.419,1	0,4	26.774,7	0,4	26.774,7	0,4	24.874	0,4
IV.1.12 Outras Despesas Obrigatórias	4.985,0	0,1	6.579,6	0,1	6.579,6	0,1	12.393	0,2
IV.2 Despesas com controle de fluxo	290.170,7	4,5	248.846,0	3,8	251.992,3	3,8	245.241	3,7
V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0,0
VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL	-138.992,2	-2,1	-139.000,5	-2,1	-138.757,4	-2,1	-139.000	-2,1

Fonte: Planejamento. Elaboração: IFI.

Por fim, importa ainda destacar que o gasto mínimo constitucional nas áreas de saúde e educação, cuja vinculação é de 15% da receita corrente líquida (RCL) e de 18% da arrecadação líquida de impostos, respectivamente, recuaram R\$1,8 bilhão cada uma, para R\$ 114,7 bilhões e R\$ 48,3 bilhões. Na medida em que o piso constitucional para este ano segue vinculado à dinâmica da arrecadação, a estimativa da IFI para o gasto mínimo em saúde e educação é menor, de R\$ 112,8 bilhões e R\$ 45,7 bilhões, respectivamente. A partir do próximo ano, destaca-se, o piso passa a seguir a variação da inflação.