

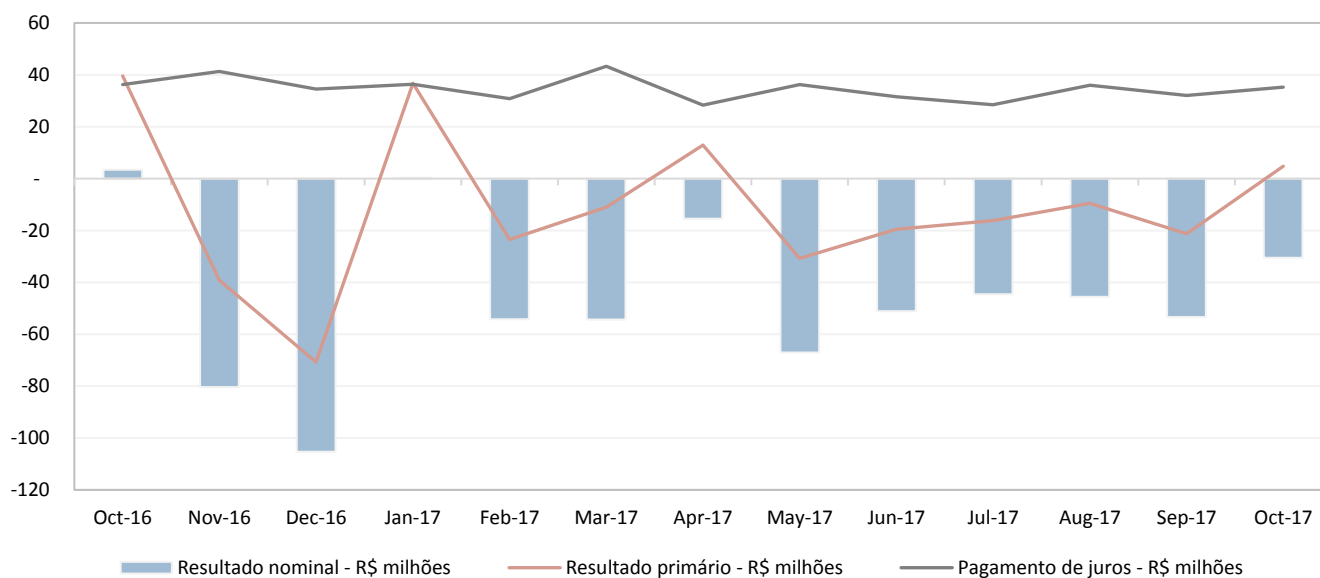
1. RESULTADOS AGREGADOS DO SETOR PÚBLICO E INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO

1.1 Análise dos resultados de outubro e evolução recente

Os últimos dados fiscais divulgados pelo Banco Central¹ foram favoráveis. O resultado primário mensal – diferença entre receitas e despesas primárias, isto é, sem contar os gastos com juros – foi superavitário em R\$ 4,8 bilhões. Havia seis meses que o setor público não apresentava superávit mensal. O resultado nominal (que inclui juros) totalizou déficit de R\$ 30,5 bilhões, consolidando dinâmica mais benigna ao longo dos últimos doze meses. Isso se deveu a dois fatos importantes: o resultado primário e a conta de juros apresentaram mudança de trajetória, como já temos mostrado em relatórios anteriores.

É fato que o resultado primário e o resultado nominal, em outubro de 2016, registraram superávits de R\$ 39,6 bilhões e R\$ 3,4 bilhões, respectivamente. Entretanto, é preciso recordar que, naquele período, foram repatriados cerca de R\$ 46,8 bilhões, concentrados em outubro. Esse fenômeno não se repetiu em 2017, ainda que outros eventos atípicos tenham acontecido, como a arrecadação do novo Refis e as receitas de concessões (gráfico 9).

GRÁFICO 9. RESULTADO PRIMÁRIO, RESULTADO NOMINAL E PAGAMENTO DE JUROS REFERENTES AO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (R\$ BILHÕES – DADOS MENSAIS)



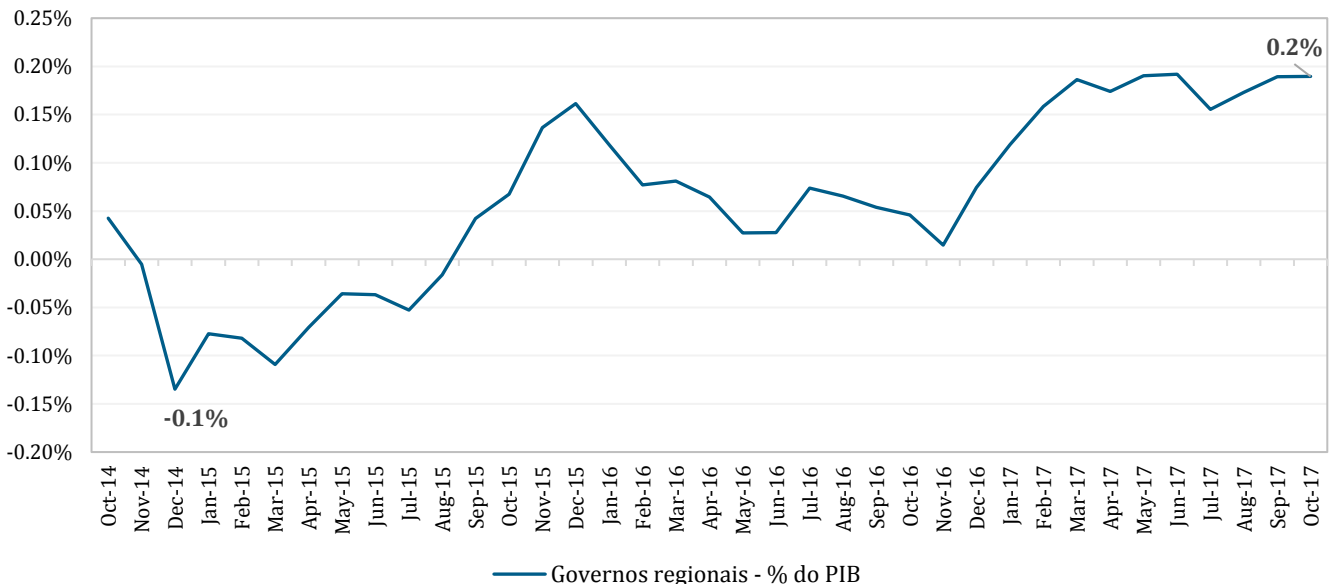
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

A abertura dos dados mensais evidenciou superávits de R\$ 5 bilhões para o governo central; e de R\$ 0,2 bilhão para os governos estaduais e municipais, enquanto ; enquanto as empresas estatais registraram déficit de R\$ 0,6 bilhão para as empresas estatais. No caso do governo central, o resultado parou de piorar e, para as estatais, os fluxos mensais mostraram-se equilibrados há um bom tempo.

¹ Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Política Fiscal, divulgada no dia 29 de novembro. Acesse em <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>

Nos últimos doze meses, destaca-se a melhora expressiva dos resultados dos governos estaduais e municipais, o que está associado a importante contenção de gastos discricionários, como mostramos no RAF de novembro². Outras explicações a serem exploradas são: i) os efeitos decorrentes das renegociações de dívida com a União; e ii) o aumento dos restos a pagar, como medida de postergação de gastos do exercício corrente. O gráfico 10, a seguir, ilustra a evolução do resultado dos estados, que avançou de -0,1% do PIB para +0,2% do PIB entre dezembro de 2014 e outubro do corrente, no acumulado em doze meses.

GRÁFICO 10. RESULTADO PRIMÁRIO DOS GOVERNOS REGIONAIS (% DO PIB – ACUMULADO EM 12 MESES)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O superávit do setor público consolidado, em outubro, levou o resultado primário acumulado em doze meses a um déficit de 2,9% do PIB. Quando comparado ao mesmo mês de 2016, observa-se uma piora de 0,7 ponto percentual do PIB. Contudo, há que se descontar o peso das receitas atípicas da repatriação, em outubro passado, a fim de avaliar com maior clareza a dinâmica dos dados fiscais agregados.³ Feitos os descontos, observa-se estagnação do déficit ao longo dos doze meses encerrados em outubro.

É preciso notar que as despesas com juros são afetadas pelas novas emissões, pelos indexadores das diferentes fatias da dívida (inflação, prefixada e Selic) e pelos percentuais vincendos no período em análise. Uma forma de avaliar, especificamente, o efeito da redução dos juros, é isolar esses efeitos e simular qual seria o gasto com juros na presença de uma taxa Selic mais elevada.

² Leia aqui a seção que trata dos investimentos dos governos estaduais e sua relação com o resultado primário – http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/534520/RAF10_NOV2017.pdf

³ Não se trata, aqui, do cálculo do resultado fiscal recorrente, mas apenas de uma exclusão pontual de um evento que distorce a análise conjuntural, sobretudo no caso das comparações entre outubro de 2017 e o mesmo mês de 2016. O cálculo do resultado recorrente feito pela IFI deverá ser publicada nos próximos RAFs.

A IFI realizou simulação nessa direção, em sua Nota Técnica (NT) nº 12, publicada no mês de novembro⁴. O resultado indicou economia de juros, entre outubro de 2016 e setembro de 2017, de R\$ 51,9 bilhões, quando considerado o impacto estritamente relacionado à dívida selicada. A IFI continuará a acompanhar o tema dos impactos da política monetária sobre as contas públicas, seguindo os objetivos fixados na Resolução nº 42/2016. Novo estudo deverá ser publicado, nos próximos meses, avançando sobre as demais fatias da dívida pública. Cálculos preliminares indicam que os efeitos globais superam a marca de R\$ 80 bilhões, de outubro de 2016 a setembro de 2017.

Algumas conclusões importantes resultam do visto acima: 1) o resultado primário parou de piorar, mantendo-se em torno de 2,9% do PIB, há um ano, quando desconsiderado o peso das receitas da repatriação (ver Tabela 3); e 2) o resultado nominal também parou de piorar, apresentando leve redução, de 0,3 ponto percentual do PIB, figurando em 9,2% do PIB; e 3) o pagamento de juros tem sido impactado favoravelmente pelo ciclo de redução da Selic.

A tabela 3, a seguir, apresenta os dados do resultado primário e nominal oficiais e corrigidos levando-se em conta a repatriação, além da evolução das despesas com juros. O Gráfico 11 traz as mesmas informações, mas apenas para as séries originais, sem descontos ou correções, e para um período mais longo.

TABELA 3. RESULTADO PRIMÁRIO, RESULTADO NOMINAL E PAGAMENTO DE JUROS DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% DO PIB – ACUMULADO EM 12 MESES)

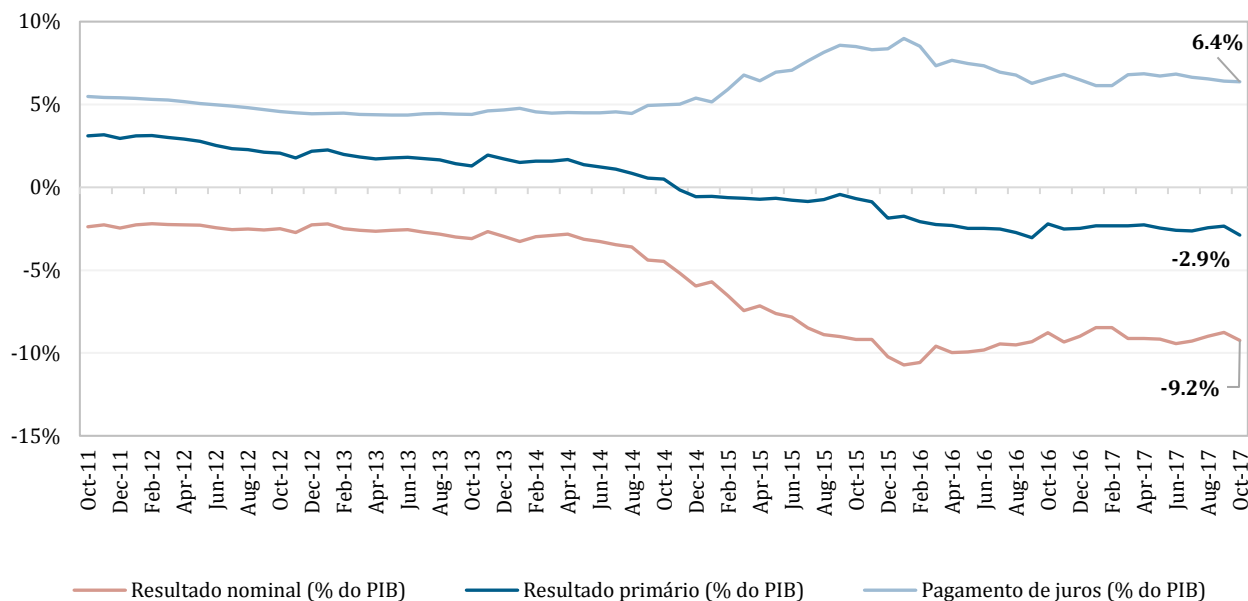
	Resultado primário (% do PIB)	Resultado primário (% do PIB) sem repatriação	Resultado nominal (% do PIB)	Resultado nominal sem repatriação (% do PIB)	Pagamento de juros (% do PIB)
out/16	-2,2%	-2,9%	-8,8%	-9,5%	6,6%
nov/16	-2,5%	-3,2%	-9,3%	-10,0%	6,8%
dez/16	-2,5%	-3,2%	-9,0%	-9,7%	6,5%
jan/17	-2,3%	-3,0%	-8,5%	-9,2%	6,1%
fev/17	-2,3%	-3,0%	-8,5%	-9,2%	6,1%
mar/17	-2,3%	-3,0%	-9,1%	-9,8%	6,8%
abr/17	-2,3%	-3,0%	-9,1%	-9,8%	6,8%
mai/17	-2,5%	-3,2%	-9,2%	-9,9%	6,7%
jun/17	-2,6%	-3,3%	-9,4%	-10,1%	6,8%
jul/17	-2,6%	-3,3%	-9,3%	-10,0%	6,6%
ago/17	-2,4%	-3,1%	-9,0%	-9,7%	6,5%
set/17	-2,4%	-3,1%	-8,8%	-9,5%	6,4%
out/17	-2,9%	-2,9%	-9,2%	-9,2%	6,4%
Varição em pontos percentuais, de out/16 a out/17	-0,7%	0,0%	-0,5%	0,2%	-0,2%

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

⁴ Leia aqui a íntegra da NT nº 12: “Os efeitos fiscais da redução da Selic”

http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/535126/IFI_NT_12_2017-11-29.pdf

GRÁFICO 11. RESULTADO PRIMÁRIO, RESULTADO NOMINAL E PAGAMENTO DE JUROS DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% DO PIB – ACUMULADO EM 12 MESES)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Os dados ainda estão muito longe de refletir uma situação segura, no campo fiscal, isto é, livre do risco de insolvência. Mesmo assim, os reflexos das medidas de ajuste tomadas desde meados de 2016 já são sentidos. A estabilidade da dívida pública (em relação ao PIB) requererá, ao longo dos próximos anos, um aumento importante do esforço fiscal, seja pelo lado das receitas, seja pelo lado dos gastos. A sustentabilidade da dívida, caso atinja patamar superior a 90% do PIB, em 2025, sob a premissa de uma taxa de crescimento do PIB em torno de 2%, e juros reais ao redor de 4%, dependerá de um superávit primário de 2% a 2,5% do PIB. Assim, diante dos atuais 2,9% do PIB, há pela frente um desafio cuja dimensão é de cerca de 5,4 pontos percentuais do PIB (2,5 p.p. +2,9 p.p.).

1.2 Evolução recente dos indicadores de endividamento e a questão das reservas internacionais

No RAF de novembro⁵, avaliamos detalhadamente os indicadores de endividamento. Na presente subseção, selecionamos apenas os dados novos conhecidos para o mês de outubro, conforme a Nota de Política Fiscal do Banco Central. Além disso, apresentaremos o cálculo da dívida bruta sem reservas, resgatando tema abordado no Estudo Especial (EE) nº 1⁶, da IFI, dada a relevância do assunto no debate nacional.

A dívida bruta do governo geral, em outubro, aumentou 0,5 ponto percentual, em relação a setembro, saltando a 74,4% do PIB. Em setembro a devolução de R\$ 33 bilhões feita pelo BNDES ao Tesouro havia contribuído para um incremento bem menor, em relação a agosto, de apenas 0,2 ponto percentual do PIB. Desta vez, com uma devolução de R\$ 17 bilhões, a dívida avançou de maneira mais acelerada.

⁵ Acesse a íntegra do RAF de novembro - http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/534520/RAF10_NOV2017.pdf

⁶ Acesse a íntegra do EE nº 1 - http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1

Já a dívida líquida do setor público, indicador que desconta dos passivos os créditos do setor público, como as reservas internacionais e os empréstimos concedidos a bancos públicos, totalizou 55,4% do PIB, avançando 0,7 ponto percentual em relação a setembro. Tanto a dívida bruta como a dívida líquida continuam em trajetória de alta, o que só se alterará após alguns anos de ajuste fiscal profundo, combinado com retomada do crescimento econômico.

O déficit nominal elevado, de 9,2% do PIB, explica a evolução do endividamento público. Sem voltar a gerar superávit primário, a relação dívida/PIB – bruta ou líquida – não será reequilibrada. A expectativa dos agentes econômicos de continuidade do aumento da dívida, por muito tempo, produz efeitos prejudiciais à dinâmica fiscal, dificultando o financiamento de novos déficits e o refinanciamento da dívida pública vincenda.

O ajuste patrimonial também pode dar sua contribuição para o reequilíbrio das contas públicas, mas sempre de modo complementar ao ajuste dos fluxos (de receitas e despesas). A esse respeito, de particular importância são os dois grandes ativos do governo federal. O primeiro deles são os créditos do Tesouro junto ao BNDES que já estão dando sua contribuição, pois os pagamentos desses créditos têm sido adiantados desde dezembro de 2016, com simultânea diminuição da dívida pública.

Quanto ao ativo mais valioso do setor público, as reservas internacionais, o EE nº 1, publicado pela IFI, mostrou que a estratégia de utilizar a venda de reservas para ajudar na questão fiscal precisa ser encarada com cautela. Além de a estimativa do excesso de reservas variar bastante sob os vários critérios internacionalmente aceitos – a venda das reservas, no país, significaria aumento dos dólares em circulação, o que poderia resultar em valorização cambial, em prejuízo da recuperação de certos setores da economia.

No caso de opção por venda de parte das reservas, a dívida líquida do setor público consolidado aumentaria, em um primeiro momento. Por isso, os recursos teriam que ser utilizados para abater a dívida pública, seja a dívida mobiliária em poder do mercado (de preferência a mais cara e de prazo mais curto), seja a dívida sob responsabilidade do Banco Central (operações compromissadas). Como o rendimento das reservas é inferior ao custo da dívida pública, a redução simultânea de reservas e dívida implica também em redução dos juros líquidos pelo setor público, com impacto favorável sobre a dinâmica da dívida pública.

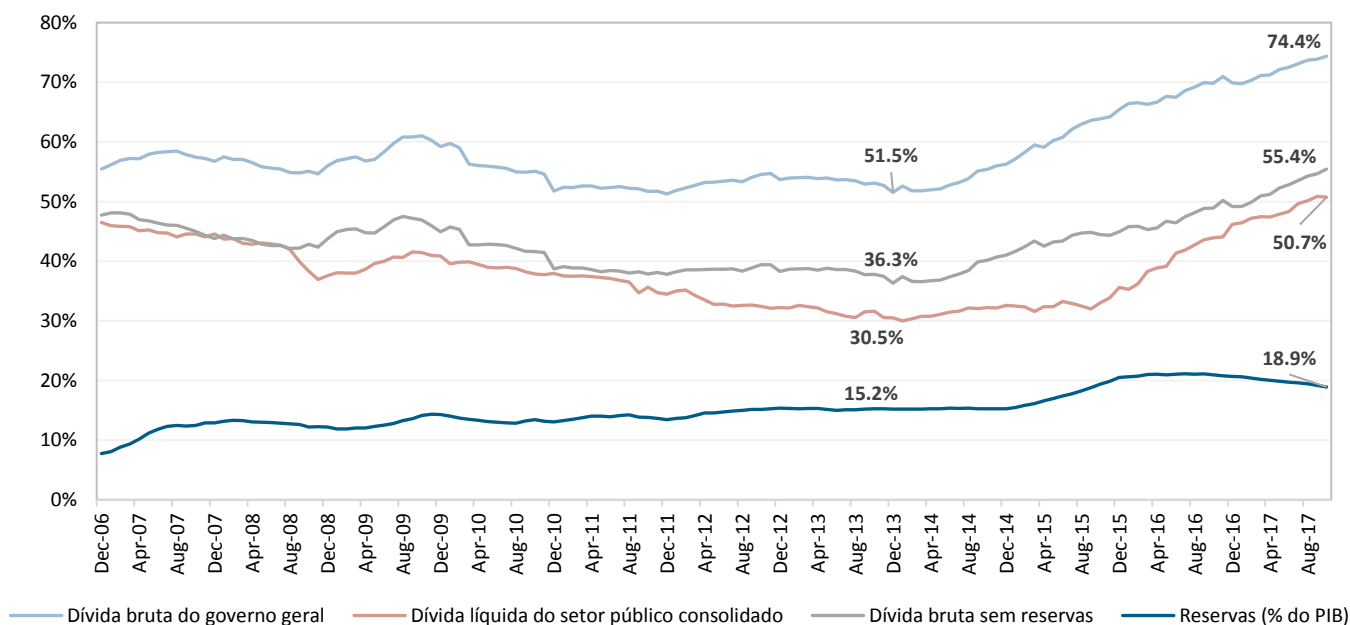
Uma forma de avaliar o quanto a existência de reservas ameniza a situação fiscal é calcular um indicador de endividamento bruto líquido (apenas) das reservas internacionais. Não se trata de propor qualquer tipo de política nessa matéria, mas de explicitar o peso das reservas vis-à-vis a dívida bruta. O resultado é mais realista do que a dívida líquida do setor público, já que não será afetado pelo estoque de crédito junto a bancos oficiais.

Propomos, em primeira versão, esse cálculo alternativo, que desconta do passivo bruto apenas as reservas internacionais, por ser um ativo de elevada liquidez. Os créditos junto a bancos públicos não têm liquidez equiparável à das reservas internacionais e, assim, turvam o indicador de endividamento líquido. Dessa forma, calculamos o valor das reservas internacionais em percentual do PIB, em dólares,⁷ e as subtraímos da dívida bruta do governo geral. É essencial dizer que tratar as reservas como um ativo do setor público com elevado grau de liquidez não significa defender que elas possam ser vendidas o que o governo possa dispor delas.

O resultado pode ser observado no Gráfico 12, paralelamente às duas séries tradicionais de dívida pública.

⁷ Consultar o sistema de séries temporais do Banco Central. Série número 4385: PIB mensal em dólares correntes.

GRÁFICO 12. DÍVIDA BRUTA, DÍVIDA LÍQUIDA E DÍVIDA BRUTA SEM RESERVAS INTERNACIONAIS (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O Gráfico 12 ilustra algo que já temos apontado nos relatórios anteriores: todos os indicadores de endividamento apresentam trajetória consistente de alta. Desde o final de 2013, a dívida bruta do governo geral já avançou de 51,5% do PIB para 74,4% do PIB, enquanto a dívida líquida do setor público consolidado passou de 30,5% do PIB para 50,7% do PIB. No caso do novo indicador proposto – dívida bruta sem reservas – a evolução foi de 36,3% do PIB para 55,4% do PIB.

Como se vê, estas duas últimas séries são próximas, mas guardam discrepâncias que se acentuaram, sobretudo, pela acumulação de créditos junto ao BNDES, entre 2008 e 2014. Essas diferenças perdurarão até que todo o crédito concedido pelo Tesouro ao BNDES seja pago (observado o vencimento das operações de financiamento feitas pelo BNDES com os recursos propiciados pelos créditos).

Trata-se de uma questão complexa e que merecerá ainda mais análises por parte da IFI. O indicador de endividamento líquido de reservas é útil, porque permite analisar a dinâmica da dívida considerando também ativos de maior liquidez. Evidentemente, isso não exclui a necessidade de continuar a observar, sistematicamente, a dívida bruta do governo geral. São avaliações complementares e que, hoje, levam a conclusões muito similares a respeito da urgência do ajuste fiscal.