

## Destaques

- **Dados de alta frequência reforçam viés de baixa presente no cenário de atividade econômica.**
- **Como em abril, indicadores de dívida pública registraram avanço, com exceção da dívida líquida.**
- **Indicador de prudência orçamentária da IFI aponta projeções fiscais mais conservadoras em 2017.**
- **Operações de swap aumentam rapidamente desde maio, afetando resultado com operações cambiais.**
- **Receitas disponíveis do governo central (pós-transferências) estão caindo nos últimos anos.**

## Resumo

- Em maio, a produção industrial recuou 10,9% frente a abril, mostrando o pior desempenho desde dezembro de 2008. A dinâmica dos índices de confiança e de incerteza em junho reforçou o impacto negativo da paralisação dos caminhoneiros e a piora na percepção de risco dos agentes quanto ao desempenho prospectivo da economia. ([Página 5](#))
- Dívida Bruta do Governo Geral atingiu em maio 77,05% do PIB nominal acumulado em doze meses, dando sequência ao crescimento ininterrupto desta medida desde dezembro de 2017, quando estava em 74%. A Dívida Líquida do Setor Público registrou nova queda, para 51,28% do PIB acumulado em doze meses. ([Página 13](#))
- O Indicador de Prudência Orçamentária (IPRO) da IFI é uma medida de avaliação das projeções fiscais do governo, tendo por base os resultados efetivamente obtidos ao fim do exercício. O indicador sugere três momentos distintos na condução das estimativas oficiais. De 2001 a 2010 e a partir de meados de 2016, projeções mais prudentes e próximas do dado realizado. Entre 2011 e meados de 2016, projeções pouco prudentes e distantes do dado realizado. ([Página 19](#))
- A desvalorização cambial eleva o valor em real da dívida externa e da dívida interna corrigida pela taxa de câmbio dos governos federal e estadual. Quanto ao Banco Central, os ganhos superam as perdas em larga medida, pois as reservas são muito maiores que o valor dos contratos de swap cambial. Entretanto, essa diferença pode cair nos próximos meses em função do aumento do valor dos contratos e da taxa de câmbio. ([Página 25](#))
- Sistema de partilha desconcentra receitas entre os níveis de governo: o governo central centraliza dois terços da arrecadação e, após as transferências legais e constitucionais, vê sua fatia cair para metade das receitas; enquanto os governos municipais passam a concentrar cerca de um quinto e os governos estaduais pouco mais de um quarto das receitas disponíveis. ([Página 32](#))

**COMISSÃO DIRETORA DO SENADO FEDERAL**

**PRESIDENTE**

Senador Eunício Oliveira (PMDB-CE)

**1º VICE-PRESIDENTE**

Senador Cássio Cunha Lima (PSDB-PB)

**2º VICE-PRESIDENTE**

Senador João Alberto Souza (PMDB-MA)

**1º SECRETÁRIO**

Senador José Pimentel (PT-CE)

**2º SECRETÁRIO**

Senador Gladson Cameli (PP-AC)

**3º SECRETÁRIO**

Senador Antonio Carlos Valadares (PSB-SE)

**4º SECRETÁRIO**

Senador Zeze Perrella (PMDB-MG)

**SUPLENTE DE SECRETÁRIO**

**1º SUPLENTE**

Senador Eduardo Amorim (PSDB-SE)

**2º SUPLENTE**

Senador Sérgio Petecão (PSD-AC)

**3º SUPLENTE**

Senador Davi Alcolumbre (DEM-AP)

**4º SUPLENTE**

Senador Cidinho Santos (PR-MT)

**Secretário-Geral da Mesa**

Luiz Fernando Bandeira de Mello Filho

**Diretora-Geral**

Ilana Trombka

**Secretaria de Comunicação Social**

Angela Silva Brandão

**INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE**

**Diretor-Executivo**

Felipe Scudeler Salto

**Diretores-Adjuntos**

Gabriel Leal de Barros | Rodrigo Octávio Orair

**Analistas**

Alessandro Ribeiro de Carvalho Casalecchi | Daniel Veloso Couri | Josué Alfredo Pellegrini | Rafael da Rocha Mendonça Bacciotti

**Layout do relatório:** SECOM/COMAP

## Apresentação

A Instituição Fiscal Independente (IFI) do Senado Federal, instalada em novembro de 2016, cumpre seus objetivos, conforme Resolução nº 42/2016, por meio da publicação deste Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF), além de Estudos Especiais (EE) e Notas Técnicas (NT). Todos os trabalhos são disponibilizados no nosso site – <https://www12.senado.leg.br/ifi>.

No Contexto Macroeconômico, mostramos que recuperação da economia foi bastante afetada pela crise dos combustíveis. Em maio, a produção industrial recuou 10,9% frente a abril, o pior desempenho desde dezembro de 2008. A dinâmica dos índices de confiança e de incerteza de junho também reforçou o impacto negativo da paralisação do setor de transporte de cargas e a piora na percepção de risco dos agentes quanto ao desempenho prospectivo da economia.

Na seção de Conjuntura Fiscal, constata-se a persistência do aumento da dívida bruta, por conta dos elevados déficits primários e nominais do setor público, notadamente do governo central. Já a dívida líquida caiu por exclusivo efeito do aumento do valor em real das reservas internacionais, proporcionado pela forte desvalorização cambial, em maio.

Atualizamos, nesta edição, o Indicador de Prudência Orçamentária (IPRO), uma possível medida para avaliar as projeções fiscais elaboradas pelo Poder Executivo, com os dados de 2017. O indicador, basicamente, compara os projeções oficiais com os valores efetivamente observados ao fim do exercício. É possível identificar períodos distintos na condução das estimativas oficiais, alternando anos com projeções mais prudentes e próximas do dado realizado, com projeções mais deslocadas da realidade, com viés nitidamente otimista (receitas superestimadas e despesas subestimadas).

Apresentamos ainda dois tópicos especiais. O primeiro tópico aborda a questão do efeito fiscal direto da desvalorização cambial. Há o impacto negativo que corresponde ao aumento do valor em real da dívida externa, afetando especialmente os estados, seguidos do governo federal. Já o Banco Central e, indiretamente, o governo federal, beneficia-se do aumento do valor em real das reservas internacionais. Contudo, observamos que o rápido aumento dos contratos de swap cambial, utilizados para evitar aumentos exagerados do preço do dólar, tem trazido perdas ao Banco Central, compensando em parte os ganhos advindos das reservas internacionais.

Já o segundo tópico, desdobramento do tema da carga tributária, abordado no RAF de junho, trata da apropriação da receita tributária pelos três níveis de governo: central, estadual e municipal. Foi possível constatar que a participação do governo central na receita apropriada é bem inferior à participação na receita arrecadada por conta do sistema de transferências intergovernamentais presente em nosso federalismo fiscal. Ademais, a parcela do governo central caiu comparando-se 2005 e 2017, em benefício das outras esferas, notadamente os municípios.

**Felipe Scudeler Salto**

Diretor-Executivo

## Sumário

<b>Destaques</b> .....	1
Resumo .....	1
Apresentação .....	3
1. CONTEXTO MACROECONÔMICO .....	5
1.1 Atividade econômica .....	5
1.2 Mercado de trabalho .....	7
1.3 Inflação e juros .....	9
1.4 Mercado de crédito .....	11
2. CONJUNTURA FISCAL .....	13
2.1 Dívida Pública .....	14
2.2 Necessidades de Financiamento do Setor Público .....	15
2.3 Resultado Primário do Governo Central .....	17
3. ORÇAMENTO: INDICADOR DE PRUDÊNCIA ORÇAMENTÁRIA .....	19
4. TÓPICO ESPECIAL: EFEITO FISCAL DA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL .....	25
4.1 A volta da desvalorização cambial .....	25
4.2 Efeitos da taxa de câmbio sobre a dívida pública .....	27
4.3 Reservas internacionais e swaps cambiais .....	29
5. TÓPICO ESPECIAL: RECEITAS DISPONÍVEIS POR NÍVEIS DE GOVERNO 2002-2017 .....	32
Tabelas fiscais .....	37
Projeções da IFI .....	39

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

A trajetória de recuperação gradual da atividade foi mantida em abril, após a expansão de 0,4% registrada pelo PIB do primeiro trimestre. Em termos agregados, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), construído com base em variáveis representativas da produção agropecuária, da indústria e do setor de serviços, avançou 0,5% na comparação com março, em termos dessazonalizados. A ampliação das vendas realizadas no comércio varejista e no setor de serviços e, também, o aumento do volume produzido pela indústria, contribuíram para o quadro ligeiramente positivo sintetizado pelo IBC-Br. O crescimento na margem, de todo modo, mostrou-se insuficiente para compensar a perda acumulada entre janeiro e março (de -1,2%), levando em conta as variações mensais registradas nesses meses: -0,7% em janeiro, 0,0% em fevereiro e -0,5% em março.

A frustração com o desempenho da economia no primeiro trimestre do ano desencadeou o movimento de revisão das previsões do mercado para o PIB, que se intensificou com o choque negativo decorrente da crise dos combustíveis deflagrada no final de maio. A mediana das previsões de mercado obtida no Boletim Focus do Banco Central, que oscilava ao redor de 2,9% em março, atingiu 1,6% na última semana de junho.

A dinâmica de alguns indicadores de alta frequência já conhecidos permitiram avaliar, em algum grau, a magnitude das paralisações do setor de transportes de cargas sobre a atividade produtiva em maio, apontando um impacto substancial sobre a produção da indústria - corroborado pelos números oficiais do IBGE. A avaliação do impacto sobre o PIB do segundo trimestre e, conseqüentemente, sobre a estimativa da IFI para o ano (2,7% com viés de baixa) ainda depende de outros indicadores setoriais, como as vendas do comércio varejista e do setor de serviços, além dos números de junho, que permitirão identificar se parte das perdas foram recuperadas em algumas atividades.

Avaliamos, de todo modo, que a expansão do PIB em 2018 ficará mais próxima da estimativa delineada em nosso cenário pessimista (1,9%). Ainda assim, para se materializar, exigiria um crescimento médio de 0,7% ao trimestre. O esforço é grande, visto que desde a saída da recessão de 2015-2016 o PIB avançou, em média, 0,5% frente ao período imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal.

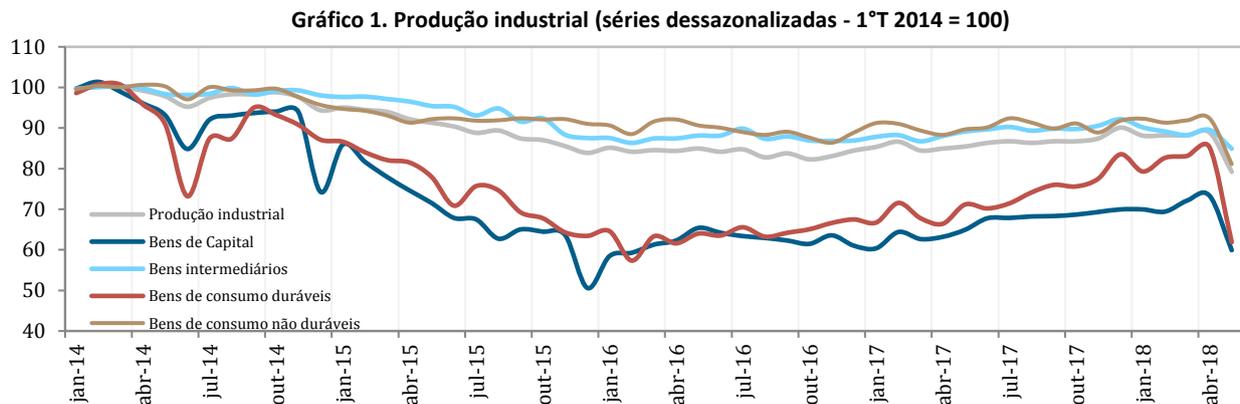
Em meio a notícias negativas que cercam a atividade econômica, os saques das cotas do PIS-Pasep autorizados pelo governo para todos os trabalhadores independentemente da idade podem injetar R\$ 39 bilhões na economia ao longo deste ano. Cálculos da IFI indicam que se o montante de recursos for retirado integralmente pelos beneficiários e uma boa parte for destinada para consumo, há um impacto potencial sobre o PIB de 2018 de cerca de 0,5 ponto percentual - que poderia compensar, ainda que não integralmente, os efeitos da crise dos combustíveis.

### 1.1 Atividade econômica

As séries divulgadas pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea) referentes à produção e vendas de veículos no mês de maio apresentaram retração substancial. A produção total de veículos recuou 15% na comparação com o mesmo período do ano anterior (quando havia mostrado elevação 40% em abril) e alcançou os principais segmentos: automóveis (-16% x 39%), caminhões (-14% x 54%) e ônibus (-14% x 121%). Já as vendas totais diminuiriam 5% (ante 31% em abril), influenciadas pela redução no mercado externo (-17% x 20%) e pela menor expansão no mercado interno (1% x 37%). Além da greve dos caminhoneiros, o enfraquecimento da economia argentina também atua para segurar a produção e o volume dos embarques do setor automobilístico.

Acompanhando a dinâmica delineada pelo setor automotivo, em maio, de acordo com o IBGE, a produção industrial caiu 10,9% frente a abril, no dado com ajuste sazonal (-6,6% na comparação com maio do ano passado) - foi o pior

desempenho desde dezembro de 2008. O recuo da produção na margem foi generalizado entre as grandes categorias econômicas – os bens de consumo duráveis (-27,4%) registraram a queda mais acentuada – e atingiu 24 dos 26 ramos pesquisados, com influências negativas vindo principalmente da produção automotiva (-29,8%) e alimentícia (-17,1%).



A Tabela 1 exibe as taxas de crescimento da produção industrial e de suas principais categorias econômicas nas comparações mensal, anual e o acumulado em doze meses. É válido destacar que a variação na margem foi tão expressiva que provocou um recuo de 3,8% da produção no trimestre encerrado em maio, em comparação ao finalizado em fevereiro.

**TABELA 1. INDÚSTRIA: TAXAS DE CRESCIMENTO**

Indicadores	Mês/ mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre/ trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação acumulada em 12 meses		
	mar/18	abr/18	mai/18	mar/18	abr/18	mai/18	mar/18	abr/18	mai/18
<b>Produção industrial</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,8%</b>	<b>-10,9%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,9%</b>	<b>2,9%</b>
Indústria extrativa	3,5%	0,0%	2,3%	0,3%	-0,7%	2,2%	1,2%	0,7%	0,5%
Indústria de transformação	0,3%	0,9%	-12,2%	0,0%	-0,2%	-4,0%	3,1%	4,4%	3,3%
Bens de Capital	3,9%	1,6%	-18,3%	0,3%	-0,7%	2,2%	7,8%	10,1%	8,8%
Bens intermediários	-1,0%	1,5%	-5,2%	1,7%	2,7%	-1,9%	1,9%	2,5%	1,8%
Bens de consumo duráveis	0,6%	2,6%	-27,4%	-1,8%	-2,2%	-3,2%	14,9%	17,7%	14,6%
Bens de consumo não duráveis	0,6%	0,5%	-12,2%	3,6%	4,5%	-6,2%	0,9%	2,4%	1,4%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A dinâmica dos índices de confiança e de incerteza (publicados pela FGV) em junho reforçou o impacto negativo da paralisação dos caminhoneiros e a piora na percepção de risco dos agentes quanto ao desempenho prospectivo da economia. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) recuou 4,8 pontos em relação a maio, enquanto o Índice de Confiança Empresarial (ICE), que consolida informações de quatro setores (indústria, serviços, comércio e construção), diminuiu 1,9 pontos.

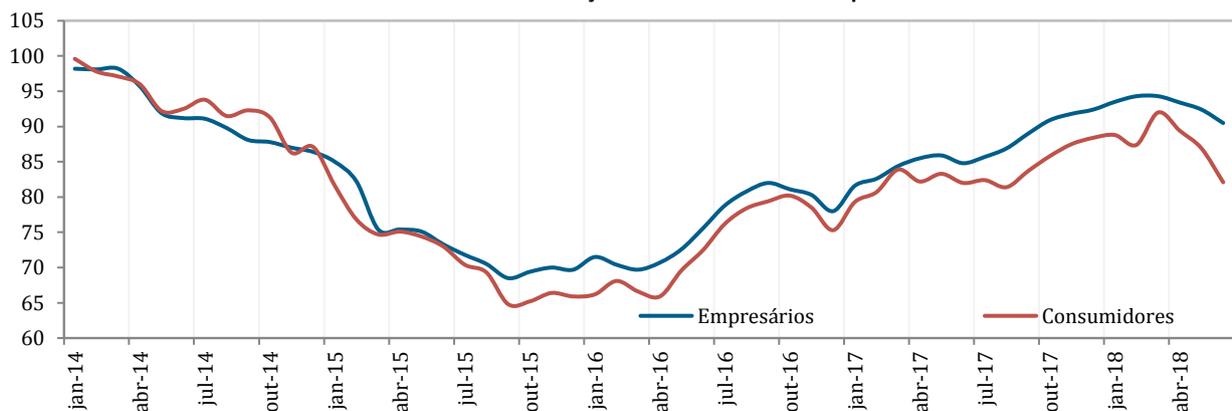
**TABELA 2. ÍNDICES DE CONFIANÇA, UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA E ÍNDICE DE INCERTEZA DA ECONOMIA**

Indicadores	Nível			Variação mensal			Variação trimestral		
	abr/18	mai/18	jun/18	abr/18	mai/18	jun/18	abr/18	mai/18	jun/18
Índice de confiança do consumidor (pontos)	89,4	86,9	82,1	-2,6	-2,5	-4,8	1,4	1,2	-3,3
Índice de confiança empresarial (pontos)	93,4	92,4	90,5	-0,9	-1,0	-1,9	1,4	0,0	-1,9
Nível de utilização da capacidade instalada no setor industrial (percentual)	76,5	76,5	76,2	0,4	0,0	-0,3	1,4	1,4	0,9
Índice de incerteza da economia (pontos)	113,2	115,0	125,1	5,5	1,8	10,1	-0,2	5,5	11,2

Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

O Índice de Incerteza da Economia (IIE), por sua vez, atingiu 125,1 pontos em junho, afastando-se ainda mais do patamar médio dos últimos 15 anos (101 pontos). As dificuldades do governo para implementar reformas econômicas, a indefinição do quadro eleitoral e piora recente do cenário externo são fatores que também contribuem para explicar o patamar elevado do indicador, que influencia negativamente as decisões de consumo e investimentos.

**Gráfico 2. Índice de confiança dos consumidores e empresários**



Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

O recuo do nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) no setor industrial entre maio e junho (de 76,5% para 76,2%), também exibido na Tabela 2, é um indicativo preliminar de que a produção manufatureira pode não ter conseguido compensar as perdas do mês anterior, reforçando o viés baixista da atividade econômica.

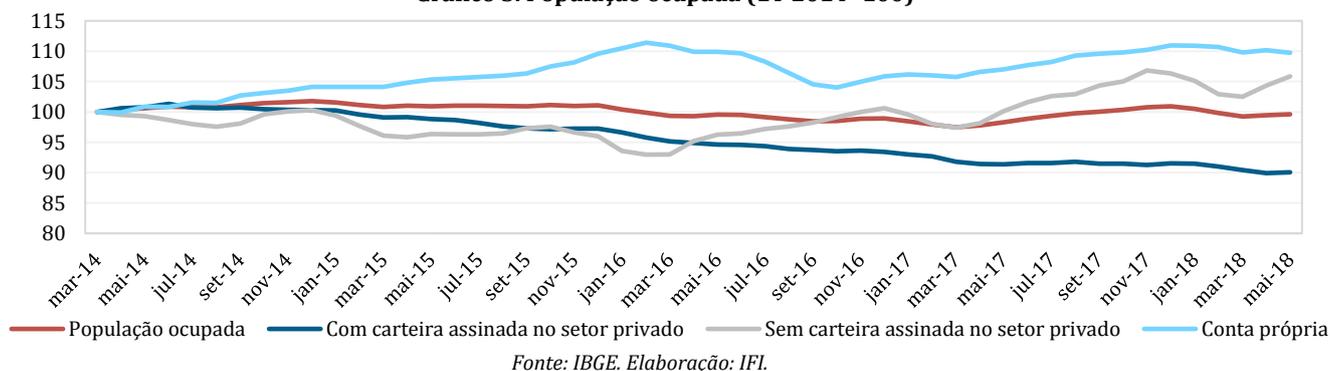
## 1.2 Mercado de trabalho

Parte da piora na confiança dos consumidores também pode ser atribuída à perda de dinamismo na recuperação do mercado de trabalho. Cabe ressaltar, nesse sentido, que a manutenção da trajetória de diminuição da taxa de desemprego captada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) tem sido explicada pelo avanço das ocupações sem carteira assinada e também pelo aumento do número de pessoas que estão deixando a força de trabalho, ou seja, aquelas que não estavam ocupadas nem desocupadas na semana de referência da pesquisa, deixando de procurar emprego.

A taxa de desemprego atingiu 12,7% em maio, apresentando recuo de 0,6 ponto percentual (p.p.) em comparação com o mesmo período de 2017, reflexo do crescimento da população ocupada de 1,3% (ante 1,7% em abril) em maior magnitude que a variação da força de trabalho (0,6% ante 0,8%). O total de pessoas desocupadas chegou a 13,2 milhões (536 mil a menos que o observado em maio de 2017).

A população ocupada continua em expansão em termos agregados pela ampliação da oferta de vagas no mercado informal. Apesar de representarem ocupações desprotegidas da legislação trabalhista, a incorporação de trabalhadores nessas categorias, principalmente na forma de conta própria, teve o papel de atenuar os impactos da crise sobre o emprego (Gráfico 3). A recuperação lenta da economia, por sua vez, explica a tendência negativa que ainda prevalece no contingente de empregados com carteira assinada.

**Gráfico 3. População ocupada (1T 2014=100)**



Considerando-se a taxa de variação acumulada em 12 meses, a população ocupada sem carteira assinada no setor privado e por conta própria subiram, nessa ordem, 5,7% e 3,7%, enquanto a população ocupada com carteira assinada no setor privado recuou 2,0% (Tabela 2).

**TABELA 3. POPULAÇÃO OCUPADA POR POSIÇÃO**

Indicadores de emprego	Percentual em relação ao total de ocupados			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	mar/18	abr/18	mai/18	mar/18	abr/18	mai/18	mar/18	abr/18	mai/18
<b>População ocupada</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,6%</b>
Com carteira assinada no setor privado	36,3%	36,1%	36,1%	-1,5%	-1,7%	-1,5%	-2,3%	-2,1%	-2,0%
Sem carteira assinada no setor privado	11,8%	12,0%	12,2%	5,2%	6,3%	5,7%	5,6%	5,8%	5,7%
Trabalhador doméstico	6,8%	6,8%	6,8%	2,4%	1,0%	0,1%	1,4%	1,5%	2,0%
Setor público	12,4%	12,5%	12,6%	3,2%	3,3%	2,9%	1,6%	2,2%	2,1%
Empregador	4,8%	4,8%	4,8%	5,7%	5,7%	5,6%	7,1%	6,2%	5,9%
Conta Própria	25,3%	25,4%	25,2%	3,8%	3,3%	2,5%	2,9%	3,3%	3,7%
<b>Percentual de trabalhadores que contribuem para a previdência social</b>	<b>63,8%</b>	<b>63,5%</b>	<b>63,6%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-0,7%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), mostram um quadro menos adverso para o emprego formal daquele retratado pela PNAD. Apesar de diferenças conceituais relacionadas ao fato de a PNAD ser uma pesquisa amostral, enquanto o CAGED é um registro administrativo, a diferença entre as duas fontes permanece, a ponto de o estoque de vagas no CAGED já ter superado, desde o trimestre encerrado em fevereiro, o patamar observado no mesmo período do ano anterior (Tabela 4).

**TABELA 4. ESTOQUE DE VAGAS COM CARTEIRA ASSINADA**

Emprego Formal	Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	mar/18	abr/18	mai/18	mar/18	abr/18	mai/18
<b>Total</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-0,3%</b>
Indústria de transformação	-2,8%	-2,5%	-2,1%	-3,6%	-3,4%	-3,1%
Indústria extrativa	0,3%	0,5%	0,5%	-1,1%	-0,8%	-0,6%
Serviços industriais de utilização pública	-0,9%	-0,9%	-0,7%	-1,4%	-1,3%	-1,2%
Construção civil	-3,6%	-3,0%	-2,3%	-8,2%	-7,2%	-6,3%
Comércio	0,7%	0,8%	0,9%	-0,1%	0,1%	0,3%
Serviços	0,8%	1,0%	1,3%	-0,4%	-0,1%	0,1%
Administração pública	-0,2%	-0,2%	-0,4%	-1,0%	-0,9%	-0,8%
Agricultura	1,6%	1,9%	2,3%	-0,2%	0,2%	0,5%

Fonte: MTE. Elaboração: IFI.

Os ganhos de renda em termos reais continuam ocorrendo, mas os avanços seguem em ritmo moderado. Nos últimos 12 meses encerrados em maio, o rendimento médio do trabalho e a massa salarial avançaram, nessa ordem, 1,8% e 3,3% em termos reais. Os números detalhados na Tabela 5 apontam manutenção do poder de compra dos salários, sobretudo entre os grupos de maior remuneração.

**TABELA 5. RENDIMENTO MÉDIO REAL E MASSA SALARIAL**

Indicadores de rendimento	Valores			Trimestre/ mesmo trimestre do ano anterior			Variação acumulada em 12 meses		
	mar/18	abr/18	mai/18	mar/18	abr/18	mai/18	mar/18	abr/18	mai/18
<b>Rendimento médio nominal (em R\$)</b>	<b>2.169</b>	<b>2.182</b>	<b>2.187</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,6%</b>
<b>Rendimento médio real (em R\$)</b>	<b>2.179</b>	<b>2.187</b>	<b>2.187</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,8%</b>
Com carteira assinada no setor privado	2.083	2.094	2.089	0,6%	1,2%	1,0%	2,5%	2,6%	2,4%
Sem carteira assinada no setor privado	1.237	1.261	1.273	-4,1%	0,2%	1,4%	-1,8%	-0,7%	-0,5%
Trabalhador doméstico	885	886	882	2,1%	2,0%	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%
Setor público	3.501	3.486	3.485	1,5%	2,9%	3,1%	0,9%	1,0%	1,0%
Empregador	5.369	5.398	5.455	-5,4%	-5,5%	-3,0%	1,3%	1,9%	2,8%
Conta Própria	1.601	1.591	1.591	0,1%	0,1%	-0,1%	0,0%	0,1%	-0,1%
<b>Massa salarial em termos reais (em milhões de R\$)</b>	<b>192.343</b>	<b>193.468</b>	<b>193.895</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

### 1.3 Inflação e juros

O cenário de atividade fraco e o elevado nível de ociosidade presente na economia, observado tanto pela baixa utilização da capacidade do parque industrial quanto pelo patamar ainda elevado da taxa de desemprego compõe um vetor de contenção das pressões inflacionárias.

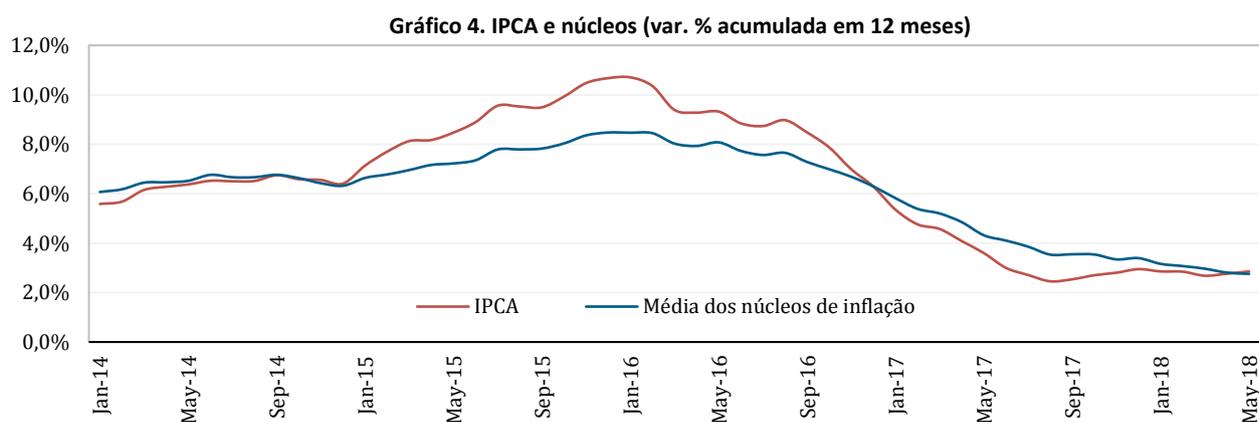
Considerando o intervalo de doze meses, a variação do IPCA passou de 2,8% em abril para 2,9% em maio, acompanhado a dinâmica dos preços livres, composta pelos preços de alimentação no domicílio, preços industriais e preços de serviços (Tabela 6). Como reflexo do aumento dos preços de energia elétrica e da influência da cotação internacional do preço do petróleo sobre o preço da gasolina, os preços administrados têm rodado ao redor de 8,0% (8,3% em abril e 8,1% em maio).

**TABELA 6. INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR**

Inflação ao consumidor	Variação acumulada em 12 meses					
	dez/17	jan/18	fev/18	mar/18	abr/18	mai/18
<b>Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,8%</b>
<b>Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,9%</b>
Preços administrados	8,0%	7,4%	7,3%	7,1%	8,3%	8,1%
Preços livres	1,3%	1,4%	1,4%	1,3%	1,0%	1,1%
Alimentação no domicílio	-4,9%	-4,0%	-3,8%	-4,3%	-4,7%	-3,8%
Industriais	1,0%	0,9%	0,9%	1,2%	1,3%	1,3%
Serviços	4,5%	4,3%	4,2%	3,9%	3,5%	3,3%
<b>Média dos núcleos de inflação</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,8%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Ainda em maio, as medidas de núcleo, que excluem as variações de itens tipicamente mais voláteis, por sua vez, reforçaram a tendência favorável da inflação ao consumidor. O Gráfico 4 exibe, desde janeiro de 2014, a evolução em perspectiva comparada com o próprio IPCA, da média de quatro núcleos calculados e divulgados pelo Banco Central<sup>2</sup>.

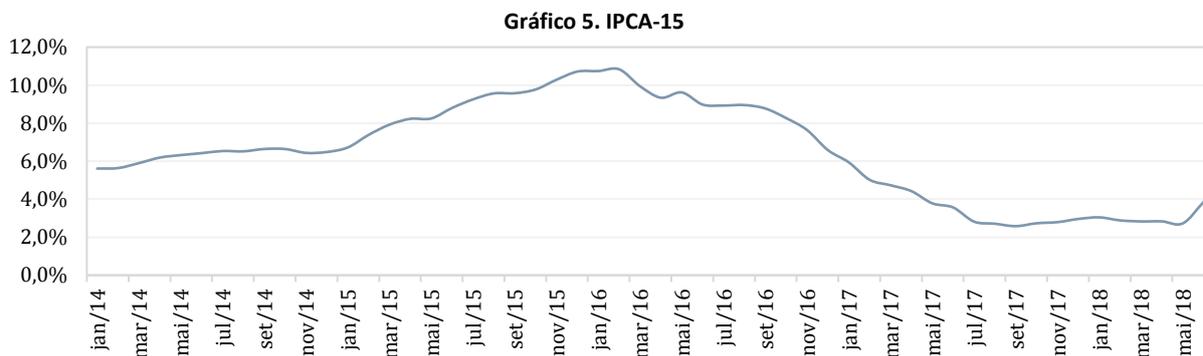


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O efeito da greve dos caminhoneiros sobre a dinâmica de preços será observado no IPCA de junho, ainda não divulgado pelo IBGE. Porém, no IPCA-15 de junho, indicador que difere do IPCA apenas no período de coleta (entre os dias 15 de maio e 16 de junho), já foi possível antecipar que houve aumento substancial dos preços de alimentos no período, sobretudo batata-inglesa (45,12%), cebola (19,95%), tomate (14,15%), leite longa vida (5,59%), carnes (2,35%) e frutas (2,03%) e de combustíveis (5,94%), com variação de 6,98% do preço da gasolina.

Dessa forma, o índice registrou variação de 1,11% em junho, mostrando forte aceleração em relação a maio (0,14%), e acumulou, em doze meses, alta de 3,68% (superando em quase um ponto percentual a variação registrada em maio, 2,7%), como se observa no Gráfico 5. Com a normalização do abastecimento e a ociosidade existente nos fatores de produção o impacto sobre os preços tende a se dissipar.

<sup>2</sup> As medidas são as seguintes: núcleo por médias aparadas com suavização, núcleo por médias aparadas sem suavização, núcleo por exclusão - sem monitorados e alimentos no domicílio e núcleo por exclusão - ex2. Informações metodológicas podem ser consultadas em: <https://bit.ly/2i1sLPT>



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A tendência de depreciação da taxa de câmbio permaneceu em junho. Depois de oscilar ao redor de R\$ 3,25/US\$ desde meados de 2016, a moeda brasileira atingiu o valor de R\$ 3,86/US\$ no final de junho. Apesar disso, as expectativas de inflação seguem comportadas. As estimativas de mercado para o IPCA de 2018 obtidas no Boletim Focus divulgado pelo Banco Central, que vinham oscilando ao redor de 3,5% entre abril e maio subiram para 4,03% na última semana de junho. Para 2019, a expectativa de inflação subiu apenas marginalmente, de 4,0% em maio para 4,1% em junho. As expectativas para 2020 seguem estacionadas em 4,0%.

Em um contexto de expectativas ainda ancoradas, o repasse das variações da taxa de câmbio para os demais preços da economia, sobretudo através do encarecimento dos insumos importados, tende a ser atenuado pelo elevado nível de ociosidade. De todo modo, os riscos de alta para o cenário base de inflação incluem a frustração das expectativas sobre a implementação de reformas e ajustes necessários na economia brasileira no âmbito fiscal, o que pode afetar o risco-país e elevar as expectativas de inflação no horizonte relevante para a política monetária. Esse risco é intensificado em uma conjuntura internacional cada vez mais desafiadora para as economias emergentes.

#### 1.4 Mercado de crédito

Os dados da Nota de Política Monetária e Operações de Crédito do Banco Central mostraram nova queda da razão entre o crédito e o PIB<sup>3</sup> na comparação anual (de 47,9% em maio de 2017 para 46,6% em maio de 2018) e estabilidade frente ao mês anterior. Por outro lado, manteve-se a tendência de ampliação nas novas concessões de empréstimos.

<sup>3</sup> A razão crédito/PIB é a relação percentual do saldo das operações de crédito, dividido pelo valor do PIB acumulado nos últimos 12 meses em valores correntes.

**TABELA 7. VOLUME DE CRÉDITO (% PIB)**

Tipo de crédito	Volume de crédito (% PIB)					
	mai/13	mai/14	mai/15	mai/16	mai/17	mai/18
<b>Recursos Livres</b>	<b>28,4</b>	<b>27,2</b>	<b>27,0</b>	<b>26,0</b>	<b>23,8</b>	<b>24,3</b>
Pessoas Jurídicas	14,2	13,6	13,5	12,8	11,1	11,1
Pessoas Físicas	14,2	13,6	13,4	13,2	12,7	13,2
<b>Recursos direcionados</b>	<b>21,1</b>	<b>23,2</b>	<b>25,5</b>	<b>25,8</b>	<b>24,1</b>	<b>22,4</b>
Pessoas Jurídicas	12,5	13,2	14,2	13,9	12,0	10,2
Pessoas Físicas	8,6	10,0	11,3	11,9	12,1	12,1
<b>Recursos totais</b>	<b>49,5</b>	<b>50,4</b>	<b>52,5</b>	<b>51,8</b>	<b>47,9</b>	<b>46,6</b>
Pessoas Jurídicas	26,8	26,8	27,7	26,7	23,1	21,3
Pessoas Físicas	22,8	23,6	24,8	25,1	24,8	25,3

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

A recuperação gradual da atividade econômica tem sido acompanhada pelo aumento do fluxo de crédito, refletindo essencialmente a dinâmica das operações com recursos livres<sup>4</sup> (6,6%, no acumulado em 12 meses encerrados em maio), à medida que as novas concessões de crédito com recursos direcionados<sup>5</sup> (-9,6%) continuam em queda, influenciadas pela menor presença do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

A Tabela 8 exibe as variações acumuladas nos últimos 12 meses (em termos reais) para pessoas físicas e jurídicas, separadas também entre recursos livres e direcionados.

**TABELA 8. NOVAS CONCESSÕES DE CRÉDITO DEFLACIONADAS PELO IPCA: TAXAS DE CRESCIMENTO**

Tipo de crédito	Variação acumulada em 12 meses					
	dez/17	jan/18	fev/18	mar/18	abr/18	mai/18
<b>Recursos Livres</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,0%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,6%</b>
Pessoas Jurídicas	-4,0%	-3,2%	-0,3%	0,2%	3,7%	5,5%
Pessoas Físicas	5,3%	5,9%	7,9%	7,0%	8,4%	7,6%
<b>Recursos direcionados</b>	<b>-10,4%</b>	<b>-10,4%</b>	<b>-10,9%</b>	<b>-10,0%</b>	<b>-9,4%</b>	<b>-9,6%</b>
Pessoas Jurídicas	-20,5%	-20,2%	-20,7%	-18,8%	-19,6%	-19,3%
Pessoas Físicas	-0,4%	-0,8%	-1,3%	-1,6%	0,3%	-0,5%
<b>Recursos totais</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,9%</b>
Pessoas Jurídicas	-6,0%	-5,2%	-2,7%	-2,0%	1,1%	2,7%
Pessoas Físicas	4,8%	5,3%	7,0%	6,2%	7,6%	6,8%

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

<sup>4</sup> De acordo com o Banco Central, os recursos livres correspondem aos contratos de financiamentos e empréstimos com taxas de juros livremente pactuadas entre instituições financeiras e mutuários (taxas de mercado). Nas operações livres, as instituições financeiras têm autonomia sobre a destinação dos recursos captados no mercado.

<sup>5</sup> Ainda de acordo com o Banco Central, os recursos direcionados correspondem às operações de crédito regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ou vinculadas a recursos orçamentários, destinadas, basicamente, à produção e ao investimento de médio e longo prazo aos setores imobiliário, habitacional, rural e de infraestrutura. As fontes de recursos são oriundas de parcelas das captações de depósito à vista e de caderneta de poupança, além de fundos e programas públicos.

O Banco Central vem reforçando em suas publicações, tanto no Relatório de Inflação<sup>6</sup> quanto no Relatório de Economia Bancária<sup>7</sup> que, em contraposição ao arrefecimento do mercado de crédito para pessoas jurídicas no Sistema Financeiro Nacional, há evidências de um maior dinamismo no acesso das empresas a outras fontes de captação, através do mercado de capitais (debêntures e notas promissórias) e de captações externas.

Além do aumento das novas concessões do crédito livre, as taxas médias de juros seguem recuando de maneira gradual (Tabela 9), movimento que é importante para que a reativação do crédito possa ter efeito mais amplo sobre a atividade econômica. Nesse sentido, a redução dos juros tem exercido papel importante no alívio do comprometimento de renda das famílias com dívidas bancárias. O indicador calculado pelo Banco Central ficou estável entre março e abril (em 20%), reduzindo-se 1,5 p.p. na comparação anual - fator que abre espaço no orçamento das famílias para a ampliação do consumo.

**TABELA 9. TAXAS DE JUROS DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO**

Tipo de crédito	Taxa média de juros (a.a.)					
	dez/17	jan/18	fev/18	mar/18	abr/18	mai/18
<b>Recursos Livres</b>	<b>40,3%</b>	<b>41,1%</b>	<b>42,2%</b>	<b>41,5%</b>	<b>40,9%</b>	<b>39,2%</b>
Pessoas Jurídicas	21,6%	22,3%	22,2%	21,2%	20,8%	20,6%
Pessoas Físicas	55,1%	55,8%	57,7%	57,3%	56,6%	53,8%
<b>Recursos direcionados</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,5%</b>
Pessoas Jurídicas	10,8%	11,7%	12,2%	10,5%	9,6%	9,2%
Pessoas Físicas	8,0%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%	8,0%
<b>Recursos totais</b>	<b>25,6%</b>	<b>26,2%</b>	<b>26,9%</b>	<b>26,3%</b>	<b>25,9%</b>	<b>25,0%</b>
Pessoas Jurídicas	16,8%	17,6%	17,9%	16,6%	16,0%	15,8%
Pessoas Físicas	31,9%	32,3%	33,2%	33,0%	32,7%	31,4%

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

## 2. CONJUNTURA FISCAL

Seguindo nosso novo formato de apresentação das contas públicas (iniciado no RAF anterior), esta seção está organizada em três subseções. A subseção 2.1 expõe a trajetória da dívida sob diferentes óticas, a subseção 2.2 avalia a dinâmica dos resultados primário e nominal, tecnicamente denominado de Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), e a subseção 2.3 expõe os determinantes não financeiros das receitas e despesas do Governo Central.

É importante lembrar que o Governo Central (GC) é composto do Tesouro Nacional, da Previdência Social e do Banco Central. O Governo Geral (GG), por sua vez, é composto do Governo Central mais os governos estaduais e municipais. Finalmente, o Setor Público Consolidado (SPC) é composto do Governo Geral mais as empresas estatais não financeiras (inclusive estaduais e municipais), excetuando-se Petrobras e Eletrobras. Estas duas empresas foram retiradas das estatísticas fiscais em maio de 2009 e novembro de 2010, respectivamente.

<sup>6</sup> Ver: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2018/06/ri201806b3p.pdf>

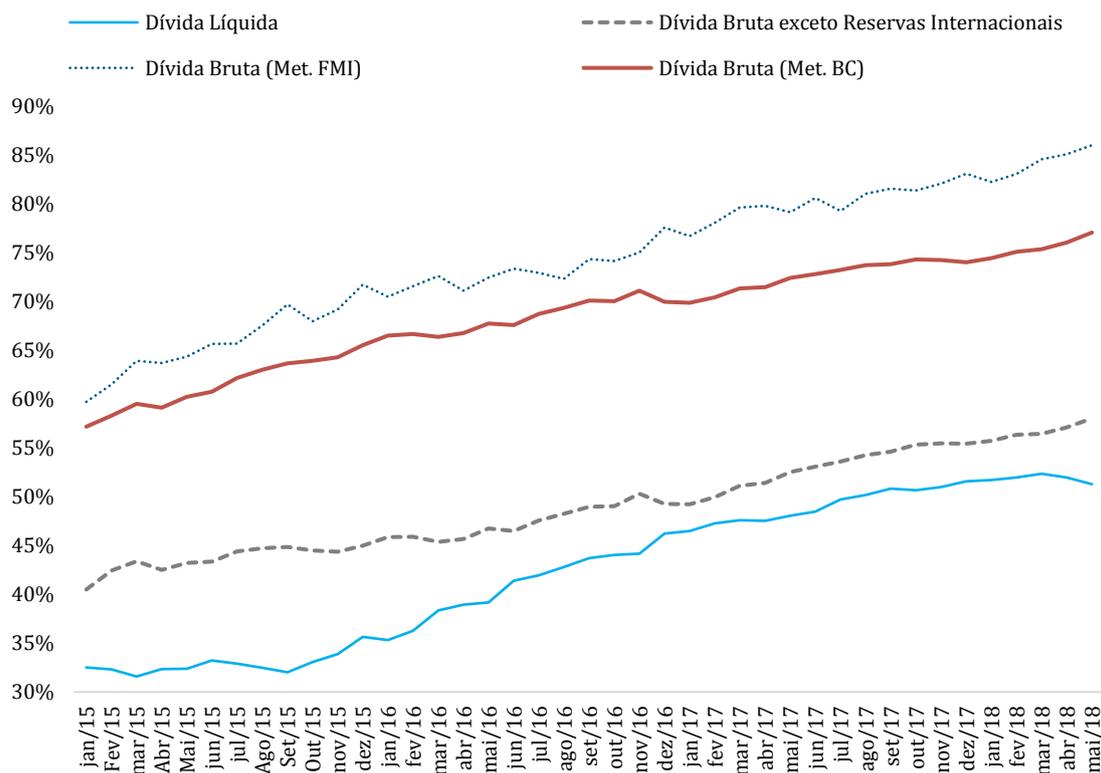
<sup>7</sup> Ver: [http://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB\\_2017.pdf](http://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB_2017.pdf)

## 2.1 Dívida Pública

Após crescer em janeiro, fevereiro e março de 2018, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) caiu em abril e, em maio, o movimento se repetiu: a DLSP caiu, para R\$ 3,417 trilhões, valor menor que o de abril em R\$ 31,4 bilhões. A DLSP medida como percentual do PIB (nominal acumulado em doze meses) caiu de 51,95% em abril para 51,28% em maio,<sup>8</sup> como se vê no Gráfico 6, abaixo – o gráfico abrange o período de janeiro de 2015 a maio de 2018. Entretanto, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) atingiu em maio 77,05% do PIB nominal acumulado em doze meses, dando sequência ao crescimento ininterrupto desta medida desde dezembro de 2017, quando estava em 74%. O nível de um ano atrás (maio de 2017) foi de 72,4%, e o nível de dois anos atrás foi de 67,74%. Em um ano, portanto, a DBGG aumentou em mais de 4,5 pontos percentuais, e em dois anos aumentou quase dez pontos percentuais.

As reservas internacionais somavam US\$ 382.549 bilhões no dia 30 de maio de 2018, ou 19% do PIB acumulado em 12 meses. Desta forma, descontando-se as reservas internacionais da DBGG chega-se em 58,05%, valor superior aos 57,10% de abril e aos 52,51% de maio do ano passado.

GRÁFICO 6. DIFERENTES MEDIDAS PARA A DÍVIDA PÚBLICA (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

<sup>8</sup> Para fins de clareza, note que o percentual de maio é igual à DLSP de maio dividida pelo PIB nominal acumulado de junho de 2017 até maio de 2018, inclusive. Cálculo análogo é feito para se obter o percentual de abril.

O Gráfico 6 também indica que, assim como na edição anterior deste RAF, as medidas de endividamento público como percentual do PIB acumulado cresceram em maio de 2018 exceto, novamente, pela DLSP.

## 2.2 Necessidades de Financiamento do Setor Público

As estatísticas das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) são compostas pelos indicadores do resultado nominal, do resultado primário e do pagamento de juros nominais líquidos, estes últimos sendo equivalentes à diferença entre os juros pagos e recebidos pelo setor público não financeiro em relação aos setores privado e público financeiros. Neste mês de maio de 2018, o déficit nominal do Setor Público Consolidado (SPC) quase dobrou em relação a abril: passou para R\$ 47,9 bilhões, sendo que em abril foi de R\$ 26,8 bilhões. Tal movimento se deveu tanto ao crescimento do pagamento líquido de juros (R\$ 10 bilhões a mais que em abril<sup>9</sup>) quanto à inversão do superávit primário de abril (que foi de R\$ 2,9 bilhões) para um déficit primário de R\$ 8,2 bilhões. Note-se, contudo, que a passagem de um superávit para um déficit também ocorreu de abril/2016 para maio/2016, bem como de abril/2017 para maio/2017, de forma que esta reversão não é peculiar a 2018.

O déficit nominal do SPC é composto pelos déficits das três esferas da federação, além de empresas estatais não-financeiras. A participação do Governo Central no valor total de maio foi de 96,5%, contribuindo com um déficit de R\$ 46,2 bilhões. A participação de estados e municípios foi de R\$ 1,6 bilhões e R\$ 24 milhões, respectivamente. Os pesos relativos dos entes federativos diferiram bastante, portanto, daqueles observados em abril, quando o Governo Central contribuiu com 70% do déficit nominal de então.

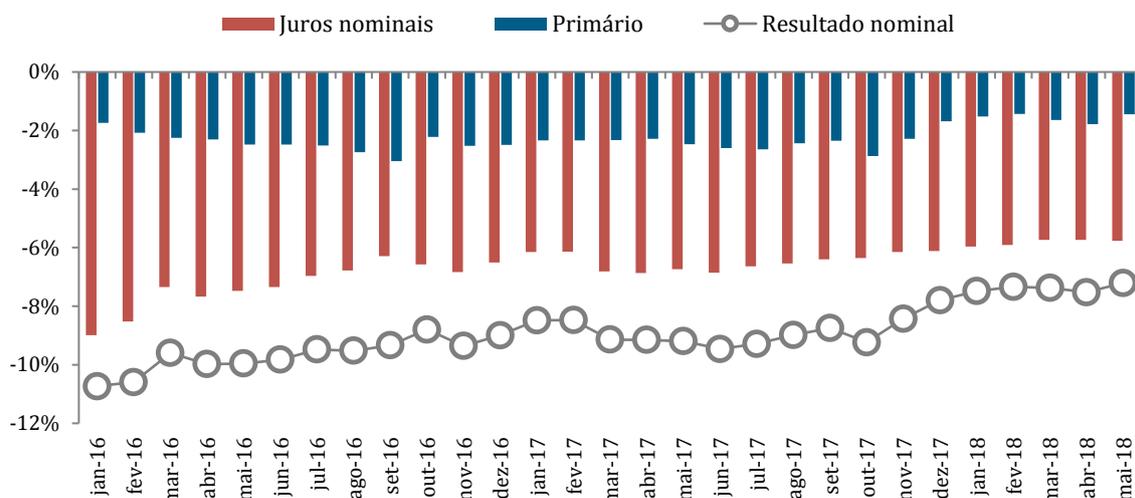
É importante chamar a atenção para o fato de que dentro da conta “pagamento líquido de juros” estão incluídos os gastos com os chamados “swaps cambiais”, cujo saldo negativo foi de R\$ 6,88 bilhões em maio de 2018 segundo dados preliminares do BC divulgados no dia 29 de junho. Trata-se do maior saldo negativo desde janeiro de 2016. Para fins de comparação, as perdas com swaps cambiais foram de R\$ 2,61 bilhões em abril, e nos meses precedentes não passavam dos R\$ 1,9 bilhões desde dezembro de 2016. Os swaps cambiais são abordados em maior detalhe no tópico específico sobre o assunto neste RAF.

Dividindo-se os déficits acumulados nos últimos doze meses até maio de 2018, por um lado, e o PIB nominal também acumulado em doze meses, por outro lado, chega-se no valor de 7,2%. Tal valor é menor que o de abril de 2018 (7,5%) e de maio de 2017 (9,2%). Assim, apesar de as NFSP terem quase dobrado em termos absolutos (valor em reais), elas caíram proporcionalmente ao PIB, tanto em relação a abril quanto a maio de 2017. Como vimos, a explicação para esta queda não está nem no pagamento líquido de juros (cujo saldo se tornou ainda mais negativo), nem no resultado primário (que passou de superavitário para deficitário), mas sim no aumento do PIB acumulado entre abril e maio: aumento de R\$ 25,2 bilhões. Os gráficos 7 e 8 revelam a evolução das NFSP bem como a composição do resultado primário do GC.

---

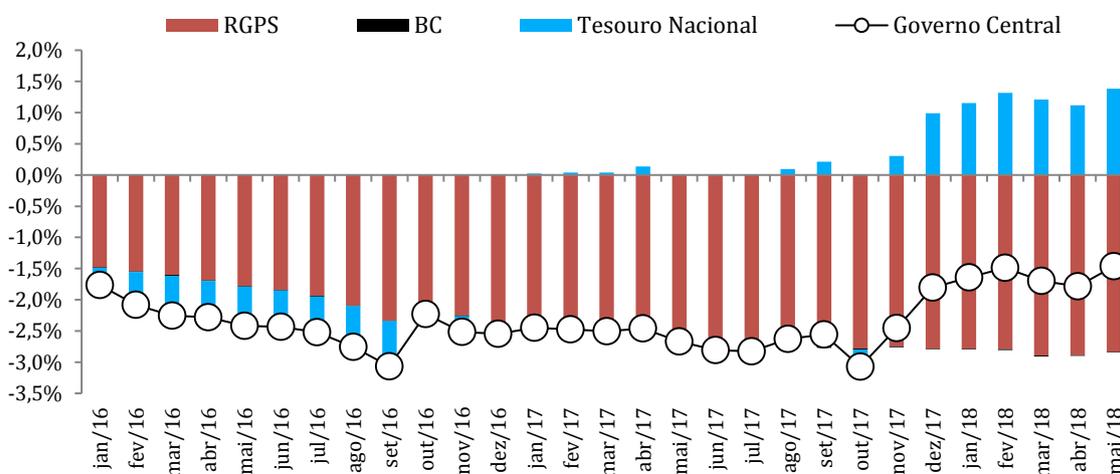
<sup>9</sup> O pagamento líquido de juros nominais teve saldo negativo de R\$ 39,7 bilhões em maio de 2018, ante saldo também negativo de R\$ 29,7 bilhões em abril de 2018.

**GRÁFICO 7. EVOLUÇÃO DAS NFSP (% DO PIB)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Para cada mês, são apresentados valores nominais acumulados nos doze meses precedentes, divididos pelo PIB nominal também acumulado em doze meses.

**GRÁFICO 8. RESULTADO DO GOVERNO CENTRAL (% DO PIB)**

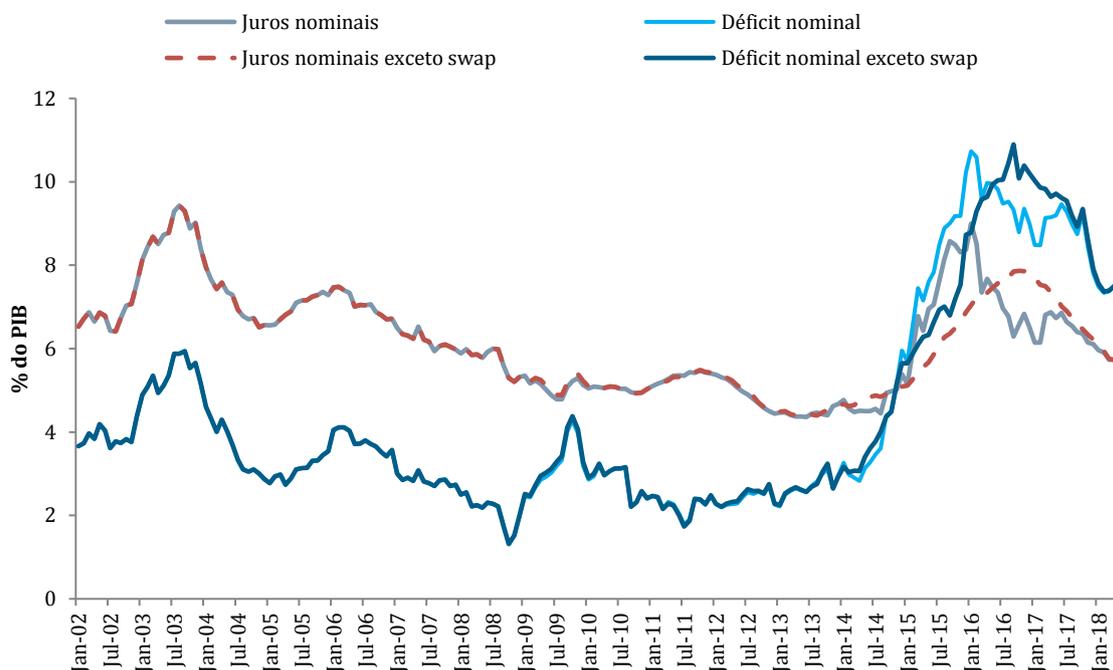


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Para cada mês, são apresentados valores nominais acumulados nos doze meses precedentes, divididos pelo PIB nominal também acumulado em doze meses.

Para se ter uma medida do déficit nominal recorrente, isto é, deixando-se de lado as perdas e ganhos que não se repetem persistentemente no tempo, pode-se subtrair as perdas com swaps cambiais do total de juros nominais líquidos pagos e do déficit nominal total. As perdas oriundas de operações de swap cambial, quando acumuladas nos últimos doze meses incluindo maio, somaram R\$ 7,12 bilhões, sendo que o acumulado em doze meses até abril havia sido de R\$ 0,85 bilhões. Muito embora estas perdas tenham atingido um nível atípico em maio, ainda representam um valor pequeno comparativamente ao PIB acumulado em doze meses. Com isso, as contas de juro nominal e déficit nominal recorrentes acumuladas nos últimos doze meses, como proporção do PIB acumulado no mesmo período, são praticamente idênticas

às suas contrapartidas que incluem perdas com swap. O Gráfico 9 mostra que nem sempre as versões recorrentes e não recorrentes destas contas são semelhantes: entre 2015 e 2017 elas chegaram a diferir em mais de dois pontos percentuais do PIB acumulado em doze meses.

**GRÁFICO 9. EVOLUÇÃO DO JURO E DÉFICIT NOMINAL COM E SEM O CUSTO COM AS OPERAÇÕES DE SWAP CAMBIAL (% DO PIB)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

### 2.3 Resultado Primário do Governo Central

O Governo Central, que é uma parte do setor público não financeiro avaliado nas subseções acima, obteve em maio de 2018 um déficit primário de R\$ 11,12 bilhões segundo metodologia do Banco Central (BC).<sup>10</sup> Pela metodologia do Tesouro Nacional (TN), o déficit primário do GC foi de R\$ 11,02 bilhões. Como mencionado em edições anteriores do RAF, a diferença entre os valores se deve ao uso de metodologias diferentes de cálculo do resultado primário (abaixo-da-linha pelo BC e acima-da-linha pelo TN). Os dados do TN são mais desagregados, permitindo um acompanhamento mais minucioso dos fluxos de receita e de despesa não financeiras (primárias).

Corrigindo-se os dados do TN pela inflação (IPCA), o déficit primário de maio foi de aproximadamente um terço do déficit de maio de 2017 (que foi de R\$ 30,2 bilhões, a preços de maio de 2018). Esta redução do déficit entre abril e maio não

<sup>10</sup> A metodologia de apuração do resultado primário pelo Banco Central é feita de forma residual, através da dedução do resultado nominal (RN) e da apropriação do ônus com a conta de juros (J). Enquanto o DN é calculado através da variação do saldo da DLSP, excetuado alguns ajustes patrimoniais e metodológicos, os juros nominais são apropriados por competência. Detalhes metodológicos podem ser encontrados no sítio do BC, disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf>.

deve ser entendida necessariamente como uma melhoria duradoura nas condições fiscais do país. O Gráfico 10 abaixo mostra visualmente que desde 2014 o resultado primário do GC permanece em patamar negativo.

**GRÁFICO 10. RESULTADO PRIMÁRIO ACUMULADO DO GOVERNO CENTRAL (%PIB)**



Fontes: Tesouro Nacional (resultado primário) e Banco Central (PIB). Elaboração: IFI. Razão entre o resultado primário em valores correntes do Governo Central, acumulado nos doze meses precedentes, e o PIB nominal acumulado no mesmo período.

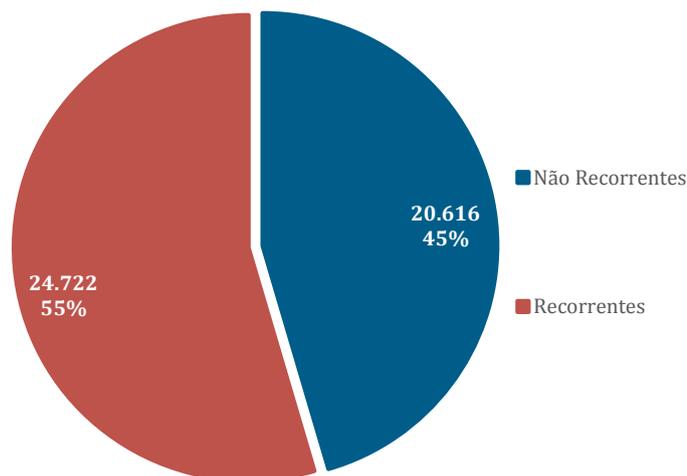
Em relação a maio de 2017, a receita bruta de maio de 2018 cresceu R\$ 10,5 bilhões em termos reais, ou 10,4%, crescimento maior que o observado entre os meses de abril de 2017 e 2018 (6,3%). A receita líquida de transferências para estados e municípios, por sua vez, cresceu R\$ 7,8 bilhões (9,8%) em termos reais entre os meses de maio, sendo que entre os meses de abril havia crescido R\$ 8,2 bilhões (7,4%). Já no que diz respeito às transferências a estados e municípios, a variação real entre os meses de maio de 2017 e 2018 foi de R\$ 2,7 bilhões (12,5%), em contraste com a variação entre os meses de abril, que foi quase nula em termos proporcionais (R\$ 3,6 milhões).

As estatísticas de arrecadação agregadas, que incluem receitas não recorrentes, não informam qual é a parcela dos movimentos fiscais que estão diretamente relacionados à atividade econômica. Por isso, a IFI utiliza as estatísticas oficiais para calcular o nível da chamada arrecadação não recorrente, para que esta possa ser separada do resto da arrecadação, chamada de recorrente. A IFI faz um inventário mês a mês das receitas extraordinárias, como o refinanciamento de dívidas tributárias e previdenciárias (“Refis”), as alterações na legislação tributária, bem como as derivadas da elevação da cotação internacional do petróleo e de concessões e outorgas.

Com base no dito acima, em maio de 2018 a receita bruta menos fatores não recorrentes alcançou R\$ 105,25 bilhões, frente a R\$ 96,3 bilhões em maio de 2017, em termos reais. Ou seja, tivemos um avanço real de R\$ 9 bilhões (variação de 9,3%). Estes números mostram que o crescimento real na receita bruta entre maio de 2018 e maio de 2017, que foi de R\$ 10,6 bilhões (10,4%), correspondeu majoritariamente ao aumento do componente da arrecadação que é mais estreitamente relacionado com a atividade econômica (arrecadação recorrente). Quando se faz exercício similar, mas comparando-se o acumulado do ano de 2018 (janeiro a maio) com o mesmo período de 2017, a receita bruta não recorrente real aumentou em R\$ 20,6 bilhões (variação de 58,1%) atingindo os R\$ 56,1 bilhões. Em contraste, o exercício que considera receitas recorrentes e não recorrentes somadas (receita bruta) teria indicado um aumento real de R\$ 45,3 bilhões (7,8%), chegando em R\$ 623,86 bilhões.

O gráfico a seguir destaca a participação das receitas extraordinárias na variação da arrecadação acumulada entre os primeiros cinco meses de 2017 e o mesmo período de 2018. Os R\$ 45,3 bilhões de aumento real da receita bruta foram decompostos nos R\$ 24,7 bilhões de receitas recorrentes e os R\$ 20,6 bilhões de receitas não recorrentes.

**GRÁFICO 11. COMPOSIÇÃO DO AVANÇO DA RECEITA BRUTA ACUMULADA  
(JAN-MAI/2018, R\$ MILHÕES)**



Fonte: Receita Federal. Elaboração: IFI

Para finalizar, convém destacar que em maio ocorreu o saque de R\$ 3,5 bilhões do Fundo Soberano, fator que contribuiu para que o déficit primário fosse menor. Note-se que, apesar de afetar o resultado primário, tal saque não é rigorosamente considerado uma receita no resultado reportado pelo tesouro Nacional (Resultado do Tesouro Nacional), e por isso não fez parte da discriminação da receita feita acima, em recorrente e não recorrente. O último saque do Fundo havia sido em dezembro de 2015, no valor nominal mais modesto de R\$ 855 milhões. Outro movimento que evitou um déficit primário maior em maio foi o pagamento de dividendos à União, que alcançou R\$ 4,8 bilhões. Apesar do pagamento de dividendos ser um fenômeno regular, ele não havia sido tão elevado desde dezembro de 2015, quando o valor nominal chegou a R\$ 6 bilhões. Desde então, esta medida só ultrapassou a marca do R\$ 1 bilhão em junho de 2017, quando atingiu os R\$ 2 bilhões, tendo voltado para a casa dos milhões posteriormente. BNDES e Caixa pagaram a maior parte dos dividendos de maio: R\$ 1,5 e R\$ 2,8 bilhões, respectivamente. A Petrobras, que não pagava dividendos desde abril de 2014, pagou R\$ 187 milhões à União.

### 3. ORÇAMENTO: INDICADOR DE PRUDÊNCIA ORÇAMENTÁRIA

Em 2017, a IFI elaborou o Indicador de Prudência Orçamentária (IPRO), uma medida de avaliação das projeções de receitas e despesas primárias do Poder Executivo, tendo como base de comparação os resultados efetivamente obtidos ao fim do exercício financeiro. A análise fez parte do RAF de abril de 2017<sup>11</sup>. Nesta edição, atualizamos a série do indicador incorporando os dados realizados de 2017.

<sup>11</sup> Disponível em: [http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529486/RAF\\_abr17\\_completo.pdf?sequence=1](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529486/RAF_abr17_completo.pdf?sequence=1).

De início, cumpre lembrar que a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) estabelece que “a responsabilidade na gestão fiscal pressupõe a ação planejada e transparente, em que se previnem riscos e corrigem desvios capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas”. Para isso, a lei criou uma série de regras fiscais, tanto procedimentais – a exemplo das exigências para criação de despesas obrigatórias de caráter continuado – como quantitativas, a exemplo do limite de gastos com pessoal.

Dentre as regras procedimentais, talvez uma das mais importantes seja a determinação de que a Lei de Diretrizes Orçamentárias traga anualmente, entre outras, metas de resultados fiscais. Esse comando resulta na especificação de uma regra quantitativa de suma importância para o desenho fiscal do País: a meta de resultado primário.

Como forma de garantir que a meta de resultado fiscal seja cumprida, o art. 9º da LRF definiu sistemática bimensal de acompanhamento e, caso se observe risco de não cumprimento, determinou que seja feita a limitação de empenho e movimentação financeira, o chamado *contingenciamento*.

O acionamento de um eventual contingenciamento resulta da possibilidade de frustração de receitas, em relação àquelas até então previstas, bem como de majoração de despesas obrigatórias ou de uma combinação de mudanças nessas variáveis que resultem em comprometimento do espaço fiscal para atingimento da meta de resultado primário.

Como se pode observar, essa sistemática pressupõe a avaliação de receitas e despesas ainda por acontecer, o que necessariamente envolve a *projeção* dessas variáveis para o ano fiscal de referência. Como forma de evitar riscos, seria de se esperar que essas estimativas fossem feitas de maneira prudente.

Na contabilidade empresarial e, por que não, na contabilidade pública, o princípio da prudência impõe a precaução nos julgamentos necessários às estimativas em condições de incerteza, no sentido de que ativos e receitas não sejam superestimados e que passivos e despesas não sejam subestimados<sup>12</sup>. Ou seja, receitas consideradas pelo menor valor e despesas pelo maior valor entre as alternativas igualmente válidas.

Na nossa história fiscal mais recente, em particular de 2011 a 2016, a comparação entre as projeções oficiais e os valores efetivamente observados ao fim do exercício sugere comportamento pouco prudente por parte do governo, tendo este se valido recorrentemente de estimativas maiores para as receitas e menores para as despesas, de forma a ampliar virtualmente o espaço fiscal disponível.

O IPRO busca captar esse tipo de comportamento. A ideia é criar um indicador sintético que seja positivo caso a condução das projeções orçamentárias seja considerada prudente e negativo caso contrário. Como foi pensado para endereçar a questão do resultado primário, que é a diferença entre as receitas primárias e as despesas primárias, o cálculo é composto por duas parcelas.

No caso das receitas, consideram-se prudentes estimativas **menores** do que as efetivamente realizadas. Por construção, portanto, o resultado “prudente” ocorre quando há uma diferença positiva entre as receitas realizadas e as projetadas. Diferentemente, no caso das despesas, considera-se cuidadosa a estimativa que se revelar **maior** do que o observado no ano. Assim, o resultado “prudente” ocorre quando há uma diferença positiva entre as despesas projetadas e as realizadas (observe que a subtração é inversa à das receitas).

De forma geral, se a política fiscal e orçamentária for conduzida de forma conservadora, espera-se que a soma das duas parcelas fique positiva, sendo possível que eventual valor negativo em uma das parcelas seja compensado por um valor positivo maior na outra parcela.

---

<sup>12</sup> Resolução Conselho Federal de Contabilidade - CFC Nº 1.282 DE 28.05.2010.

Caso se observe que as receitas projetadas foram maiores do que as realizadas, o indicador de receitas será negativo. Se as despesas projetadas forem menores do que as realizadas, o indicador de despesas também será negativo. A consideração das duas parcelas conduz ao indicador síntese. Para que se tenha uma medida na forma de percentual, a soma das parcelas anteriores é dividida pelo valor absoluto (em módulo) do resultado primário observado no período de referência. Com isso, obtém-se uma medida em percentual do resultado primário realizado no ano.

Além disso, não basta que a condução fiscal seja ajustada apenas no último relatório do ano para que o índice seja considerado prudente. O ideal é que ela se mantenha ponderada em todo o período, partindo da formulação original (LOA) e assim permanecendo em seus desdobramentos ao longo do ano (relatórios bimestrais de avaliação de receitas e despesas). Assim, o indicador considera a média do cálculo acima sugerido, tomando-se cada um dos momentos de avaliação e reavaliação de receitas e despesas.

Como parêntese, vale destacar que não se pretende com o IPRO avaliar a “qualidade” das projeções de receitas e despesas, mas sim se as mesmas sugerem ou não uma postura conservadora na elaboração das estimativas. Dessa forma, como os valores estimados são comparados com os valores realizados, eventuais erros de estimação estão incorporados ao cálculo, sem que se faça qualquer consideração sobre isso.

O que se pretende avaliar com o IPRO é a direção dessas diferenças: se a menor nas receitas e a maior nas despesas, o indicador apontará prudência (mesmo errando-se as estimativas); caso contrário, apontará conduta pouco cautelosa. De outra forma, o que se procura avaliar não são os erros de estimativa em si, mas se a sua direção indica maior ou menor conservadorismo.

Considerando todos esses fatores, o cálculo do IPRO pode ser sintetizado na fórmula a seguir:

$$IPRO = \text{média} \left( \frac{((REC \text{ realizadas})_T - (REC \text{ projetada})_i + (DESP \text{ projetada})_i - (DESP \text{ realizadas})_T)}{|PRIMÁRIO_T|} \right)$$

Onde: i = períodos de avaliação de receitas e despesas (LOA, Decretos, Relatórios Bimestrais e Extemporâneos);

T = ano de referência;

REC = Receitas primárias;

DESP = Despesas primárias obrigatórias *sem controle de fluxo*.

Manipulando algebricamente a fórmula especificada acima, é possível reescrever o IPRO (indicador síntese) como a soma de dois outros indicadores parciais: um Indicador de Receitas (IPRO\_R) e um Indicador de Despesas (IPRO\_D), da seguinte forma:

$$IPRO = IPRO_R + IPRO_D$$

Onde:

$$IPRO\_R = \frac{Média (REC realizadas)_T - (REC projetada)_i}{|PRIMÁRIO_t|}$$

$$IPRO\_D = \frac{Média (DESP projetada)_i - (DESP realizadas)_T}{|PRIMÁRIO_t|}$$

Necessário observar que as despesas primárias consideradas para fins de cálculo do indicador são apenas as chamadas *obrigatórias sem controle fluxo*. Apenas as *obrigatórias* são consideradas, pois é esta projeção que importa para verificação de eventual desvio em relação à meta do exercício. Havendo necessidade de ajuste, este recairá sobre as despesas discricionárias, que devem ser equivalentes à diferença entre receitas e despesas primárias obrigatórias menos a meta de resultado primário.

Além das discricionárias propriamente ditas, o índice também exclui as obrigatórias *com controle de fluxo*<sup>13</sup>, que tradicionalmente estiveram contempladas dentro das discricionárias. Isso porque, neste caso, é possível reprogramar sua incidência ao longo do ano, expediente que comprometeria a precisão do índice e dificultaria a sua operacionalização, já que não se sabe em que período do ano acontecerão.

A Tabela 10 traz os resultados do IPRO para o período de 2001 a 2017 no âmbito da União.

**TABELA 10. INDICADOR DE PRUDÊNCIA ORÇAMENTÁRIA**

Descrição	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Indicador de Receitas	-16,5%	32,1%	3,1%	20,4%	14,2%	0,2%	17,9%	15,8%	-13,4%	81,3%	9,4%	-30,0%	-23,9%	-370,9%	-66,1%	-20,8%	-0,3%
Indicador de Despesas	-15,5%	-5,2%	-6,7%	-6,0%	-1,9%	3,6%	12,2%	17,6%	10,6%	-44,3%	-20,7%	-9,5%	-11,6%	-110,0%	-42,9%	1,0%	21,5%
<b>Indicador Síntese</b>	<b>-32,0%</b>	<b>26,9%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>14,4%</b>	<b>12,3%</b>	<b>3,8%</b>	<b>30,2%</b>	<b>33,3%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>37,0%</b>	<b>-11,3%</b>	<b>-39,5%</b>	<b>-35,5%</b>	<b>-480,9%</b>	<b>-108,9%</b>	<b>-19,8%</b>	<b>21,1%</b>

Fonte: Ministério do Planejamento (Relatórios Bimestrais de Avaliação de Receitas e Despesas) e Ministério da Fazenda (Resultado do Tesouro Nacional). Elaboração: IFI.

Nos dez anos entre 2001 e 2010, o IPRO (indicador síntese) situou-se predominantemente no campo positivo, apontando para um comportamento mais conservador ou prudente na elaboração das estimativas. Em apenas três anos (2001, 2003 e 2009) o indicador foi negativo, valendo lembrar que dois desses três anos foram anos de crise (2001 e 2009), o que tende a comprometer, em particular, as estimativas de receitas.

Tomando-se o indicador desagregado entre receitas e despesas, observa-se que, no caso das primeiras, o período mencionado foi claramente de prudência, com valores negativos apenas nos anos de 2001 e 2009. Já a dinâmica do indicador de despesas, não revela a predominância de uma gestão cuidadosa: em seis dos dez anos o indicador foi negativo.

No período entre 2011 e 2016, o indicador síntese foi negativo em todos os anos e teve influência tanto das estimativas de receita quanto das projeções de despesa. No caso das receitas, o indicador foi positivo apenas no primeiro ano do período, e, no caso das despesas, apenas no último ano.

Nesse período, a recorrência dos resultados negativos deixa mais evidente a condução pouco conservadora das estimativas oficiais. Vale lembrar que o IPRO considera as projeções realizadas ao longo do exercício, que, por definição, devem incorporar o desempenho já observado no ano. Isso tende a reduzir os desvios nas últimas avaliações e, portanto,

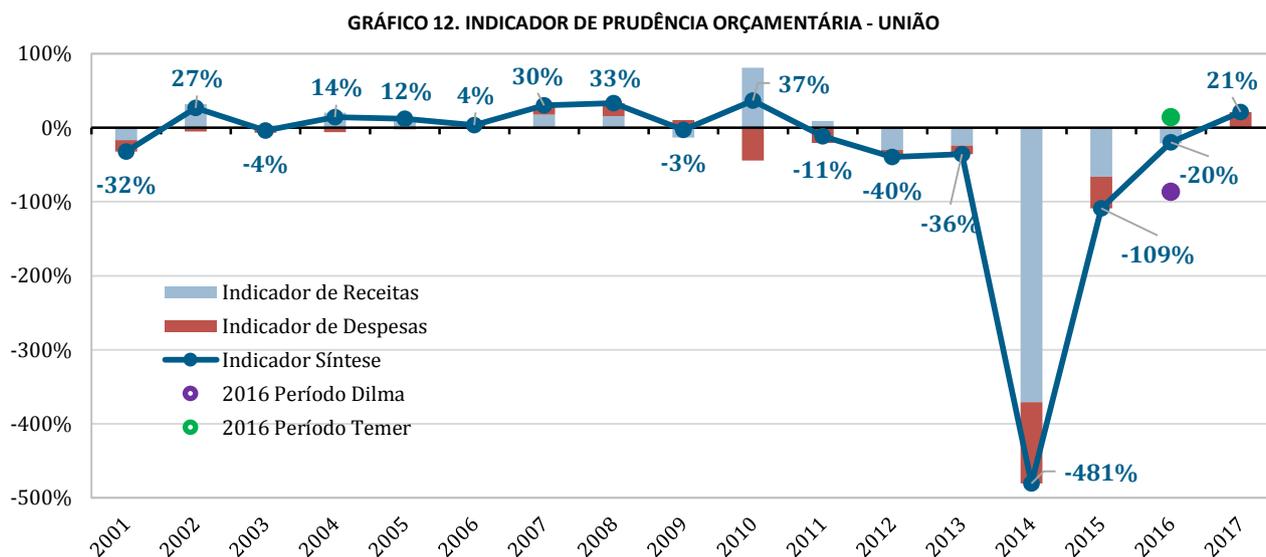
<sup>13</sup> Não existe um conceito legal de Despesas Obrigatórias com controle de Fluxo. Elas simplesmente constam como tal nos Decretos de Programação Orçamentária e Financeira. Apesar dessas despesas não estarem sujeitas a contingenciamento, sua execução pode ser, em tese, controlada ao longo do ano.

melhorar o índice. Ainda assim, os percentuais de desvio foram fortemente negativos na maior parte do período, o que apenas reforça a percepção de imprudência sugerida pelo indicador.

O maior valor negativo ocorreu em 2014, quando o IPRO atingiu -480% (ver também Gráfico 12). Isso significa que, na média, os erros de previsão no exercício corresponderam a quase cinco vezes o resultado primário observado no ano, o que demonstra expressivo descuido. Em números: a receita prevista ao longo de 2014 ficou, em média, R\$ 64 bilhões acima da realizada, enquanto a despesa prevista foi, em média, R\$ 19 bilhões inferior à realizada. O desvio combinado, portanto, chegou a R\$ 83 bilhões, ante um déficit observado de R\$ 17 bilhões.

Em 2016, o indicador foi negativo em 19,8%. Nesse ano, contudo, a gestão fiscal foi conduzida por dois governos, sendo necessário separar o indicador para os diferentes períodos. No primeiro período, até maio, obtém-se resultado negativo (87%), enquanto, no segundo, o indicador é positivo em 14%.

Em 2017, o indicador seguiu em campo positivo (21,1%), muito em função das estimativas de despesa obrigatória, mantidas elevadas até a última avaliação, em dezembro. O indicador das despesas foi de 21,5%. As projeções de receita, na média, ficaram bem próximas da receita realizada.



Elaboração: IFI.

A evolução do indicador conduz a uma associação inevitável entre o período de valores negativos revelado pelo IPRO e a fase da condução da política fiscal que ficou marcada por contabilidade alternativa, onde o acúmulo de passivos e crescentes déficits primários teve destacada participação. O irrealismo das projeções fiscais, combinado com esses outros fatores, levaram à perda da credibilidade da gestão fiscal no período.

Além dos efeitos sobre a credibilidade da gestão fiscal, eventuais vieses na elaboração das projeções de receitas e despesas podem comprometer a qualidade da política fiscal, ao impor custos adicionais ao planejamento e à execução orçamentária derivados de contingenciamentos amplos, que refletem não eventuais erros de estimativa, mas a condução estratégica dessas projeções.

Outro ponto que merece referência é que não se pretende com o IPRO avaliar a “qualidade” das projeções de receitas e despesas, mas sim se as mesmas sugerem ou não uma postura conservadora na elaboração das estimativas. Dessa forma, como os valores estimados são comparados com os valores realizados, eventuais erros de estimação estão incorporados ao cálculo, sem que se faça qualquer consideração sobre isso. O que se pretende avaliar com o IPRO é a direção dessas diferenças: se a menor nas receitas e a maior nas despesas, o indicador apontará prudência (mesmo errando-se as estimativas); caso contrário, apontará conduta pouco cautelosa. De outra forma, o que se procura avaliar não são os erros de estimativa em si, mas se a sua direção indica maior ou menor conservadorismo.

Como todo indicador, o IPRO tem suas limitações. Em primeiro lugar, é importante ponderar que, embora contribua para a discussão sobre a credibilidade das projeções fiscais realizadas pelo governo, o indicador não conseguiria, por si só, dar uma resposta conclusiva a respeito da prudência ou imprudência na condução das estimativas. Isso porque, ao comparar valores de diferentes momentos no tempo (projetado *versus* realizado), desconsidera fontes de incerteza que podem ocorrer no meio do caminho.

A projeção contida na Lei Orçamentária, por exemplo, é geralmente feita mais de um ano antes do fim do exercício a que se refere. Eventual choque na economia pode levar tal queda de arrecadação que leve o indicador a um valor negativo, mesmo que a projeção original tenha sido elaborada de forma prudente. Ao utilizar a média das projeções feitas ao longo do ano, incorporando estimativas mais próximas do fim do exercício, o IPRO consegue mitigar os efeitos da incerteza, mas sem resolver inteiramente o problema.

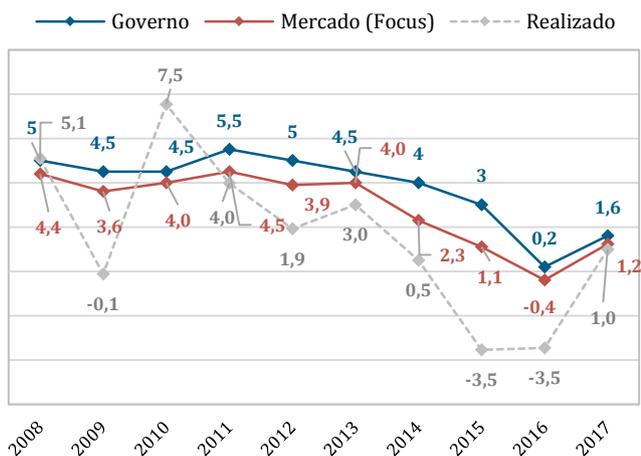
Disso resulta que, sempre que se optar por estudar determinado exercício, o IPRO pode ser um bom ponto de partida, mas também devem ser analisados eventuais fatores que comprometeram as projeções e que não estão diretamente relacionados a alguma premissa enviesada. Por outro lado, desvios persistentes no tempo, como os ocorridos entre 2011 e 2016, tendem a deixar mais evidente a percepção de imprudência que o IPRO sugere.

A segunda limitação deriva da primeira. Como se baseia na comparação com valores realizados, o IPRO é uma medida retrospectiva e não endereça projeções para o período corrente ou exercícios futuros. Uma alternativa seria a comparação de diferentes projeções em um mesmo momento.

Por exemplo, podem-se comparar as projeções de diferentes agentes (Poder Executivo, Mercado, IFI etc.) para as principais variáveis macroeconômicas no momento do envio da Proposta Orçamentária pelo Executivo (PLOA), o que ocorre no fim de agosto. Independente do desempenho efetivo da variável, desvios elevados e persistentes entre diferentes fontes tendem a sinalizar comportamentos mais ou menos prudentes nas projeções. Os gráficos a seguir comparam as projeções do Poder Executivo e do Mercado (Boletim Focus do Banco Central) quando do envio do PLOA nos últimos dez anos.

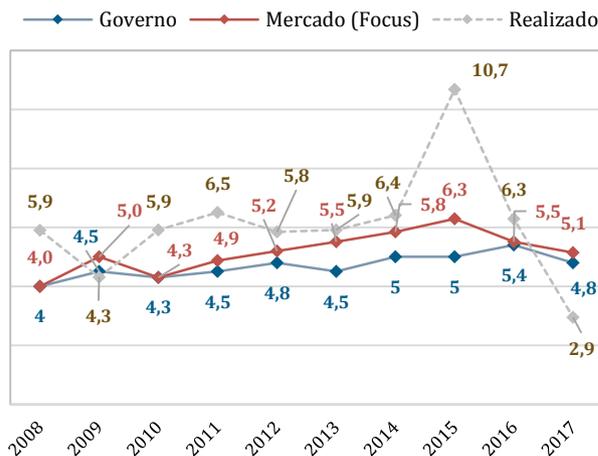
Esse tipo de comparação indica claro viés otimista do governo em suas projeções de PIB e inflação nos últimos dez anos, ainda que, no momento da elaboração de ambas as projeções houvesse considerável incerteza quanto ao comportamento da economia no ano seguinte. Com poucas exceções, as projeções oficiais eram superiores às do mercado, no caso do crescimento real do PIB, e inferiores às do mercado, no caso do IPCA. Quando incluímos os valores efetivamente observados para essas variáveis (linha tracejada cinza), vemos que de fato, na maior parte dos casos, as projeções do mercado estiveram mais próximas do dado realizado.

**GRÁFICO 13 a. CRESCIMENTO REAL DO PIB - NA ENTREGA DO PLOA (%)**



Fonte: IBGE, Banco Central e Ministério do Planejamento

**GRÁFICO 13 b. IPCA ANO - NA ENTREGA DO PLOA (%)**



Por fim, é necessário ponderar em que medida resultados fortemente positivos no indicador são fruto de comportamentos prudentes e, portanto, desejáveis, e em que medida são meramente consequência de projeções pouco aderentes à realidade. Mais uma vez, o IPRO é um bom ponto de partida para a análise, sendo recomendável, contudo, que a análise de exercícios específicos leve em consideração outros fatores que podem afetar as projeções.

O ano de 2017 pode ser usado como exemplo. O índice da despesa para o ano foi fortemente positivo (21,5%, conforme Tabela 10), sugerindo comportamento prudente na elaboração das projeções ao longo do exercício. Contudo, uma análise mais detalhada permite observar que as projeções de despesas foram mantidas muito elevadas mesmo nas avaliações de novembro e dezembro, quando já se conheciam os dados de execução pelo menos até outubro daquele ano. Neste caso, o índice obtido, embora possa indicar alguma dose de prudência, foi influenciado em certa medida por projeções pouco realistas, em especial as realizadas no fim do exercício.

#### 4. TÓPICO ESPECIAL: EFEITO FISCAL DA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL

##### 4.1 A volta da desvalorização cambial

Depois da acentuada desvalorização cambial ocorrida de setembro de 2014 a setembro de 2015, quando o preço do dólar subiu de R\$ 2,25 para R\$ 4,00, e da correção dos excessos no primeiro semestre de 2016, a taxa de câmbio manteve-se relativamente estável entre R\$ 3,10 e R\$ 3,30 até março de 2018. Entretanto, em abril, o país ingressou em nova fase de desvalorização cambial. O Gráfico 14 mostra a evolução do preço de compra do dólar americano, no mercado livre, ao longo do corrente ano.

**Gráfico 14. Taxa de câmbio\* (R\$)**



\* Preço do dólar americano, no mercado livre, final de período.  
Fonte: BCB. Elaboração: IFI.

No bimestre abril-maio, a taxa de câmbio subiu de R\$ 3,32 para R\$ 3,74. No início de junho, a pressão sobre o mercado de câmbio acentuou-se até chegar aos R\$ 3,90, no dia 7, levando o Banco Central a reagir com forte aumento da oferta de contratos de swap cambial. Desde então, à custa do aumento desses contratos, a taxa manteve-se abaixo daquele preço, encerrando junho aos R\$ 3,85.

Não há intenção aqui de explicar a evolução da taxa de câmbio nos últimos anos, dada a variedade de fatores que atuam simultaneamente sobre essa variável. No âmbito externo, operam, por exemplo, taxa internacional de juros, crescimento econômico mundial e preços das commodities. Na esfera interna, evolução das contas externas e das contas públicas, além de fatores políticos. Pode-se arriscar a dizer que o cenário externo foi favorável em grande parte do período, mas, nos últimos meses, as expectativas quanto à evolução da taxa internacional de juros e a maior incerteza trazida por fatores geopolíticos e guerra comercial entre potências, passaram a representar um elemento relevante de pressão sobre a taxa de câmbio.

Em relação ao ambiente interno, as transações correntes do país com o exterior costumam ser um ator importante em crises cambiais, a exemplo do que sucede atualmente com outros países como Turquia e Argentina e, historicamente, Brasil. Entretanto, nos últimos anos, as contas externas do país não criaram problemas. Na verdade, atuaram como fator de tranquilidade, pois o pequeno déficit nas transações correntes foi facilmente financiado com investimentos diretos.

Já o papel da incerteza política tem sido um elemento bastante importante para explicar a evolução da taxa de câmbio, nos últimos anos, mais que o usual, tanto na fase de forte desvalorização de 2015, como na fase de maior tranquilidade, no transcorrer de 2016. No entanto, desde maio de 2017, particularmente nos últimos meses, as dificuldades do atual governo para implementar reformas econômicas e as incertezas trazidas pela indefinição do quadro eleitoral se juntaram à piora do cenário externo para levar à fase mais recente de desvalorização cambial.

Quanto às contas públicas, como é sabido, houve forte deterioração de meados de 2013 a meados de 2016. No período seguinte, em que pese certo sucesso em conter e até reduzir os elevados déficits primários no âmbito federal, os resultados não foram suficientes para evitar os sucessivos aumentos do endividamento público para além de patamares inéditos. Não se trata certamente de um quadro que contribua para a estabilidade da taxa de câmbio, ainda mais quando as pesquisas eleitorais não apoiam um cenário claro de reequilíbrio das contas públicas em um horizonte próximo.

Um canal possível de transmissão do desequilíbrio fiscal para a taxa de câmbio são as transações de capital do país, por conta do aumento do risco do investimento local, o que estimula a saída de capital, em um momento em que a taxa internacional de juros tende a subir. A eventual necessidade de elevar a taxa de juros doméstica para conter esses fluxos, traria problemas adicionais às contas públicas, ao aumentar os juros líquidos devidos pelo setor público e, conseqüentemente, o déficit e a dívida pública.

Com se vê, existem importantes fatores em ação atuando sobre a taxa de câmbio. O fato a demarcar é que ainda há muita incerteza em relação ao novo patamar do preço do dólar, patamar esse que só deverá ser encontrado depois de muita flutuação.

Diante desse cenário, cabe mapear os possíveis efeitos diretos da desvalorização cambial sobre as contas públicas. Foi apontado acima o impacto do desequilíbrio fiscal sobre a taxa de câmbio, mas essa taxa também pode causar efeitos sobre as contas públicas. É sobre esse lado da relação causal que se debruçará o presente tópico especial do relatório da IFI.

Antes, porém, vale alertar que o desafio aqui proposto diz respeito apenas aos impactos diretos. A avaliação dos impactos indiretos é mais complexa em termos teóricos e econométricos. Por exemplo, qual o efeito da forte desvalorização cambial sobre o crescimento econômico e sobre a taxa de juros? Essas duas variáveis são decisivas para o desempenho das contas públicas.

#### 4.2 Efeitos da taxa de câmbio sobre a dívida pública

Os efeitos diretos de mudanças permanentes na taxa de câmbio se dão principalmente por meio da dívida externa do governo geral (governos federal, estadual e municipal) e das reservas internacionais em posse do Banco Central. Considerando-se os efeitos sobre os tradicionais indicadores de dívida pública, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), os impactos são bastante distintos.

A DBGG é um indicador de dívida bruta, portanto, não considera, os ativos do governo geral. Ademais, não inclui o Banco Central e, portanto, as reservas internacionais. A desvalorização cambial eleva o valor em real da dívida externa. Como esse passivo compõe a DBGG, o aumento da taxa de câmbio implica também aumento da DBGG. Há ainda uma pequena parcela da dívida interna (mobiliária e contratual) que embora não seja paga em dólar, é corrigida pela taxa de câmbio. Por isso, também sofre o efeito da desvalorização cambial.

A Tabela 11 mostra os efeitos da variação na taxa de câmbio sobre a dívida bruta dos governos federal, estadual e municipal, nos meses já transcorridos de 2018<sup>14</sup>. Como se pode ver, o sinal dos efeitos muda com o aumento ou diminuição da taxa de câmbio. Em janeiro, houve valorização cambial. Por isso, o valor em real da dívida caiu R\$ 11,9 bilhões. Entretanto, nos meses seguintes, houve desvalorização cambial, com o conseqüente aumento da dívida bruta. Em maio, por exemplo, o impacto foi de R\$ 21,5 bilhões. Considerando-se os cinco meses somados, o aumento foi de R\$ 36,1 bilhões.

---

<sup>14</sup> Os efeitos apresentados nas Tabelas 11 e 12 foram extraídos da página eletrônica do Banco Central, Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Estatísticas Fiscais, Tabelas 7 e 20 relativas aos fatores condicionantes da DLSP e da DBGG, respectivamente (<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>). Dentre esses fatores, foram considerados apenas os ajustes metodológicos internos e externos para captar, respectivamente, o efeito sobre a dívida interna afetada pela taxa de câmbio e sobre a dívida externa. Maio é o último mês com dados disponíveis.

**TABELA 11. EFEITO DA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL SOBRE A DBGG (2018) – R\$ BILHÕES**

	janeiro	fevereiro	março	abril	maio	total
DBGG	-11,9	6,9	6,6	13,1	21,5	<b>36,1</b>
Governo federal	-5,8	3,4	3,2	6,4	10,3	<b>17,5</b>
Governo estadual	-5,6	3,2	3,1	6,2	10,3	<b>17,1</b>
Governo municipal	-0,5	0,3	0,3	0,5	0,9	<b>1,4</b>

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Separando-se os entes governamentais, percebe-se que o impacto sobre os municípios é muito baixo, por conta do seu endividamento externo também muito baixo. Já o efeito sobre estados e governo federal é similar, R\$ 17,1 bilhões e R\$ 17,5 bilhões, respectivamente. Tal fato decorre da proximidade entre os passivos externos desses dois entes, embora a dívida total federal seja muito superior a dos estados. A dívida externa dos estados subiu em ritmo acentuado no triênio 2012-2014, notadamente junto a organismos internacionais, e conta com a garantia da União.

Vale observar que os R\$ 36,1 bilhões mostrados na Tabela 11 não correspondem a desembolsos extras imediatos por parte dos governos. Se a desvalorização cambial for definitiva, esse montante extra será despendido de acordo com o cronograma de amortização da dívida externa que em geral abarca vários anos. Se a desvalorização for revertida nos próximos meses, o dispêndio extra sequer ocorrerá, à exceção dos juros e amortização pagos no período em que a taxa de câmbio mantiver-se elevada.

Já a DLSP é um indicador de dívida que se diferencia da DBGG por incluir o Banco Central, além das estatutais. Ademais, trata-se de indicador de dívida líquida, pois deduz os ativos, entre os quais, as reservas internacionais em poder do Banco Central. A Tabela 12 é similar à Tabela 11, só que informa os efeitos da variação da taxa de câmbio sobre a dívida líquida dos governos federal, estadual e municipal, além do Banco Central.

**TABELA 12. EFEITO DA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL SOBRE A DLSP (2018) – R\$ BILHÕES**

	janeiro	fevereiro	março	abril	maio	total
DLSP	45,1	-25,5	-24,3	-48,4	-78,6	<b>-131,8</b>
Governo federal	-3,9	2,3	2,2	4,3	7,0	<b>11,9</b>
Banco Central	55,1	-31,3	-29,9	-59,5	-96,7	<b>-162,3</b>
Governo estadual	-5,6	3,2	3,1	6,2	10,3	<b>17,1</b>
Governo municipal	-0,5	0,3	0,3	0,5	0,9	<b>1,4</b>

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

A Tabela 12 mostra duas diferenças a serem registradas em relação à Tabela 11. Quanto à primeira, para cada nível de governo, os efeitos na Tabela 12 são necessariamente menores ou iguais aos da Tabela 11, pois a dívida líquida é sempre menor ou igual à dívida bruta. Em relação aos estados e municípios, os efeitos são exatamente os mesmos, pois esses governos não possuem ativos em dólar. Distinta é a situação do governo federal que tem ativos corrigidos pela taxa de câmbio e, por isso, os efeitos caem de R\$ 17,5 bilhões para R\$ 11,9 bilhões. Esses ativos correspondem à uma pequena parcela dos ativos do FAT e dos créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES. Portanto, o impacto da desvalorização cambial sobre a dívida do governo federal é em parte amortecido pela existência de ativos em dólar, diferentemente do que ocorre com estados e municípios.

Já a segunda diferença entre as tabelas diz respeito à presença do Banco Central. A autarquia possui dívida externa irrisória comparativamente ao enorme montante de reservas internacionais. Portanto, a autoridade monetária é credora em termos líquidos ou, dito de outro modo, a sua dívida externa líquida é negativa. Por isso, quando há desvalorização cambial, o aumento do valor em real da dívida externa é muito menor que o aumento do valor em real das reservas internacionais, levando à redução da dívida líquida do Banco Central.

Na Tabela 12, tal fato ocorreu em todos os meses cobertos, à exceção de janeiro, o que levou a sucessivas diminuições da dívida líquida do Banco Central, conforme indicam os sinais negativos. Em janeiro, houve aumento da dívida líquida, por conta da valorização cambial então verificada. Chama a atenção também o tamanho dos efeitos, fato esse decorrente do tamanho das reservas internacionais. No período coberto, os impactos mensais nunca foram inferiores a R\$ 30 bilhões. Nos meses de janeiro e abril, quando a variação da taxa de câmbio foi mais intensa, o impacto superou os R\$ 50 bilhões. Em maio, chegou aos R\$ 96,7 bilhões, mês com o maior aumento mensal do preço do dólar, em 2018.

Considerando-se os cinco meses, o efeito redutor sobre a dívida líquida do Banco Central causado pelas reservas internacionais superou em larga medida a soma do efeito advindo da dívida dos três níveis de governo, R\$ 162,3 bilhões contra R\$ 30,5 bilhões, resultando na redução de R\$ 131,8 bilhões da DLSP. Conforme visto, no caso da DBGG, o efeito final foi de acréscimo de R\$ 36,1 bilhões. Vale observar que, do mesmo modo que esse último montante não representa dispêndios imediatos, os ganhos de R\$ 162,3 bilhões proporcionados pelas reservas internacionais também não implicam disponibilidades imediatas. Isso só ocorreria se as reservas fossem vendidas durante a vigência da taxa de câmbio mais alta.

#### 4.3 Reservas internacionais e swaps cambiais

Conforme visto, a posse de elevado montante de reservas internacionais proporciona ganhos ao Banco Central quando há desvalorização cambial, por conta do aumento do valor em real dessas reservas. Entretanto, a autarquia, de acordo com sua avaliação, realiza também operações de swap cambial que resultam em perdas quando a taxa de câmbio sobe. Essas perdas dependem do valor contratado de swap cambial. Cabe comentar essa questão por conta do forte aumento desses contratos desde meados de maio de 2018.

Os swaps cambiais consistem na troca de risco e rentabilidade de um determinado valor contratado (valor nominal), durante o período especificado no contrato, usualmente de curto prazo. Nas operações que o Banco Central vem fazendo, ele se compromete a pagar a desvalorização cambial do período contratado, mais juros (cupom cambial), e o mercado se compromete a pagar a Selic. Os acertos são feitos diariamente, em reais, de acordo com a diferença. Se a soma da desvalorização cambial com o cupom cambial for maior que a Selic no período, o Banco Central paga ao mercado a diferença; se for menor, o mercado paga ao Banco Central a diferença. A título de exemplo, ao término do dia, existem 200 unidades monetárias de contratos de swap e a diferença entre a desvalorização cambial, mais o cupom cambial, e a Selic foi de 0,5%. Neste dia, o Banco Central paga ao mercado 1 unidade monetária (0,5% x 200).

Assim, em períodos de desvalorização cambial, ao mesmo tempo que o Banco Central auferir ganhos advindos do aumento do valor em real das suas reservas, ele arca também com os prejuízos causados pelos swaps. Enquanto o valor desses contratos for inferior ao valor das reservas internacionais, as perdas serão inferiores aos ganhos. Por isso, um modo de aferir o tamanho dos swaps contratados é converter o valor dos contratos para dólar e compara-lo com o valor das reservas internacionais. Em que pese a conversão para dólar para fins estatísticos, vale reforçar que os swaps não envolvem a movimentação da moeda americana. Os contratos são feitos em real e acertados na mesma moeda. A única intervenção do dólar está no uso do seu preço para calcular os acertos diários entre o Banco Central e o mercado.

Dadas essas características, os swaps cambiais servem para transferir o risco cambial para o Banco Central, sendo útil para os agentes econômicos que possuem compromissos em dólar ou querem simplesmente especular. A demanda do mercado por essas operações aumenta em períodos de maior incerteza em relação à trajetória da taxa de câmbio. Nesse contexto, o Banco Central se dispõe a oferta-las para evitar que a ansiedade do mercado se traduza em flutuação excessiva do preço do dólar ou em distanciamento do nível compatível com os fundamentos da economia. Existem ainda outros

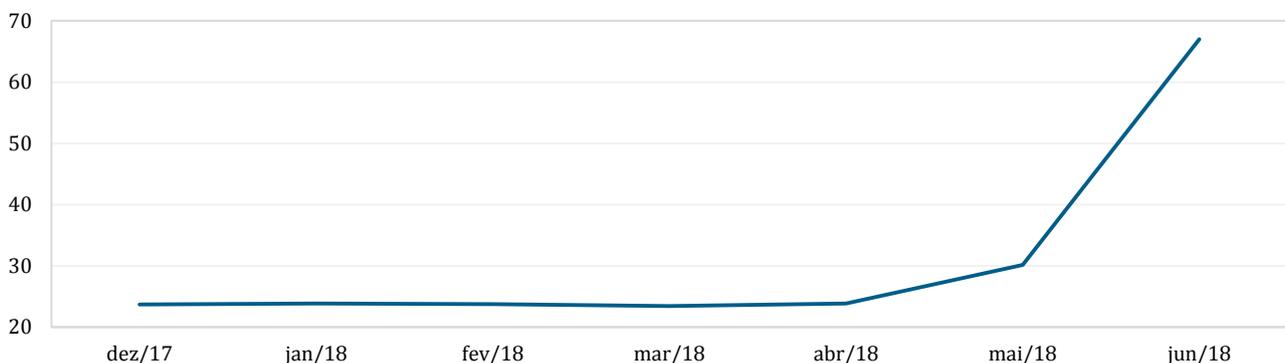
instrumentos que podem servir ao mesmo propósito como leilão de linha (venda de dólar à vista com compromisso de recompra) e venda das próprias reservas, não utilizada pelo Banco Central já há alguns anos.

Os contratos de swap cambial feitos pelo Banco Central subiram bastante a partir de meados de 2013, por conta da então enorme incerteza em relação à evolução da taxa de câmbio<sup>15</sup>. Convertidos para dólar, o valor desses contratos aumentou praticamente do nada em maio de 2013 para US\$ 114,4 bilhões, em abril de 2015, recorde da série. Esse valor permaneceu acima de US\$ 100 bilhões até março de 2016. Daí em diante, caiu rapidamente até alcançar US\$ 17,8 bilhões, em abril de 2017, o menor valor desde a retomada das operações em junho de 2013.

O valor subiu moderadamente nos meses seguintes de 2017 e permaneceu próximo dos US\$ 23 bilhões nos primeiros quatro meses de 2018. Ao mesmo tempo, a taxa de câmbio manteve-se relativamente estável, entre R\$ 3,10 e R\$ 3,30, desde meados de 2016. Entretanto, a partir de abril do corrente ano, iniciou-se um período de forte incerteza em relação à trajetória da taxa de câmbio, levando o Banco Central a aumentar rapidamente as operações de swap cambial, especialmente a partir da segunda semana de junho, depois que o preço do dólar chegou aos R\$ 3,90, no dia 7.

O Gráfico 15 mostra o valor em dólar dos contratos de swap cambial feitos pelo Banco Central ao longo de 2018. Conforme se pode ver, o valor saltou de US\$ 23,8 bilhões em abril de 2018 para US\$ 67 bilhões ao final de junho, acréscimo de 181% em dois meses, ritmo sem similar na fase anterior de grande expansão (junho de 2013 a meados de 2015).

**GRÁFICO 15. VALOR DOS CONTRATOS DE SWAP CAMBIAL (US\$ BILHÕES)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Conforme visto, quando há desvalorização cambial, ao mesmo tempo que o Banco Central ganha com o aumento do valor em real das reservas internacionais, incorre em perdas por conta dos contratos de swap cambial. Essas perdas são função do valor dos contratos firmados, bem como da evolução da taxa de câmbio. Quanto maior o valor e o aumento da taxa de câmbio, maiores as perdas.

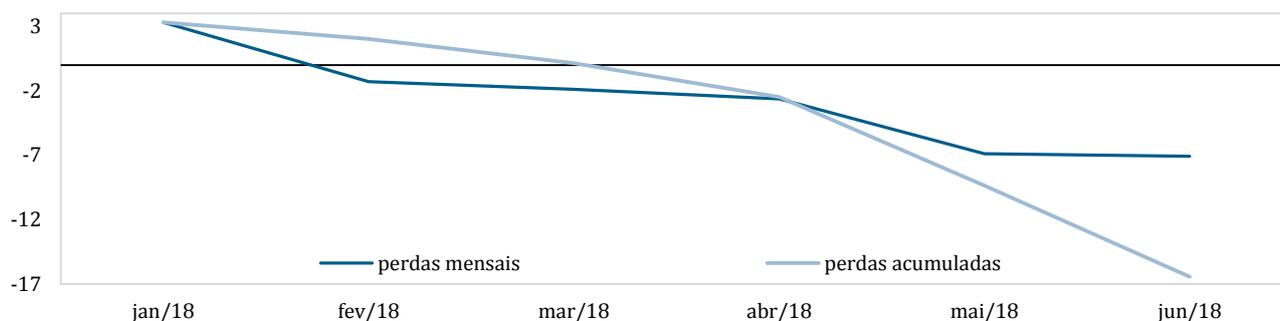
Em 2015, as perdas com os swaps foram de R\$ 90 bilhões, maior número da série, pois o valor dos contratos alcançou a média mensal de R\$ 370 bilhões (cerca de US\$ 100 bilhões), depois do forte aumento das operações fechadas desde junho de 2013, e o preço do dólar subiu significativamente. Já em 2016, houve ganhos de R\$ 75,6 bilhões, pois parte da

<sup>15</sup> Todos os dados desta seção foram extraídos da página eletrônica do Banco Central, Tabela IV.30 dos indicadores econômicos que trata das operações cambiais da autoridade monetária, com dados atualizados até o final de junho (<http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/indeco.asp>).

desvalorização cambial de 2015 foi devolvida no ano seguinte. Em 2017, ano de mais estabilidade cambial e baixo volume de contratos, os ganhos foram de R\$ 7 bilhões.

A questão que se coloca agora é o tamanho das perdas em 2018. O Gráfico 16 mostra o resultado mensal das operações de swap cambial feitas pelo Banco Central, ao longo de 2018, bem como o resultado acumulado em cada mês<sup>16</sup>. À exceção de janeiro, quando houve valorização cambial, nos demais meses, houve perdas por conta da desvalorização cambial. No acumulado até o final de junho, as perdas foram de R\$ 16,4 bilhões.

GRÁFICO 16. RESULTADO COM AS OPERAÇÕES DE SWAP CAMBIAL (R\$ BILHÕES)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O que se pode dizer sobre a evolução dessas perdas até o final do ano? O ocorrido nos meses de maio e junho ajuda a responder essa questão. Em maio, as perdas foram de R\$ 6,9 bilhões. Esse foi o mês de maior aumento da taxa de câmbio no período recente, 7,4%. Em junho, as perdas foram similares às de maio, R\$ 7,1 bilhões, embora os contratos tenham subido bastante nesse mês. A explicação está na desvalorização cambial menos intensa, 3,1%, possível por conta das próprias operações de swap feitas pelo Banco Central.

As perdas de julho em diante dependerão da evolução da taxa de câmbio, o que não é possível prever. Mas um fato é certo. Como os contratos de swap subiram bastante desde maio, o resultado dessas operações será bastante sensível à trajetória do dólar daqui em diante. Em junho, as perdas de R\$ 7,1 bilhões se deveram à combinação de desvalorização de 3,2%, com contratos de R\$ 258,3 bilhões (US\$ 67 bilhões). Portanto, um aumento da taxa de câmbio similar ao ocorrido em junho, deverá levar a perdas próximas dos R\$ 7,1 bilhões observados em junho, ou mais se o valor dos contratos continuar subindo.

Não se pode esquecer, no entanto, que a desvalorização cambial gera perdas no que tange aos swaps, mas ganhos quanto à posse de reservas internacionais. Como essas ainda são muito maiores que o valor dos contratos de swap, esses ganhos superam em larga medida as perdas, embora a diferença tenha caído nos últimos meses por conta do aumento das operações de swap. Ao final de junho, o valor em dólar dessas operações correspondia a 17,7% das reservas, percentual

<sup>16</sup> Utiliza-se o resultado pelo critério de caixa, mas há também o critério por competência. Esse último considera as perdas incorridas no mês, independentemente da data de liquidação financeira. Embora haja diferenças entre os dois critérios em cada período, os valores tendem a se aproximar, considerando-se um período maior do tempo.

bem acima dos 6,3% do final do ano passado, mas ainda muito abaixo do recorde da série, próximo de 31% no início de 2015.

A comparação entre os ganhos e perdas pode ser feita a partir dos resultados das operações cambiais do Banco Central, equivalentes à soma dos resultados advindos dos swaps cambiais, com a rentabilidade líquida das reservas. Esse último termo, por sua vez, inclui o rendimento das reservas no mercado internacional e o aumento do valor em real por conta da desvalorização cambial<sup>17</sup>. Ao final de junho de 2018, a rentabilidade líquida estava em R\$ 163,9 bilhões no acumulado do ano, bem acima das perdas de R\$ 16,4 bilhões com os swaps cambiais. Embora a diferença seja ainda elevada, há o risco que ela caia nos próximos meses, em função do aumento do valor dos contratos de swap e de possíveis novos aumentos da taxa de câmbio.

Em síntese, a desvalorização cambial eleva o valor em real da dívida externa e da dívida interna corrigida pela taxa de câmbio dos governos federal e estadual. No caso dos municípios, o passivo com essas características é muito reduzido, embora, individualmente, algum município possa ser mais vulnerável. Em relação ao governo federal, a existência de ativos corrigidos pela taxa de câmbio, faz com que o aumento da dívida líquida seja menor que a bruta, o que não ocorre no caso dos estados.

Quanto ao Banco Central, cabe separar as operações cambiais em swaps cambiais e posse de reservas internacionais. A desvalorização cambial traz perdas em relação aos swaps, mas ganhos quanto à posse de reservas. Os ganhos superam as perdas em larga medida, pois as reservas são muito maiores que o valor dos contratos de swap cambial. Entretanto, essa diferença pode cair nos próximos meses em função do aumento do valor dos contratos firmados e da taxa de câmbio.

## 5. TÓPICO ESPECIAL: RECEITAS DISPONÍVEIS POR NÍVEIS DE GOVERNO 2002-2017

Na última edição do RAF, divulgada em junho de 2018, apresentamos um Tópico Especial analisando a evolução da Carga Tributária Bruta no período 2002-2017.<sup>18</sup> Uma das principais conclusões desta análise foi a de que, enquanto a carga tributária global permaneceu relativamente estabilizada nos últimos anos (oscilando ao redor de 32% ou 33% do PIB desde 2005), houve crescimento das fatias de competência dos municípios e em menor medida dos estados com correspondente declínio da fatia federal.<sup>19</sup> Cabe ressaltar, entretanto, que a análise da carga tributária de acordo com a competência tributária de cada nível de governo não é a maneira mais apropriada para mensurar os montantes de receitas que tais níveis efetivamente têm à sua disposição, principalmente sob um regime federativo como o brasileiro onde a atuação do sistema legal e constitucional de repartição de receitas promove uma substancial redistribuição intergovernamental de recursos. Para captar a influência desta redistribuição, um indicador útil é a *receita disponível* por nível de governo, que é calculada somando-se sua arrecadação própria com as transferências legais e constitucionais

---

<sup>17</sup> A rentabilidade é líquida, pois deduzida do custo de manutenção dessas reservas. Esse custo é dado pelo custo médio do passivo do Banco Central, multiplicado pelas reservas. O custo assim calculado corresponde ao custo de oportunidade de manter as reservas, pois o Banco Central poderia, teoricamente, vender as reservas e utilizar os recursos obtidos para reduzir seu passivo.

<sup>18</sup> Disponível em: [http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/542807/RAF17\\_IUN2018.pdf](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/542807/RAF17_IUN2018.pdf).

<sup>19</sup> Mais precisamente, a carga destinada às entidades e fundos para fiscais (Sistema S e FGTS) aumentou de 5,4% para 7,0% do total durante 2005-2017, a carga municipal de 5,3% para 7,0% e a carga estadual de 26,7% para 27,7%. Totalizando-se um avanço de 37,4% para 41,7% de participação na carga tributária com correspondente queda da participação da carga federal de 62,6% para 58,3%.

recebidas e, em seguida, subtraindo-se as transferências legais e constitucionais repassadas para outros níveis de governo<sup>20,21</sup>.

A Tabela 13 apresenta a evolução das receitas disponíveis por níveis de governo, em proporção do PIB, durante o período 2002-2017. No ano de 2017, por exemplo, a arrecadação própria do governo central alcançou 20,6% do PIB e a receita disponível 15,9% do PIB. A diferença se deve aos 4,7% do PIB transferidos para os governos estaduais e municipais por intermédio de mecanismos legais e constitucionais de repartição de receitas. Esta diferença entre a arrecadação própria e a receita disponível é muito menor no nível estadual. Os governos estaduais arrecadaram 8,4% do PIB em 2017, receberam 2,5% do PIB de transferências legais e constitucionais do governo federal e repassaram 2,3% do PIB para seus municípios. De modo que o efeito líquido positivo das transferências gerou um pequeno acréscimo na receita disponível que chegou a 8,6% do PIB no mesmo ano. Por fim, o nível municipal de governo é o grande beneficiário das repartições de receitas. Os municípios arrecadaram 2,1% do PIB em 2017 e, após receberem transferências do governo central e dos estados, suas receitas disponíveis mais que triplicaram para 6,6% do PIB.

---

<sup>20</sup> Os conceitos de arrecadação própria e de carga tributária são muito próximos, porém não são idênticos. A arrecadação própria considera as receitas tributárias (exclusive os tributos destinados às entidades e fundos para-fiscais do Sistema S e FGTS) e mais duas rubricas de receitas que, apesar de não comporem a carga tributária, são repartidas entre os entes governamentais (isto é, as multas e juros pelo não pagamento dos tributos e as compensações financeiras pela exploração de recursos naturais como royalties e participação especial do petróleo).

<sup>21</sup> Para fins de cálculo das receitas disponíveis, serão consideradas aqui apenas os principais mecanismos de repartição legal e constitucional de receitas. São eles: Fundos de Participação dos Estados e dos Municípios (FPE/FPM); Apoios Financeiros para os Estados e para os Municípios (AFE/AFM); Auxílios Financeiros para o Fomento a Exportações (FEX); compensação pela desoneração do ICMS (Lei Kandir); Fundo Especial do Petróleo (FEP); IRRF sobre a folha dos servidores estaduais e municipais; retorno do FUNDEB(EF); Fundo Constitucional do Distrito Federal (FCDF); transferências de Concursos de Prognósticos (TCP); Royalties hídricos, minerais e de petróleo e gás e a participação especial de petróleo e gás (Royalties/PE); e as cotas-parte do ITR, IOF, IPI-Exportação, CIDE, Salário-educação, ICMS e IPVA. Trata-se exclusivamente de transferências legais e constitucionais e há outras transferências intergovernamentais não consideradas no cálculo como os repasses de fundos e programas da área social (FNDE, FNAS e FNS) ou aqueles de caráter discricionário por intermédio de convênios celebrados entre as unidades de governo.

**TABELA 13. RECEITAS DISPONÍVEIS POR NÍVEL DE GOVERNO – PARTICIPAÇÃO (%) DO PIB 2002-2017.**

Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Governo central</b>																
Arrecadação própria	21,3	20,7	21,4	22,7	22,4	22,8	22,8	21,4	21,5	22,5	21,5	21,4	20,8	20,6	20,5	20,6
Transferências para o governo estadual	-2,5	-2,4	-2,4	-2,6	-2,6	-2,6	-2,8	-2,5	-2,4	-2,5	-2,5	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5
Transferências para o governo municipal	-1,9	-1,8	-1,8	-2,0	-2,0	-2,1	-2,3	-2,1	-2,0	-2,2	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,4	-2,3
<b>Receita disponível</b>	<b>16,8</b>	<b>16,4</b>	<b>17,2</b>	<b>18,1</b>	<b>17,8</b>	<b>18,1</b>	<b>17,7</b>	<b>16,8</b>	<b>17,1</b>	<b>17,8</b>	<b>16,9</b>	<b>17,0</b>	<b>16,2</b>	<b>16,0</b>	<b>15,6</b>	<b>15,9</b>
<b>Governo estadual</b>																
Arrecadação própria	8,4	8,4	8,5	8,7	8,7	8,5	8,6	8,4	8,4	8,3	8,3	8,4	8,2	8,3	8,3	8,4
Transferências do governo central	2,5	2,4	2,4	2,6	2,6	2,6	2,8	2,5	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5
Transferências para o governo municipal	-2,2	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,2	-2,3	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
<b>Receita disponível</b>	<b>8,8</b>	<b>8,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>8,8</b>	<b>9,1</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>	<b>8,6</b>
<b>Governo municipal</b>																
Arrecadação própria	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1
Transferências dos governos central e estadual	4,1	3,9	4,0	4,2	4,3	4,3	4,6	4,4	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,5	4,6	4,5
<b>Receita disponível</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	<b>6,6</b>
<b>Governo geral (consolidado dos governos central, estadual e municipal)</b>																
<b>Receita disponível</b>	<b>31,3</b>	<b>30,7</b>	<b>31,6</b>	<b>33,1</b>	<b>32,8</b>	<b>33,0</b>	<b>33,2</b>	<b>31,6</b>	<b>31,7</b>	<b>32,6</b>	<b>31,7</b>	<b>31,7</b>	<b>31,0</b>	<b>30,9</b>	<b>30,9</b>	<b>31,1</b>

Fonte: IFI. Nota: São considerados entre as transferências os principais mecanismos legais e constitucionais de repartição de receitas – FPE/FPM, AFE/AFM, FEX, Lei Kandir, FEP, IRRF, FUNDEB(EF), FCDF, TCP, Royalties/PE e as cotas-parte do ITR, IOF, IPI-Exportação, CIDE, Salário-educação, ICMS e IPVA.

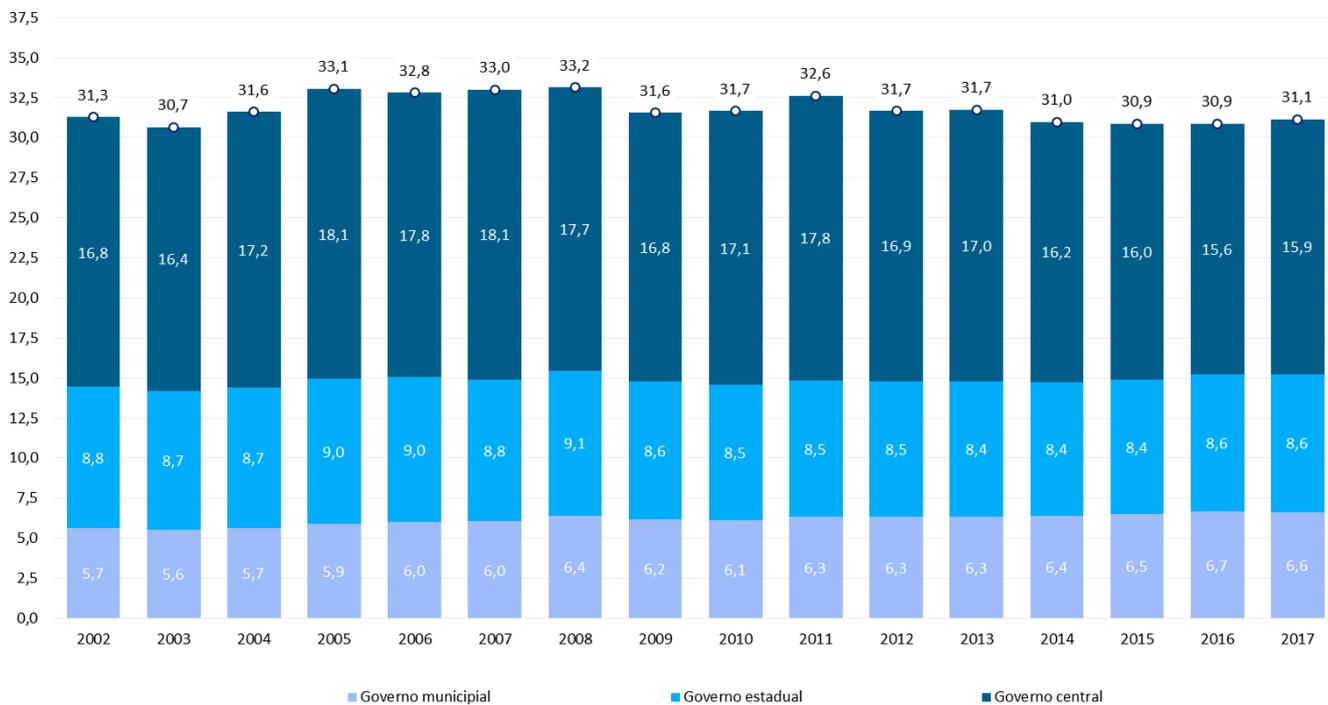
Verifica-se, portanto, que o sistema de partilha no Brasil possui um nítido caráter desconcentrador entre os níveis de governo. O governo central, que centraliza cerca de dois terços da arrecadação (20,6% do total de 31,1% do PIB em 2017), vê sua participação nas receitas disponíveis cair para cerca de metade (15,9% do PIB) após as transferências legais e constitucionais. Esta desconcentração favorece principalmente o nível municipal de governo, que arrecada uma parcela residual das receitas (2,1% do PIB) e atualmente concentra pouco mais de um quinto das receitas disponíveis (6,6% do PIB). Além de favorecer um pouco o nível estadual, que é responsável por algo em torno de um quarto da arrecadação (8,4% do total de 31,1% do PIB) e concentra pouco mais de um quarto das receitas disponíveis (8,6% do PIB).

Outro aspecto interessante é que as receitas disponíveis do governo municipal estão crescendo de maneira quase contínua nos últimos anos, tanto em proporção do PIB quanto em proporção do total das receitas, como se pode observar nos Gráficos 17 e 18. Entre 2005 e 2017, a participação do governo municipal no total das receitas disponíveis se ampliou de 17,9% para 21,2%. Isto se deveu a um avanço da receita disponível municipal de 5,9% para 6,6% do PIB, impulsionado por acréscimos tanto da arrecadação própria quanto das transferências legais e constitucionais. A receita disponível no nível estadual, por sua vez, observou uma pequena queda em proporção do PIB (de 9,0% para 8,6%), mas ganhou peso entre as receitas disponíveis (de 27,3% para 27,7% do total) porque estas caíram ainda mais em proporção do PIB. Na direção contrária, a receita disponível do governo central caiu de 54,8% para 51,0% do total e de 18,1% para 15,9% do PIB, retração de 2,2 pontos percentuais (p.p.) do PIB em pouco mais de uma década.

Estas constatações servem para relativizar algumas ideias muitas vezes disseminadas no debate público de que o governo central, por meio das contribuições sociais não compartilhadas, vem promovendo um processo simultâneo de ampliação da arrecadação própria e centralização das receitas disponíveis. Este foi um padrão bastante característico da dinâmica das receitas públicas durante a década de 1990, mas que não encontra amparo nas informações do período mais recente. Ao contrário, os dados sugerem que tanto a arrecadação própria quanto as receitas disponíveis do governo central no

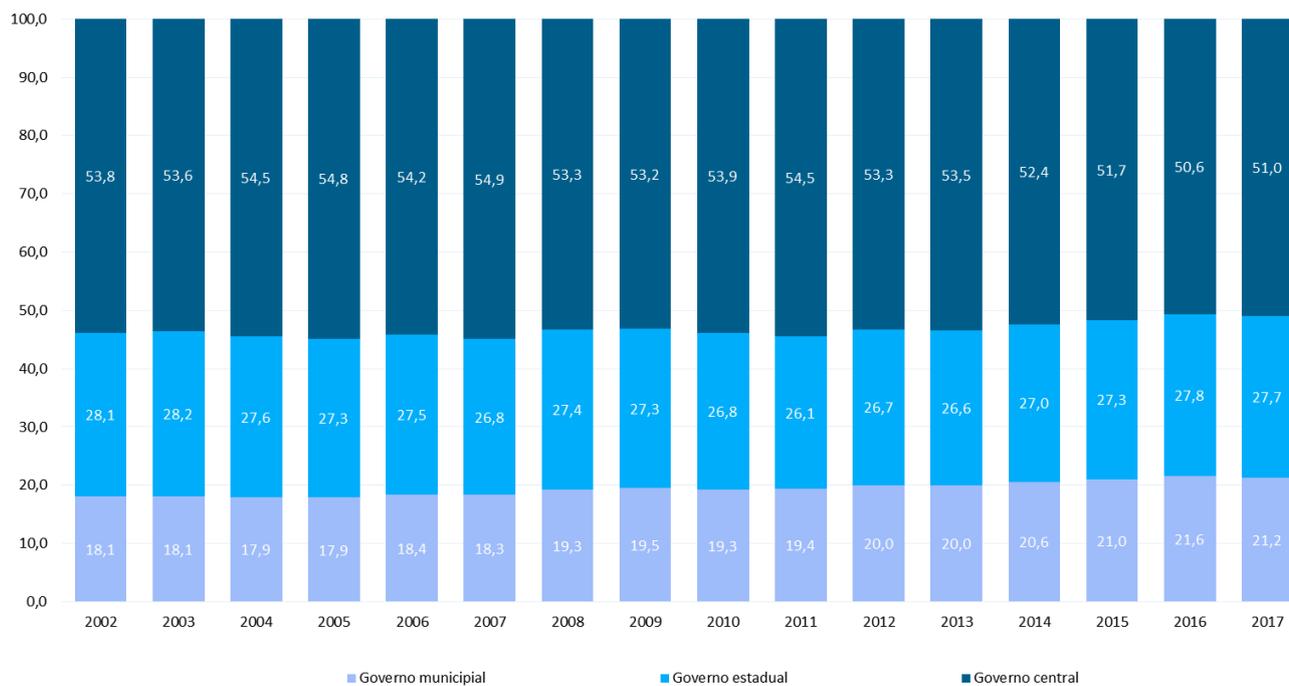
ano de 2017 se encontram em patamares inferiores aos observados em 2005 e que estas receitas se desconcentraram ligeiramente em favor do nível municipal de governo.

GRÁFICO 17. RECEITAS DISPONÍVEIS POR NÍVEL DE GOVERNO - % DO PIB 2002/2017.



Fonte: IFI

GRÁFICO 18. COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS DISPONÍVEIS POR NÍVEL DE GOVERNO - % DO TOTAL 2002/2017.



Fonte: IFI

**Tabelas fiscais**
**TABELA 14. CENÁRIO FISCAL DE CURTO PRAZO (EM R\$ BILHÕES E % DO PIB)**

Discriminação	2017		2018										IFI - Decreto 9.323/18	
	Realizado		LOA		Decreto 9.276/18		Decreto 9.323/18		Decreto 9.390/18		IFI		Valores	Dif. %
	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB		
<b>I. RECEITA TOTAL</b>	<b>1.383,1</b>	<b>21,1</b>	<b>1.462,1</b>	<b>21,0</b>	<b>1.460,7</b>	<b>21,0</b>	<b>1.462,9</b>	<b>21,1</b>	<b>1.470,6</b>	<b>21,2</b>	<b>1.461,8</b>	<b>21,0</b>	<b>-8,8</b>	<b>-0,6</b>
I.1 - Receita Administrada pela RFB	835,6	12,7	890,3	12,8	880,9	12,7	894,0	12,9	897,2	12,9	891,3	12,8	-5,9	-0,7
I.2 - Incentivos Fiscais	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
I.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS	374,8	5,7	405,3	5,8	403,3	5,8	395,7	5,7	393,8	5,7	398,4	5,7	4,6	1,2
I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB	174,1	2,7	166,5	2,4	176,4	2,5	173,2	2,5	179,6	2,6	172,0	2,5	-7,5	-4,2
<b>II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA</b>	<b>228,3</b>	<b>3,5</b>	<b>244,2</b>	<b>3,5</b>	<b>243,9</b>	<b>3,5</b>	<b>246,1</b>	<b>3,5</b>	<b>247,6</b>	<b>3,6</b>	<b>241,7</b>	<b>3,5</b>	<b>-6,0</b>	<b>-2,4</b>
<b>III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)</b>	<b>1.154,7</b>	<b>17,6</b>	<b>1.217,8</b>	<b>17,5</b>	<b>1.216,8</b>	<b>17,5</b>	<b>1.216,9</b>	<b>17,5</b>	<b>1.222,9</b>	<b>17,6</b>	<b>1.220,1</b>	<b>17,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,2</b>
<b>IV. DESPESA TOTAL</b>	<b>1.279,0</b>	<b>19,5</b>	<b>1.373,4</b>	<b>19,8</b>	<b>1.371,6</b>	<b>19,7</b>	<b>1.375,7</b>	<b>19,8</b>	<b>1.375,7</b>	<b>19,8</b>	<b>1.361,9</b>	<b>19,5</b>	<b>-13,8</b>	<b>-1,0</b>
<b>IV.1 Despesas Obrigatórias</b>	<b>557,2</b>	<b>8,5</b>	<b>1.091,4</b>	<b>15,7</b>	<b>1.090,1</b>	<b>15,7</b>	<b>1.374,3</b>	<b>19,8</b>	<b>1.094,0</b>	<b>15,7</b>	<b>1.086,4</b>	<b>15,6</b>	<b>-7,6</b>	<b>-0,7</b>
IV.1.1 Benefícios Previdenciários	557,2	8,5	596,3	8,6	592,4	8,5	592,4	8,5	592,4	8,5	588,4	8,4	-4,0	-0,7
IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais	284,0	4,3	296,9	4,3	302,6	4,4	302,6	4,4	302,4	4,4	303,1	4,3	0,6	0,2
IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego	54,5	0,8	62,6	0,9	56,9	0,8	56,9	0,8	56,9	0,8	56,4	0,8	-0,5	-0,9
IV.3.4 Auxílio CDE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-	0,0	-	0,0	0,0	0,0	-
IV.3.5 Benefícios de Legislação Especial e Indenizações	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	-0,7	-100,0
IV.1.4 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	53,7	0,8	56,0	0,8	55,9	0,8	55,9	0,8	55,9	0,8	56,3	0,8	0,4	0,6
IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	5,2	0,1	5,5	0,1	5,6	0,1	5,6	0,1	5,6	0,1	5,0	0,1	-0,5	-9,7
IV.1.6 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	13,9	0,2	11,5	0,2	12,3	0,2	13,7	0,2	14,0	0,2	13,0	0,2	-1,0	-7,1
IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)	13,1	0,2	14,1	0,2	13,7	0,2	13,8	0,2	13,8	0,2	13,3	0,2	-0,5	-3,4
IV.1.8 Fundo Constitucional DF	1,5	0,0	1,7	0,0	1,7	0,0	1,7	0,0	1,7	0,0	1,5	0,0	-0,2	-9,1
IV.1.9 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)	3,9	0,1	1,9	0,0	1,9	0,0	1,9	0,0	1,9	0,0	3,9	0,1	1,9	101,1
IV.1.10 Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC	10,7	0,2	14,6	0,2	15,1	0,2	15,1	0,2	15,1	0,2	15,1	0,2	0,0	0,0
IV.1.12 FIES	6,2	0,1	5,3	0,1	3,8	0,1	5,2	0,1	5,4	0,1	5,2	0,1	-0,2	-3,3
IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro	18,7	0,3	20,3	0,3	22,3	0,3	22,2	0,3	21,6	0,3	19,6	0,3	-2,0	-9,2
IV.1.13 Outras Despesas Obrigatórias	3,9	0,1	4,8	0,1	6,0	0,1	6,9	0,1	6,7	0,1	5,7	0,1	-1,0	-15,0
<b>IV.2 Despesas com controle de fluxo</b>	<b>252,5</b>	<b>3,8</b>	<b>282,0</b>	<b>4,1</b>	<b>281,5</b>	<b>4,1</b>	<b>281,2</b>	<b>4,0</b>	<b>281,7</b>	<b>4,1</b>	<b>275,5</b>	<b>4,0</b>	<b>-6,2</b>	<b>-2,2</b>
<b>V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-</b>
<b>VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL</b>	<b>-124,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-155,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-154,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>-157,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-152,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>-141,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>11,0</b>	<b>-7,2</b>

**TABELA 15: ESTRUTURA DO RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL (EM R\$ MILHÕES E VARIAÇÃO EM TERMOS REAIS)**

Rubricas	Mensal					Acumulado no Ano				
	Part. %	Mai-18	Mai-17	Var.	Var. %	Part. %	Mai-18	Mai-17	Var.	Var. %
<b>Receita Bruta (A)</b>	<b>100,0</b>	<b>112.748</b>	<b>102.161</b>	<b>10.587</b>	<b>10,4</b>	<b>100,0</b>	<b>623.854</b>	<b>578.516</b>	<b>45.337</b>	<b>7,8</b>
Administrada	59,5	67.065	62.244	4.822	7,7	64,1	399.687	366.179	33.509	9,2
Previdenciária	27,0	30.435	30.393	41	0,1	24,4	152.365	149.851	2.514	1,7
Não administrada	13,5	15.250	9.525	5.725	60,1	11,5	71.803	62.505	9.298	14,9
<b>Transferências a E&amp;M (B)</b>	<b>100,0</b>	<b>24.989</b>	<b>22.216</b>	<b>2.773</b>	<b>12,5</b>	<b>100,0</b>	<b>109.559</b>	<b>101.794</b>	<b>7.765</b>	<b>7,6</b>
Transferências Constitucionais	73,4	18.351	17.179	1.172	6,8	78,1	85.619	81.155	4.463	5,5
Fundos Constitucionais	2,9	731	711	19	2,7	3,1	3.424	3.508	-84	-2,4
Salário Educação	3,8	952	968	-16	-1,7	5,1	5.604	5.572	32	0,6
Compensações Financeiras	19,8	4.938	3.319	1.619	48,8	12,6	13.844	10.407	3.436	33,0
CIDE – Combustíveis	0,0	0	0	0	-	0,7	803	859	-56	-
Demais	0,1	17	38	-21	-55,6	0,2	265	291	-26	-9,0
<b>Receita Líquida (C=A-B)</b>	<b>-</b>	<b>87.759</b>	<b>79.945</b>	<b>7.814</b>	<b>9,8</b>	<b>-</b>	<b>514.294</b>	<b>476.722</b>	<b>37.572</b>	<b>7,9</b>
<b>Despesa Total (D)</b>	<b>100,0</b>	<b>102.283</b>	<b>110.171</b>	<b>-7.889</b>	<b>-7,2</b>	<b>100,0</b>	<b>534.182</b>	<b>514.414</b>	<b>19.768</b>	<b>3,8</b>
Pessoal	22,1	22.581	26.518	-3.937	-14,8	22,4	119.825	118.536	1.289	1,1
Transferência de Renda	55,1	56.331	59.529	-3.199	-5,4	54,1	288.900	283.129	5.771	2,0
Benefícios Previdenciários	44,5	45.530	48.933	-3.402	-7,0	42,9	229.099	222.216	6.883	3,1
Abono e Seguro Desemprego	3,6	3.637	3.378	258	7,7	4,5	23.887	25.409	-1.522	-6,0
Benefícios assistenciais	4,6	4.680	4.747	-67	-1,4	4,4	23.408	22.967	442	1,9
Bolsa Família	2,4	2.484	2.472	12	0,5	2,3	12.505	12.536	-31	-0,2
Subsídios e Subvenções (ampliado) <sup>1</sup>	1,3	1.334	1.728	-394	-22,8	2,7	14.345	18.030	-3.685	-20,4
Agronegócio	0,0	9	69	-60	-87,0	0,6	3.231	4.395	-1.164	-26,5
MCMV	0,3	284	399	-115	-28,8	0,1	718	925	-207	-22,4
Compensação ao RGPS	0,8	865	1.089	-224	-20,5	1,3	6.679	7.270	-591	-8,1
Investimentos (PSI)	0,0	12	3	9	355,2	0,5	2.872	4.547	-1.675	-36,8
Demais	0,2	164	169	-5	-2,9	0,2	845	892	-47	-5,3
Discricionárias (exceto Bolsa Família)	16,3	16.711	16.176	535	3,3	13,9	74.047	68.567	5.480	8,0
Legislativo, Judiciário, MPU e DPU	1,1	1.093	1.050	43	4,1	0,9	4.947	4.321	626	14,5
PAC (exceto MCMV)	1,5	1.494	2.367	-873	-36,9	1,2	6.633	7.358	-725	-9,9
Créditos Extraordinários (exceto PAC)	0,0	37	84	-48	-56,5	0,0	154	378	-225	-59,4
Precatórios e Sent. Judiciais	0,2	156	760	-604	-79,4	2,4	12.699	1.286	11.413	887,5
Outras de Custeio	2,5	2.547	1.959	588	30,0	2,4	12.632	12.809	-177	-1,4
<b>Resultado Primário (C-D)</b>	<b>-</b>	<b>-14.524</b>	<b>-30.226</b>	<b>15.703</b>	<b>51,9</b>	<b>-</b>	<b>-19.888</b>	<b>-37.692</b>	<b>17.804</b>	<b>47,2</b>
Tesouro Nacional e Banco Central		572	-11.687	12.259	104,9		56.847	34.674	22.173	-63,9
Previdência Social		-15.096	-18.540	3.444	18,6		-76.734	-72.365	-4.369	-6,0

## Projeções da IFI

	2014	2015	2016	2017	Projeções			
					2018	2019	2020	2021
PIB – crescimento real (% a.a.)	0.5	-3.5	-3.5	1.0	2.7	2.5	2.4	2.0
PIB – nominal (R\$ bilhões)	5,779	5,996	6,259	6,560	6,970	7,418	7,908	8,406
IPCA – acum. (% no ano)	6.4	10.7	6.3	2.9	3.5	3.9	4.1	4.2
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	2.66	3.90	3.26	3.31	3.45	3.55	3.55	3.56
Ocupação - crescimento (%)	1.5	0.2	-1.8	0.0	1.4	1.8	1.8	1.3
Massa salarial - crescimento (%)	2.8	0.5	-3.4	2.3	3.0	2.8	2.6	2.1
Selic – fim de período (% a.a.)	11.75	14.25	13.75	7.00	6.25	7.50	8.50	8.50
Juros reais <i>ex-post</i> (% a.a.)	5.0	3.2	7.0	3.9	2.7	3.5	4.3	4.1
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0.56	-1.86	-2.49	-1.69	-1.96	-1.70	-1.12	-0.63
d/q Governo Central	-0.35	-1.95	-2.55	-1.81	-2.03	-1.80	-1.25	-0.78
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	-5.39	-8.37	-6.50	-6.11	-5.10	-5.19	-5.67	-6.21
Resultado Nominal (% do PIB)	-5.95	-10.22	-8.99	-7.80	-7.06	-6.89	-6.79	-6.84
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	56.28	65.50	69.95	74.00	75.79	78.68	81.24	83.51

