

## 2. CONJUNTURA FISCAL

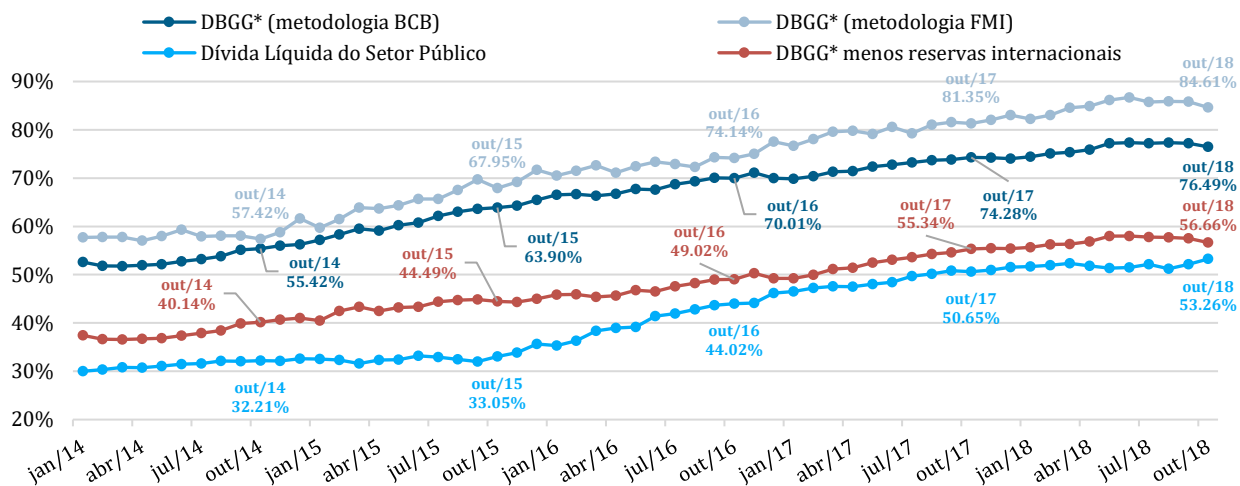
O objetivo desta seção é apresentar o estado das contas públicas em outubro de 2018, a partir de informações do Banco Central (BC), do Tesouro Nacional (TN) e da Receita Federal (RFB). A seção 2.1 retrata o estoque da dívida pública brasileira. A seção 2.2 aborda os fluxos que afetam o estoque da dívida: déficit nominal, resultado primário e juros. Finalmente, para se ter uma visão desagregada do resultado primário do Governo Central, a seção 2.3 traz aspectos das receitas e despesas primárias desta esfera.

### 2.1 Dívida Pública

Em outubro de 2018, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) alcançou R\$ 3,642 trilhões, valor maior que o de setembro em R\$ 98,9 bilhões. Em termos percentuais do PIB, a DLSP atingiu 53,26% em outubro, ante 52,15% em setembro deste ano e 50,65% em outubro do ano passado. Em outubro de 2018, a DLSP atingiu seu maior valor desde dezembro de 2006, pelo menos. A elevação de setembro para outubro ocorreu apesar da queda na Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) de R\$ 5,247 trilhões em setembro de 2018 para R\$ 5,231 trilhões em outubro de 2018, ou de 77,21% para 76,49% do PIB. O Gráfico 8, abaixo, apresenta a evolução de algumas das principais medidas de endividamento.

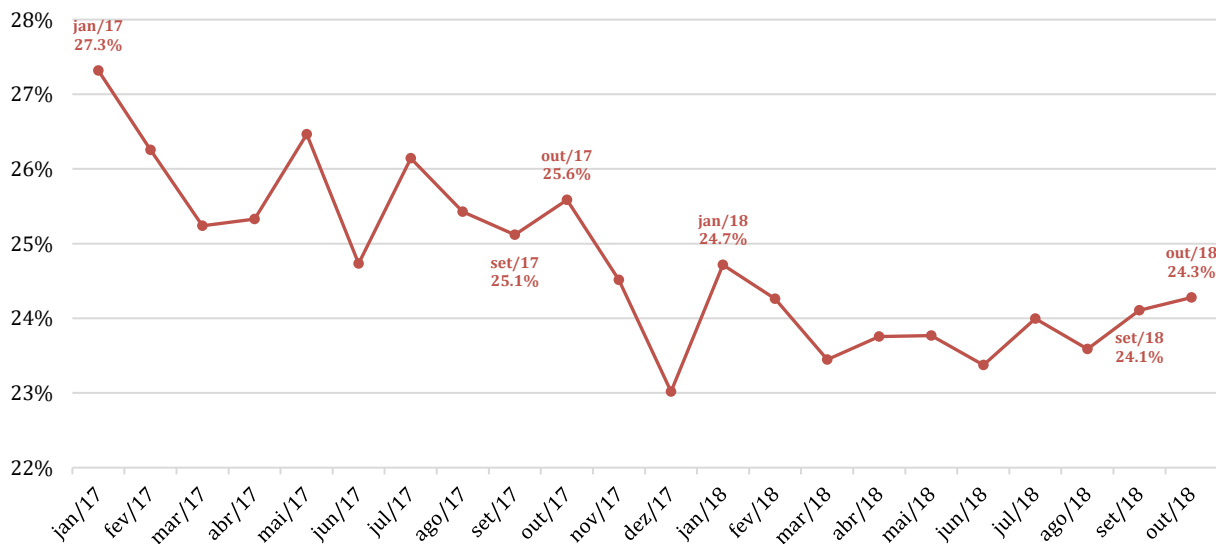
A queda na DBGG se deveu tanto à queda no endividamento interno (73,15% para 72,71% do PIB, principalmente em função da diminuição da dívida mobiliária do TN) quanto no endividamento externo (4,07% para 3,77% do PIB, atribuível principalmente ao governo federal e aos estados). O estoque de operações compromissadas do Banco Central, cuja participação mensal na dívida interna oscilou entre 23% e 25% ao longo de 2018, elevou-se em 0,76% entre setembro e outubro de 2018, atingindo R\$ 1,207 trilhões ou 17,65% do PIB. Com isso, sua participação na dívida interna permanece na faixa mencionada, que se situa abaixo daquela prevalescente ao longo de 2017, como mostra o Gráfico 9.

**GRÁFICO 8. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA (% DO PIB)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. \*Dívida Bruta do Governo Geral.

**GRÁFICO 9. OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL (% DA DÍVIDA INTERNA)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**Uma comparação entre os objetivos estabelecidos pelo Tesouro Nacional, no seu Plano Anual de Financiamento da Dívida (PAF)<sup>1</sup> de 2018, para a gestão da Dívida Pública Federal (DPF) e os resultados obtidos até agora<sup>2</sup> indica que, com exceção do estoque da DPF, os indicadores estão dentro dos limites inferiores e superiores determinados pelo próprio Tesouro (Tabela 3).** O estoque da DPF em outubro de 2018, de R\$ 3,763 trilhões, está abaixo do limite inferior em R\$ 17 bilhões, valor pequeno se comparado com o valor de tal limite (R\$ 3,780 trilhões). Entre maio e em setembro de 2018, o estoque da Dívida Pública Federal (DPF), em termos reais, manteve-se dentro da banda do PAF, tendo atingido seu máximo em agosto, como consequência principalmente do aumento do estoque de LFTs<sup>3</sup> para R\$ 1,328 trilhão, aumento real de R\$ 153 bilhões em relação a janeiro, em linha com a revisão do PAF pelo Tesouro em setembro.

No que se refere à taxa de refinanciamento (razão entre emissões e resgates) da DPF, no acumulado de janeiro a outubro, a taxa está em 87%. Numa perspectiva mensal, a medida oscilou entre 52% e 228% ao longo do ano, com média de 145% nos primeiros seis meses e 72% de julho a outubro de 2018. A média mais alta no primeiro semestre estava em linha com o propósito inicial do Tesouro, explicitado na primeira versão do PAF, de manter a rolagem acima de 100% em 2018. A média mais baixa dos últimos quatro meses, por sua vez, condiz com a revisão do Plano pelo Tesouro, em setembro, na qual anunciou a intenção de reduzir a oferta global de títulos no ano. De fato, a média de rolagem de títulos prefixados, indexados a preços e ao câmbio caiu entre o primeiro e o segundo semestres, à exceção da rolagem de títulos flutuantes (LFTs), cuja média de rolagem subiu de 2.293% para 4.425% (quase o dobro). Isso reflete uma estratégia deliberada de aproveitar a taxa Selic mais baixa, que serve de indexador aos títulos desse último tipo, com ganhos para o Erário refletidos na conta de juros do setor público.

**TABELA 3. COMPARAÇÃO ENTRE O PAF 2018 (VERSÃO REVISTA) E O RMD DE OUTUBRO DE 2018**

| Indicadores                     | Limites de referência<br>(PAF 2018, versão revista em set/18) |         | Valor em out/18 (conforme o<br>Relatório Mensal da Dívida) |
|---------------------------------|---|---------|--|
|                                 | Mínimo  | Máximo  |  |
| <b>Estoque (R\$ bilhões)</b>    |   |         |  |
| DPF                             | 3.780,0   | 3.980,0 | 3.763,0  |
| <b>Composição (%)</b>           |   |         |  |
| Prefixados                      | 32,0  | 36,0    | 32,5   |
| Índices de Preços               | 27,0  | 31,0    | 28,3   |
| Taxa Flutuante                  | 33,0  | 37,0    | 35,3   |
| Câmbio                          | 3,0   | 7,0     | 3,9  |
| <b>Estrutura de vencimentos</b> |   |         |  |
| % Vencendo em 12 meses          | 15,0  | 18,0    | 16,5   |
| Prazo médio (anos)              | 4,0   | 4,2     | 4,2  |

*Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI, com base nas tabelas do PAF e do RMD.*

<sup>1</sup> Plano Anual de Financiamento, levando-se em conta a revisão do documento em setembro de 2018.

<sup>2</sup> Com no Relatório Mensal da Dívida (RMD) de out/18, documento também publicado pelo TN.

<sup>3</sup> Sigla para o título público "Letra Financeira do Tesouro".

## 2.2 Necessidades de Financiamento do Setor Público

**Em outubro de 2018, o déficit nominal do setor público consolidado atingiu R\$ 6,1 bilhões, ante R\$ 39,2 bilhões em set/18 e R\$ 30,5 bilhões em out/17.** No acumulado em doze meses, o déficit nominal ficou em 6,79% do PIB (R\$ 464,4 bilhões), ante 7,19% em setembro (R\$ 488,8 bilhões) e 9,2% em outubro de 2017. Com isso, o déficit de outubro é o menor desde março de 2015 (Gráfico 10). Tal resultado advém tanto da queda no saldo de apropriação de juros nominais, que atingiu 5,55% do PIB em outubro (R\$ 379,7 bilhões), menor percentual desde fevereiro de 2015, quanto da queda do déficit primário, que alcançou 1,24% do PIB em outubro de 2018 (R\$ 84,8 bilhões), menor percentual desde dezembro de 2015 (com exceção de julho deste ano, quando atingiu 1,15% do PIB).

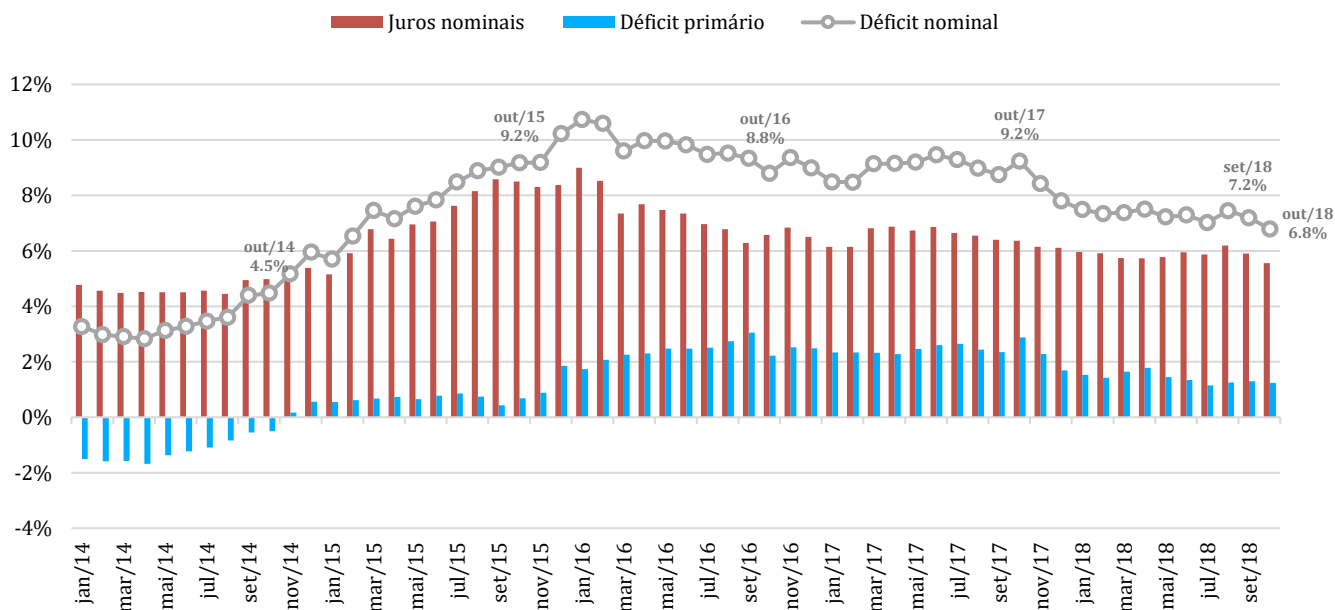
Como o Governo Central responde pela maior parte dos juros nominais, vale a pena observar a evolução de seus dois componentes (o Governo Federal e o Banco Central). O Gráfico 11 mostra que a queda no déficit da conta de juros observada desde o início de 2017 é atribuível ao crescente superávit do BC, pois o déficit de juros do Governo Federal se manteve no mesmo patamar (com exceção da alta e posterior queda em 2018). Neste gráfico, fica evidente o distanciamento contínuo entre as curvas do Governo Central e do Governo Federal a partir de maio de 2017 (região realçada). O ganho líquido mensal do Banco Central com juros, que em outubro de 2018 foi de 1,15% do PIB, só foi maior em três meses desde janeiro de 1998: julho de 2002 (1,99%), agosto e setembro de 2018 (1,18% e 1,20% respectivamente).

**O patamar mais baixo das despesas líquidas de juros nominais novamente recebeu ajuda dos ganhos com swaps cambiais, que totalizaram R\$ 19,3 bilhões em outubro de 2018, maior ganho para o Banco Central desde julho de 2016,** seguindo a valorização de 7,15% do real frente ao dólar no decorrer de outubro (de R\$/US\$ 4 em 28 de setembro para R\$/US\$ 3,72 em 31 de outubro)<sup>4</sup>. O Gráfico 12 mostra que em outubro diminuiu o impacto das operações de *swap* sobre o saldo de juros e, por conseguinte, sobre o saldo nominal (curvas com e sem *swap* voltando a se aproximar). Em agosto houve grande perda com as operações de *swap* (R\$ 28,6 bilhões), de forma que o déficit nominal e a despesa líquida de juros foram visivelmente maiores do que teriam sido na ausência da perda. Em contraste, nos últimos dois meses, houve ganhos com estas operações, de forma que as curvas voltaram a se aproximar à medida que os ganhos eram acumulados (o gráfico mostra variáveis acumuladas em doze meses).

---

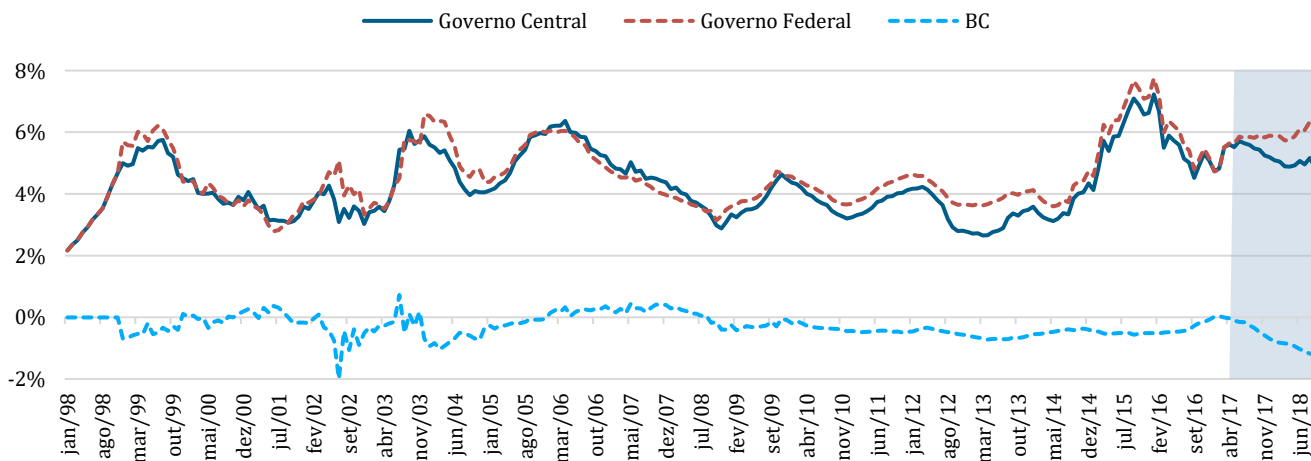
<sup>4</sup> Taxa de câmbio considerada: série de código 1 do SGS do BC, "Taxa de câmbio – Livre – Dólar americano (venda) - diário".

**GRÁFICO 10. NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO (% DO PIB)**



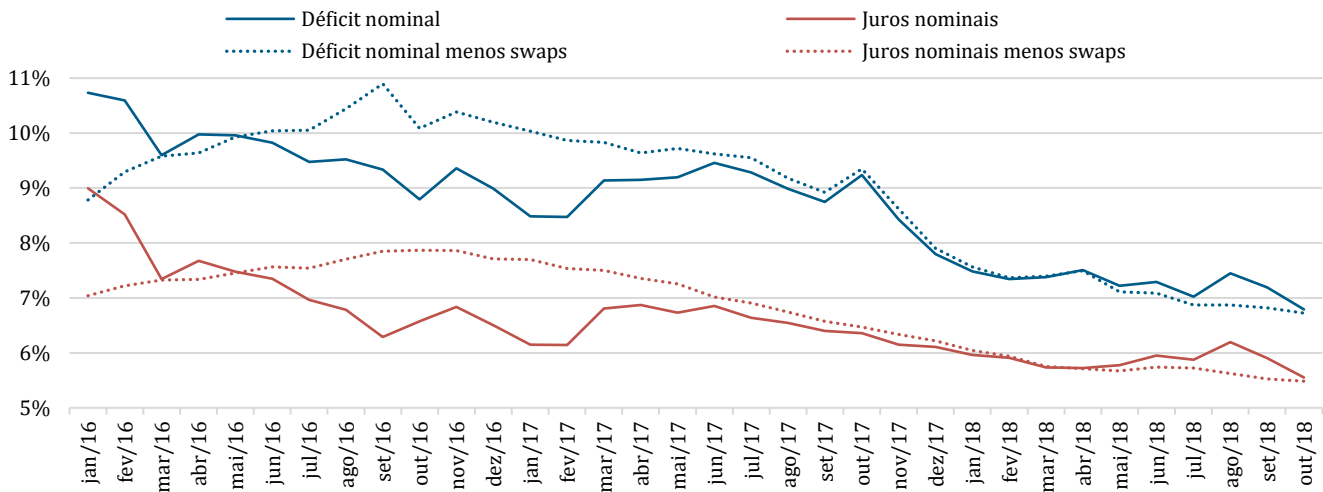
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Valores positivos indicam déficit; valores negativos, superávit. Cada série histórica corresponde à soma dos doze meses anteriores dividida pela soma do PIB mensal dos mesmos doze meses.

**GRÁFICO 11. DESPESA LÍQUIDA DE JUROS NOMINAIS (% DO PIB)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Valores positivos indicam perdas líquidas; valores negativos, ganhos líquidos. A área realçada se inicia em maio de 2017. Cada série histórica corresponde à soma dos doze meses anteriores dividida pela soma do PIB mensal dos mesmos doze meses.

**GRÁFICO 12. NFSP MENOS RESULTADO DE SWAP CAMBIAL (% DO PIB)**

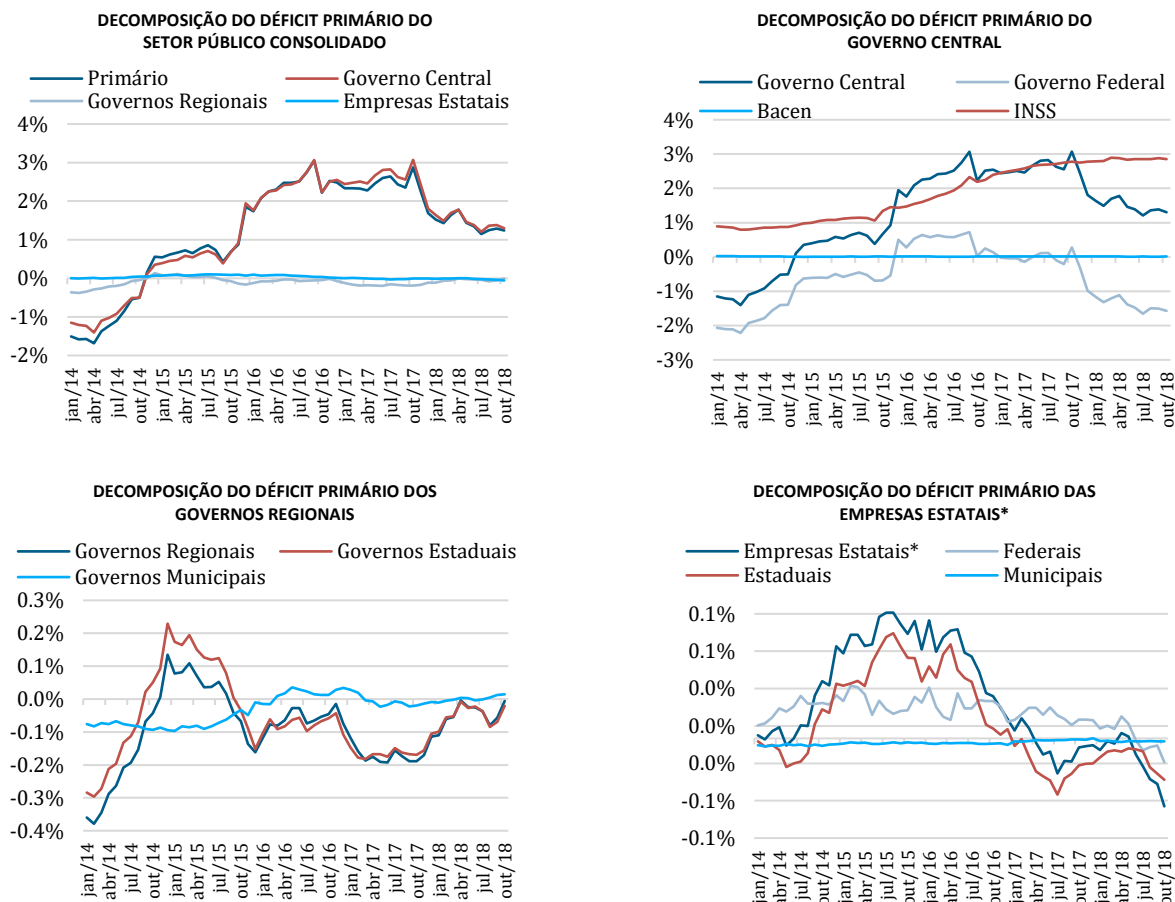


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Valores positivos indicam déficit; valores negativos, superávit. Os valores de déficit nominal e pagamento líquido de juros nominais menos o resultado das operações de swap cambial foram obtidos somando-se os ganhos com estas operações ao déficit/pagamento líquido, estes últimos expressos como um número positivo. A variável de resultado das operações de swap é aquela que segue o critério de caixa.

**O déficit primário do setor público consolidado – que, como visto acima, foi de 1,24% do PIB em outubro de 2018 –, corresponde à soma do déficit do Governo Central (1,30% do PIB em out/18) com o superávit dos governos regionais e empresas estatais<sup>5</sup> (0,01% e 0,05% do PIB em outubro de 2018, respectivamente).** O Gráfico 13 mostra que, desde abril de 2018, o resultado primário dos governos regionais tem permanecido superavitário (no acumulado em doze meses), ainda que em menor magnitude do que em anos anteriores, contribuindo muito modestamente para abater parte do déficit do GC no contexto do setor público consolidado. Em outubro de 2018 o primário acumulado do GC permanece deficitário, quase que totalmente em função do déficit do INSS, cuja magnitude não tem sido compensada pelo resultado superavitário que o governo federal vem entregando desde o final de 2017. Quanto aos governos regionais vistos de forma desagregada, nota-se que o superávit advém especialmente do nível estadual. Finalmente, no que se refere às empresas estatais, estas registraram em outubro de 2018 um superávit de R\$ 690 milhões, dando continuidade aos sucessivos saldos positivos obtidos desde abril de 2018.

<sup>5</sup> Exceto Petrobras e Eletrobras.

**GRÁFICO 13. DECOMPOSIÇÃO DO DÉFICIT PRIMÁRIO (% DO PIB)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Valores positivos indicam déficit; valores negativos, superávit. \*Exceto Petrobras e Eletrobras. Cada série histórica corresponde à soma dos doze meses anteriores dividida pela soma do PIB mensal dos mesmos doze meses.

### 2.3 Resultado Primário do Governo Central

A receita primária do Governo Central atingiu R\$ 132 bilhões em outubro de 2018, ante R\$ 111,6 bilhões em setembro de 2018 e R\$ 120,3 bilhões em outubro de 2017 – segundo dados do Tesouro. O aumento de R\$ 20,4 bilhões entre setembro e outubro de 2018 se deveu principalmente ao aumento na arrecadação administrada pela Receita Federal<sup>6</sup> (+R\$ 11,8 bilhões ou +17,5%) e na arrecadação de receitas não administradas pela RFB (+R\$ 6,6 bilhões ou +46,6%), e não à variação da arrecadação líquida para o RGPS (que tipicamente representa mais do que as receitas não administradas no total arrecadado). O aumento na arrecadação administrada pela RFB é em parte atribuível ao próprio calendário de arrecadação tributária, isto é, à sazonalidade prevista em lei para o recolhimento destes recursos.

<sup>6</sup> Ou RFB (Receita Federal do Brasil).

Assim, alguns destaques foram a arrecadação com IRPJ (+R\$ 5 bilhões ou +65,6%) e CSLL (+R\$ 2,2 bilhões ou +44,3 bilhões). Outro destaque foi o recolhimento de Cofins (+R\$ 2,5 bilhões ou +12,6%). As receitas não administradas pela RFB, por sua vez, cresceram principalmente em função da CotaParte de Compensações Financeiras (+R\$ 9 bilhões ou +338,3%).

**A despesa primária do Governo Central atingiu R\$ 105,3 bilhões em outubro de 2018, contra R\$ 119,6 bilhões em setembro e R\$ 98,2 bilhões em outubro de 2017.** A queda entre setembro e outubro de 2018 se deveu principalmente à redução do pagamento de benefícios previdenciários (- R\$ 16,2 bilhões ou -26,4%), movimento que se repete anualmente entre setembro e outubro. A despesa com pessoal e encargos sociais foi de R\$ 22,6 bilhões em outubro de 2018, valor modestamente menor que o de setembro (- R\$ 87,9 milhões ou -0,39%), e compatível com o patamar desta rubrica dos últimos anos (R\$ 22,2 bilhões em out/17 e R\$ 21,4 bilhões em out/16, em termos reais). Quanto a outras despesas obrigatórias, houve acentuada queda nos créditos extraordinários (exceto PAC) entre setembro e outubro de 2018 (- R\$ 1,6 bilhões), o que se explica pelo fato de que, em setembro, o seu valor foi de R\$ 1,8 bilhões, número maior do que o patamar usual desta série histórica, que desde janeiro de 2017 tem se mantido na casa das dezenas de milhões. No que se refere às despesas discricionárias, estas somaram R\$ 24,3 bilhões em out/18, valor maior que o de set/18, de R\$ 21,8 bilhões. O aumento de R\$ 2,5 bilhões é quase totalmente atribuível ao Poder Executivo, que elevou estes gastos em R\$ 2,3 bilhões (+11%), com destaque para o Ministério da Saúde (+ R\$ 1 bilhão, ou 12,21%).