

Destaques

- **PIB do segundo trimestre deve mostrar retração, apesar de melhoras na margem em abril e maio.**
- **Peso maior na atividade econômica poderá levar BC a reduzir a Selic para menos de 8% em 2017.**
- **A situação das contas externas permanece favorável, em meio à gravidade do quadro econômico.**
- **Carga tributária brasileira está em queda e é estimada pela IFI em 31,5% do PIB em 2017.**
- **Execução das despesas discricionárias em 2017 evidencia cortes expressivos em relação a 2016.**
- **Teto de gastos será restrição efetiva a partir de 2020 e exigirá mudanças no gasto obrigatório.**

Resumo

- Apesar da melhora de dados de atividade em abril e maio, projeção para o PIB do segundo trimestre aponta **retração de 0,3% em relação ao primeiro**. O efeito estatístico de março, a **piora dos índices de confiança** e a recuperação ainda frágil do emprego explicam o quadro negativo.
- Estimativas da IFI para a regra de fixação da Selic apontam que há espaço para **redução dos juros** abaixo de 8% em 2017, desde que o peso dado pelo Banco Central ao desempenho negativo da economia seja de 90%. Se ele for de 50%, com peso igual para o controle inflacionário, a Selic – ainda assim – poderia cair a 8,6%.
- As contas externas do país têm evoluído favoravelmente nos últimos anos, em termos de fluxos correntes e de capitais, mas também de estoques, notadamente o saldo das reservas em relação ao passivo externo. Além das reservas, **o quadro favorável se deve ao impacto da queda da atividade econômica** sobre as importações, e aos investimentos diretos que persistem em níveis elevados.
- A carga tributária brasileira deve encerrar 2017 em 31,5% do PIB, mantendo trajetória de queda. A crise econômica profunda e o peso elevado das desonerações explicam esse desempenho. Quando comparada à evolução potencial – sem desonerações – observa-se que o desempenho da arrecadação poderia estar pelo menos **quatro pontos percentuais do PIB acima da carga efetiva atual**.
- Com os ajustes já sofridos pelas despesas discricionárias, inclusive em 2017, parte considerável dessas despesas **tem pouca margem para sofrer novos cortes**, a exemplo de investimentos em execução, manutenção de órgãos públicos, políticas públicas não obrigatórias, mas essenciais, e gastos vinculados a políticas obrigatórias.
- Em que pese a existência da meta de resultado primário e da regra do teto de gastos, **apenas a meta tem pautado a política fiscal**, isto é, tem levado o governo central a cortar despesas e a buscar receitas extras. Somente a partir de 2020 o teto será protagonista e seu cumprimento exigirá mudanças estruturais nas despesas obrigatórias.

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 Zezé 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

Diretora-Geral

Ilana Trombka

Secretaria de Comunicação Social

Angela Brandão

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE

Diretor-Executivo

Felipe Scudeler Salto

Diretor-Adjunto

Gabriel Leal de Barros

Analistas

Carlos Eduardo Gasparini | Daniel Veloso Couri | Josué Alfredo Pellegrini | Rafael da Rocha Mendonça Bacciotti

Layout do relatório: SECOM/COMAP

Apresentação

O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) é a publicação central da IFI. O objetivo é atender ao disposto na Resolução nº 42/2016, por meio da análise de indicadores fiscais e econômicos e da adequação dos resultados das contas públicas às metas fixadas em lei. Além de prover a sociedade com informações fiscais valiosas, serve de apoio à atividade dos parlamentares.

Na presente edição, avaliamos o grau de recuperação da economia, a evolução das contas externas, o peso do ajuste fiscal sobre os ministérios, a aplicabilidade da regra do teto e a evolução da carga tributária brasileira.

Apresentamos contas mais detidas para o chamado hiato do produto – variável que mede a distância da economia em relação a seu potencial. Essa discrepância ainda é de 5%, o que pode ensejar maior redução dos juros, com efeitos importantes sobre a dinâmica da dívida pública. O pano de fundo do quadro fiscal segue sendo uma situação econômica bastante adversa, apesar de melhoras pontuais nos indicadores mensais.

A avaliação do contexto macroeconômico é complementada por análise detalhada das contas externas, onde as notícias são positivas. O desempenho da balança comercial e dos investimentos diretos têm sustentando com folga as necessidades de financiamento do país. A dívida externa encontra-se sob controle, bem abaixo das reservas cambiais. Dentre outras razões, isso explica a capacidade dos gestores da política econômica em manter a taxa de câmbio relativamente estável, mesmo em contexto interno desafiador. Isso dá fôlego à condução da política fiscal. Na ausência de contas externas favoráveis, a precificação de risco e os juros estariam em outra dimensão.

No presente relatório, trazemos ainda avaliações desagregadas das chamadas despesas discricionárias, onde em tese o governo possui maior liberdade para remanejamentos e cortes. Mostramos, resgatando e aprofundando o exercício da margem fiscal, que, no ano corrente, já está acontecendo importante contenção do gasto discricionário. A queda dos investimentos é de cerca de 50%, no acumulado no ano, em relação ao ano passado, e a quase totalidade dos ministérios sofreu ajustes relevantes.

Finalmente, apresentamos exercícios para a estimativa da carga tributária brasileira, que está caindo e figura em níveis inferiores ao comumente propalado. Simulamos também a dinâmica dos gastos sujeitos à regra do teto (cerca de 98% do total), assumindo hipóteses para o contingenciamento de gastos discricionários ao longo dos próximos anos, e constatamos que o teto de gastos só se tornará efetivamente restritivo que as metas para o déficit primário, a partir de 2020. A partir daí, sem reformas estruturais na despesa obrigatória – como temos afirmado desde o início das atividades da IFI – as chances de descumprimento da regra serão muito elevadas.

Felipe Scudeler Salto

Diretor-Executivo

Sumário

Destaques.....	1
Resumo.....	1
Apresentação.....	3
1. CONTEXTO MACROECONÔMICO.....	5
2. SETOR EXTERNO.....	9
3. CONJUNTURA FISCAL.....	18
Box 1. Carga tributária.....	25
4. AS DUAS REGRAS FISCAIS VIGENTES E OS RESULTADOS OBTIDOS.....	29
Box 2. Por dentro da margem fiscal da União.....	34
Tabelas fiscais.....	38
Projeções da IFI.....	40

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

Os dados consolidados de atividade mostraram expansão moderada em abril. Em maio, a melhora da produção industrial também traz algum alento à retomada que começa a ser esboçada pela economia. Uma parte importante desse movimento ainda é reflexo das externalidades geradas pela safra agrícola na cadeia produtiva. Sinais mais benignos também podem ser extraídos do mercado de trabalho, principalmente pela recomposição do salário médio em termos reais, porém o estoque ainda muito elevado de pessoas desempregadas limita a reativação do consumo.

O bom desempenho da inflação corrente (resultante, em grande medida, do desaquecimento da economia e do efeito da safra agrícola sobre os preços de alimentos), as expectativas de inflação ancoradas, a taxa de câmbio relativamente estável e a abertura do hiato do produto abrem espaço para redução mais célere da Selic.

A convergência dos juros básicos para patamares mais baixos – movimento que é auxiliado pela decisão recente do Conselho Monetário Nacional (CMN) de reduzir a meta de inflação para 4,25% em 2019 e para 4,0% em 2020 – está intimamente ligada ao nível do juro real neutro² e, portanto, à evolução do processo das reformas estruturais.

1.1 Atividade econômica e mercado de trabalho

Os indicadores de alta frequência mostram um cenário de expansão moderada da economia no início do segundo trimestre (Tabela 1). O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) apontou crescimento de 0,3% entre março e abril, após ajuste sazonal, variação muito próxima da apresentada pelo Monitor do PIB calculado pela FGV (0,4% na mesma comparação).

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 nos índices agregados.

TABELA 1. INDICADORES MENSIS DE ATIVIDADE ECONÔMICA

Indicadores	Var. Mês contra Mês			Var. Ano contra Ano		
	mar/17	abr/17	mai/17	mar/17	abr/17	mai/17
IBC-Br	-0,4%	0,3%	-	0,8%	-1,7%	-
Monitor do PIB	-0,1%	0,4%	-	0,2%	-1,3%	-
Agropecuária	-3,3%	-0,5%	-	23,2%	19,4%	-
Indústria	0,1%	-0,4%	-	4,1%	-1,2%	-
Serviços	-0,4%	1,1%	-	0,7%	1,3%	-
Produção industrial	-1,6%	1,1%	0,8%	1,8%	-4,2%	4,0%
Bens de Capital	-1,9%	1,9%	3,5%	5,4%	-4,7%	7,5%
Bens intermediários	-2,5%	2,0%	0,3%	0,6%	-3,3%	2,9%
Bens de Consumo	-2,0%	0,0%	1,3%	2,8%	-6,9%	4,9%
Vendas no varejo ampliado	-0,8%	1,5%	-	-1,9%	-0,4%	-
Receita do setor de serviços	-2,6%	1,0%	-	-5,2%	-5,6%	-

Fonte: Banco Central, FGV e IBGE. Elaboração: IFI.

As vendas do comércio varejista ampliado, capturadas na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC – IBGE), cresceram 1,5% em abril, após contração de 0,8% em março. Já o aumento na receita real do setor de serviços em abril (1,0%), divulgada na Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), não foi suficiente para compensar a variação negativa de 2,6% no mês anterior.

De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal (PIM-IBGE), a atividade do setor manufatureiro aumentou 0,8% em maio, sucedendo a taxa positiva de 1,1% em abril. Na comparação com maio de 2016, o incremento foi de 4,0%. Todos os segmentos que compõem o resultado agregado apresentaram incrementos marginais na produção, destacando-se os bens de capital (3,5%).

A abertura³ dos dados do IBGE permite verificar que o desempenho do segmento de bens de capital decorre, principalmente, do aumento da demanda por máquinas e peças agrícolas. Enquanto a produção total de bens de capital acumulou alta de 0,9% nos últimos doze meses encerrados em maio, a produção de máquinas e de peças agrícolas acumulou variações de 20,8% e 27,2%, respectivamente.

²Juros que permitem à economia crescer sem pressão inflacionária.

³O IBGE publica mensalmente índices especiais para o setor de bens de capital. A versão de abril de 2017 pode ser consultada aqui: <http://bit.ly/2sUfwK>.

O Banco Central, em estudo recente⁴, mostrou com um exercício econométrico que o impacto mais forte da safra agrícola recorde na atividade se concentra no primeiro trimestre. As evidências sugerem que o choque positivo das colheitas, protagonista do crescimento do PIB nos primeiros três meses do ano, deve se dissipar ao longo dos próximos meses, reforçando a avaliação de que uma retomada consistente dependerá cada vez mais dos fundamentos da demanda.

Apesar da expansão que começou a ser delineada nos dados de bens de capital (um dos componentes da formação bruta de capital fixo, isto é, do investimento agregado) e das vendas no comércio – impulsionadas pelo aumento da renda real, pela redução do endividamento das famílias e, em algum grau, pelo saque de recursos das contas inativas do FGTS – existem ainda restrições à recuperação consistente do investimento e do consumo que merecem ser destacadas.

Em primeiro lugar, as sondagens realizadas pela FGV com empresários e consumidores capturaram, na divulgação de junho (Tabela 2), aumento das incertezas gerado pela turbulência no cenário político. Essa situação, que pode afetar as decisões dos agentes de consumir e investir, é visualizada no Indicador de Incerteza da Economia (FGV), que subiu 14,4 pontos apenas na passagem de maio para junho.

TABELA 2. ÍNDICES DE CONFIANÇA E INDICADOR DE INCERTEZA

Sondagens	Índices mensais e variação percentual		
	mai/17	jun/17	var.
Índice de Confiança do Consumidor	84,2	82,3	-1,9 p.p.
Situação atual	70,5	70,1	-0,4 p.p.
Expectativas	94,6	91,7	-2,9 p.p.
Índice de Confiança da Indústria	92,3	89,5	-2,8 p.p.
Situação atual	89,0	87,0	-2,0 p.p.
Expectativas	95,7	92,1	-3,6 p.p.
Índice de Confiança de Serviços	84,7	81,9	-2,8 p.p.
Situação atual	77,9	77,5	-0,4 p.p.
Expectativas	91,7	86,5	-5,2 p.p.
Indicador de Incerteza da Economia	128,1	142,5	14,4 p.p.

Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

Do conjunto de dados do mercado de trabalho atualizados até maio, é possível extrair informações

positivas. No Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego, o saldo entre contratações e desligamentos para o mês de maio foi de aproximadamente 34 mil vagas. O número positivo é explicado basicamente pela redução no ritmo de demissões no mercado formal, e não por aumento nas novas contratações. A geração de novas vagas ainda não foi desencadeada nos diversos setores de atividade. Todos os setores apresentam queda, como se pode observar na Tabela 3.

TABELA 3. ESTOQUE DE EMPREGO COM CARTEIRA ASSINADA

Emprego Formal - Caged	Taxa de variação em 12 Meses	
	mai/16	mai/17
Total	-3,3%	-3,4%
Extrativa Mineral	-5,8%	-5,1%
Indústrias de Transformação	-6,9%	-4,7%
Serviços Industriais de Utilidade Pública	-1,7%	-2,6%
Construção Civil	-12,7%	-13,5%
Comércio	-1,6%	-2,2%
Serviços	-1,3%	-2,2%
Administração Pública Direta e Autárquica	-1,2%	-1,1%
Agricultura	-0,1%	-0,7%

Fonte: Caged – MTE. Elaboração: IFI.

Na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) Contínua (pesquisa com informações mais abrangentes que o Caged ao agregar indivíduos do mercado informal), a taxa de desemprego recuou de 13,6% em maio para 13,3% da força de trabalho em junho. Na comparação com junho de 2016, o aumento da taxa de desemprego perdeu força (2,1 p.p. ante 2,4 p.p. em abril), mas, ainda assim, as estatísticas englobam um contingente significativo de pessoas desocupadas (13,8 milhões).

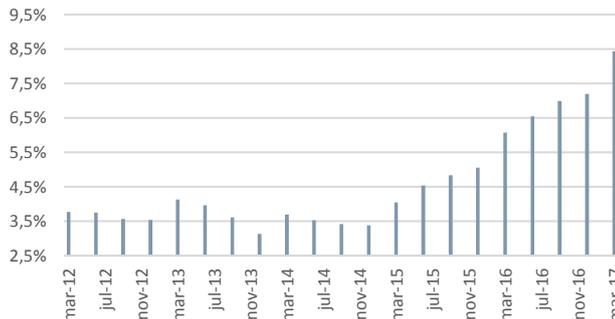
O tamanho do estoque de pessoas na condição de desemprego expõe a intensidade do ajuste provocado pela recessão econômica sobre o mercado de trabalho. A análise das estatísticas abertas por grupos populacionais (o que é possível por meio dos microdados da PNAD Contínua disponíveis na frequência trimestral) permite dimensionar a gravidade do fenômeno.

Em março de 2017, enquanto a taxa de desemprego da economia atingiu 13,7%, a taxa de desemprego das pessoas responsáveis pelo domicílio foi de 8,4% -

⁴O artigo pode ser encontrado aqui: <http://bit.ly/2sUK04F>.

patamar extremamente elevado se comparado à média de 3,6% registrada entre 2012 e 2014. Em outras palavras, do estoque de aproximadamente 14 milhões de pessoas desempregadas no primeiro trimestre de 2017, 4 milhões eram chefes de família.

GRÁFICO 1. TAXA DE DESEMPREGO DOS RESPONSÁVEIS PELO DOMICÍLIO



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

À medida que a economia voltar a crescer e gerar oportunidades de emprego, essas pessoas serão realocadas. No curto prazo, de todo modo, é um fator que tem implicações sociais relevantes e concorre para explicar a demora na reativação do consumo.

Em resumo, apesar da melhora dos dados de alta frequência em abril e maio, os modelos de projeção para o PIB do segundo trimestre apontam para uma retração de 0,3% em relação ao primeiro trimestre no ano. A manutenção dessa estimativa negativa da IFI para o PIB do segundo trimestre (publicada no RAF de junho) é explicada pelo carregamento estatístico deixado pela retração dos dados de março (tanto da produção quanto do varejo e serviços), pela piora dos índices de confiança dos agentes econômicos em junho, pela recuperação ainda frágil do mercado de trabalho.

A expectativa de crescimento mais moderado da produção industrial em junho, em razão dos sinais emitidos pelos indicadores antecedentes conhecidos também é um fator limitante para o PIB do segundo trimestre. Além da piora da confiança dos empresários do setor, o Índice Gerente de Compras⁵ (PMI) recuou de 52 pontos em maio para 50,5 pontos em junho.

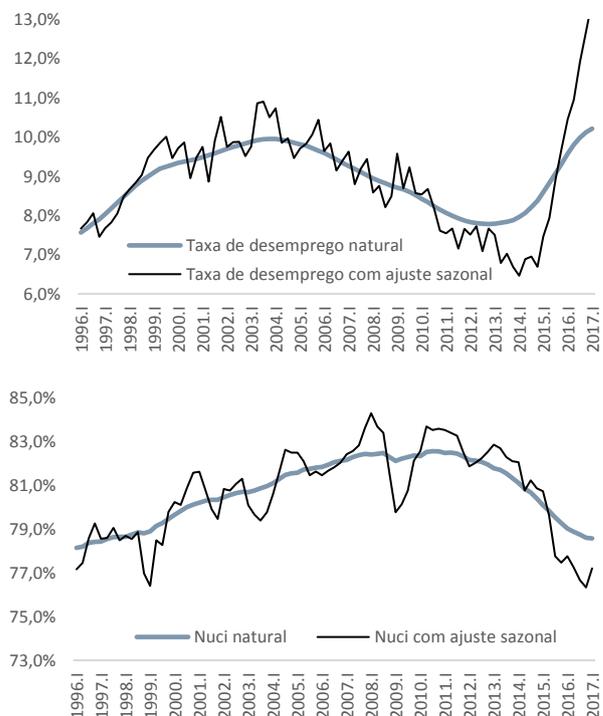
⁵O indicador PMI, calculado pela consultoria Markit, consolida informações de encomendas, produção, vendas, estoques e preços a partir de uma amostra de aproximadamente 400 empresas.

1.2 Hiato do produto, inflação e política monetária

Além da taxa de desemprego em patamar extremamente elevado, a utilização reduzida da capacidade instalada na indústria amplifica a situação atual de elevada ociosidade dos fatores produtivos que caracteriza a economia. De acordo com dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), os parques industriais operaram com 77,9% da capacidade instalada em maio, número que é inferior à média dos últimos cinco anos (80%).

Para ilustrar essa situação, seguimos a metodologia descrita em Aersa (2008)⁶. O Gráfico 2 reforça a percepção de que os patamares atuais da taxa de desemprego e do nível de utilização da capacidade instalada estão ainda muito distantes de seus patamares naturais, isto é, aqueles condizentes com a economia operando em pleno emprego.

GRÁFICO 2. TAXA DE DESEMPREGO E NUCI



Fonte: IBGE e CNI. Elaboração: IFI.

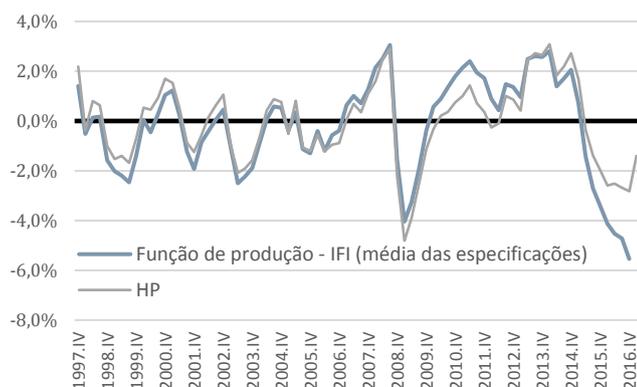
Também é válido notar que a taxa natural de desemprego, após uma sequência de queda contínua entre 2004 e 2012, passou a aumentar significativamente

⁶Aersa, M. (2008). "Combining Hodrick-Prescott filtering with a production function approach to estimate output gap". Working Paper Series 172 do Banco Central.

a partir do início da crise iniciada em 2014. No primeiro trimestre, estimada em 10%, ela atingiu o patamar mais alto da série histórica.

Pelas estimativas da IFI, o hiato do produto (entendido como a diferença entre o PIB realizado e o PIB potencial – variável muito importante para a calibração da política monetária) encontra-se hoje ao redor de -5,0%, mais aberto, portanto, que a estimativa sugerida pelo filtro estatístico Hodrick – Prescott (HP)⁷. A projeção central, exibida no Gráfico 3, refere-se à média de um conjunto de modelos estimados⁸. Esse método é inspirado na prática do Office for Budget Responsibility (OBR), a IFI do Reino Unido.

GRÁFICO 3. HIATO DO PRODUTO



Fonte: IFI.

Essa ociosidade elevada da economia é um dos principais fatores que explicam a trajetória benigna da inflação, sobretudo dos preços mais sensíveis ao ciclo econômico. O efeito da safra agrícola sobre os preços de alimentos também tem assumido um papel relevante nesse processo.

Em junho, a variação acumulada em 12 meses do IPCA foi de 3,0% (ante 3,6% em maio), a mais baixa desde maio de 2007, acompanhando a desaceleração dos preços livres (2,9% em junho ante 3,3% em maio) e administrados (3,3% ante 4,4%). O processo de desinflação é reforçado pelo recuo das medidas de núcleo. A partir da exclusão de itens de maior volatilidade, os núcleos mostram uma tendência mais

bem definida dos preços. O núcleo calculado por médias aparadas com suavização, por exemplo, variou 4,43% nos últimos doze meses encerrados em junho, (4,74% até maio).

É importante ressaltar que a variação acumulada em 12 meses pelo IPCA em junho de 2017 (3,0%) define o teto para o crescimento dos gastos primários da União de 2018, que será de R\$ 1.341,9 bilhões (aumento de R\$ 39 bilhões na comparação com o limite válido para 2017). As implicações sobre o quadro fiscal para 2018 serão exploradas na Seção 4.

Além do bom desempenho dos preços correntes, endossado pela deflação no IGP-M de junho (-0,78% no acumulado em 12 meses), as expectativas na pesquisa Focus (que o Banco Central faz com o mercado) estão ancoradas e a taxa de câmbio tem oscilado ao redor de R\$ 3,30/US\$. Esses fatores, associados à evidência de que o hiato do produto permanece muito negativo, nos levou a revisar a projeção para o IPCA de 2017, de 4,2% para 3,7%. Para 2018, a revisão foi de 4,6% para 4,4%.

O Banco Central sinalizou, no Relatório de Inflação, que o principal fator de risco sobre as perspectivas de inflação está associado ao aumento da incerteza sobre o processo de aprovação de reformas. Em um ambiente menos propício à implementação do ajuste fiscal, a taxa de juros neutra da economia (calculada pela suavização da taxa de juros real *ex-ante*) convergiria para um patamar mais elevado. Apesar do risco político e do efeito potencial sobre a taxa de juros neutra da economia, avaliamos, pelas razões expostas, que há espaço para uma queda mais pronunciada da taxa básica, em benefício da dinâmica da dívida pública.

Para ilustrar os fatores que costumam guiar a decisão de política monetária, montamos um exercício a partir de uma regra de Taylor⁹ – equação que relaciona a taxa de juros com a taxa de juros real neutra, o desvio da inflação esperada em relação à meta e o hiato do produto.

Pela regra, a taxa de juros sugerida aumenta com a taxa nominal neutra (taxa real neutra acrescida da meta de

⁷O filtro HP normalmente é utilizado para extrair a tendência das séries.

⁸Além do filtro estatístico HP univariado, foram estimados modelos que levam em consideração uma estrutura para a economia, a partir da abordagem da função de produção, que relaciona a capacidade de produção à oferta de insumos (capital e trabalho) e à produtividade

destes. A IFI publicará em agosto um estudo especial detalhando as metodologias e as estimativas utilizadas no cálculo do hiato do produto e do PIB Potencial.

⁹Maiores detalhes podem ser vistos no link: <http://bit.ly/2tPEXXY>.

No exercício, consideramos variações no parâmetro associado ao hiato, atribuindo menor ou maior peso: 0,1, 0,5 e 0,9.

inflação), se as expectativas de inflação estiverem acima da meta e se o PIBefetivo estiver acima do seu potencial.

Assumindo diferentes hipóteses para a sensibilidade da autoridade monetária ao hiato do produto e considerando as premissas para inflação e atividade da IFI, parece haver espaço para que o corte de Selic vá além do patamar de 9,0% projetado até então e convirja para 8,5% em 2017 e patamar mais próximo de 8,0% em 2018, como já sugerem as expectativas de mercado na Focus.

Nesse sentido, a Tabela 4 ilustra que o patamar da Selic no final de 2017 prescrito pela regra nas especificações em que o Banco Central atribui peso equivalente para os desvios da inflação e o hiato (coluna b) e maior peso para o hiato do produto (coluna c) é inferior a 9,0%: 8,57% no primeiro caso e 7,90% no segundo.

TABELA 4. REGRA DE TAYLOR

Período	Selic	Expectativa para o IPCA 12 meses à frente	Meta de inflação	Juro real neutro	Hiato	Selic prescrita pela Regra de Taylor		
						a) Coeficiente utilizado para o hiato: 0,1	b) Coeficiente utilizado para o hiato: 0,5	c) Coeficiente utilizado para o hiato: 0,9
jan-17	13,00%	4,76%	4,50%	6,0%	-4,98%	11,42%	10,03%	8,64%
fev-17	12,25%	4,55%	4,50%	6,0%	-4,98%	10,92%	9,53%	8,13%
mar-17	12,25%	4,57%	4,50%	5,9%	-4,98%	10,66%	9,26%	7,87%
abr-17	11,25%	4,64%	4,50%	5,8%	-3,60%	10,77%	9,76%	8,75%
mai-17	10,25%	4,62%	4,50%	5,7%	-3,60%	10,38%	9,37%	8,36%
jun-17	10,25%	4,46%	4,50%	5,6%	-3,60%	9,85%	8,84%	7,83%
2017		4,35%	4,50%	5,1%	-1,66%	9,24%	8,57%	7,90%
2018		4,25%	4,50%	4,1%	-0,21%	8,23%	8,15%	8,06%

Fonte: Elaboração e projeções: IFI.

2. SETOR EXTERNO

2.1 Transações Correntes

A situação das contas externas é favorável, pelo menos comparativamente à situação geral da economia do país. O superávit nas transações com bens tem crescido continuamente, diminuindo o déficit das transações correntes e a necessidade de financiamento externo do país. Embora a entrada líquida de capitais, exclusive investimentos diretos, seja fortemente negativa, os investimentos diretos mantêm-se elevados e mais que suficientes para garantir o financiamento externo,

Vale dizer que o exercício auxilia, ainda que de maneira simplificada, a visualizar as implicações da crise política na dinâmica de juros (por meio de diferentes percepções sobre as trajetórias do hiato e do juro neutro real).

Adicionalmente realça que a convergência da Selic para patamares mais baixos – movimento que é auxiliado pela decisão recente do Conselho Monetário Nacional (CMN) de reduzir a meta de inflação para 4,25% em 2019 e para 4,0% em 2020 - está intimamente ligado ao nível do juro real neutro e, portanto, dependente da evolução do processo das reformas estruturais.

Nos próximos anos, com a inflação ancorada na meta de 4,0%, a taxa de juros real ao redor de 4,5% e o crescimento do PIB em linha com o nível potencial, a Selic deve convergir no cenário base da IFI para 8,5%.

possibilitando ainda algum acúmulo de reservas internacionais.

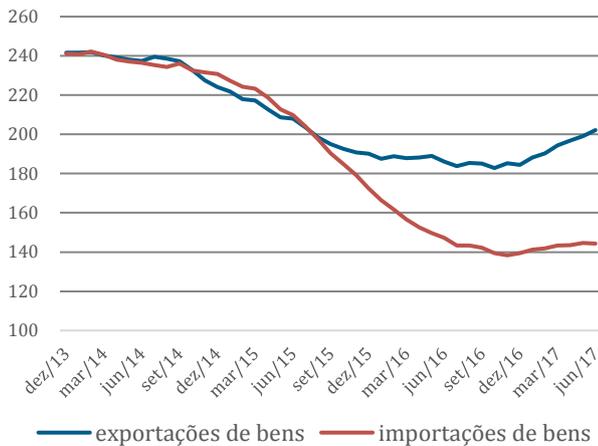
O Gráfico 4 retrata as transações de bens com o exterior, no acumulado em doze meses, desde o final de 2013¹⁰. É possível ver que tanto exportações como importações caíram em boa parte do período considerado, mas as importações caíram de modo muito mais pronunciado, a partir de meados de 2015. Assim, o equilíbrio nas transações com bens deu lugar a crescentes superávits, culminando nos US\$ 54,4 bilhões e US\$ 57,9 bilhões, no acumulado em dozes meses até maio e junho deste ano,

¹⁰ Os dados relativos às transações correntes do país com o exterior foram retirados da página eletrônica do Banco Central, nas séries temporais - tabelas especiais, balanço de pagamentos. Apenas os dados relativos às exportações e importações de junho, muito recentes, foram

obtidos diretamente da página eletrônica do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços.

respectivamente. É preciso registrar também que, ao final de 2016, a tendência tanto das exportações, como das importações parece ter se revertido, principalmente no caso das vendas externas, o que sugere possíveis novos aumentos do superávit.

GRÁFICO 4. EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES DE BENS - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

A expressiva queda das importações se deveu a dois fatores. O primeiro foi a redução da produção, já que, como se sabe, as compras externas são fortemente correlacionadas com o nível de atividade econômica. Trata-se de efeito similar ao verificado em relação à inflação, igualmente pressionada para baixo por conta do quadro recessivo vivido pelo país. As quantidades importadas caíram 25,6%, comparando-se a média de 2013 e a média dos últimos doze meses, encerrados em maio de 2017¹¹.

O segundo fato foi a queda de 20% dos preços dos bens importados, comparando-se os mesmos períodos, o que reduziu os valores importados. Os preços mais baixos poderiam ter estimulado as quantidades importadas, mas, além do efeito da forte recessão, pesou a desvalorização cambial então verificada, em particular, em 2015, que, ao elevar o valor em real das compras externas, retirou parte do potencial estímulo advindo do barateamento em dólar das importações.

Os preços das exportações, por sua vez, caíram ainda mais, 25%, em relação à média de 2013, mas as

quantidades subiram 9,8%, compensando em parte a queda dos preços, o que explica a redução mais lenta das exportações em relação às importações. O aumento das quantidades, ao mesmo tempo que os preços caíam, decorreu da contração da demanda doméstica e da desvalorização cambial ocorrida no período, notadamente em 2015, o que elevou o valor em real recebido pelas exportações, compensando em certa medida a queda dos preços em dólar.

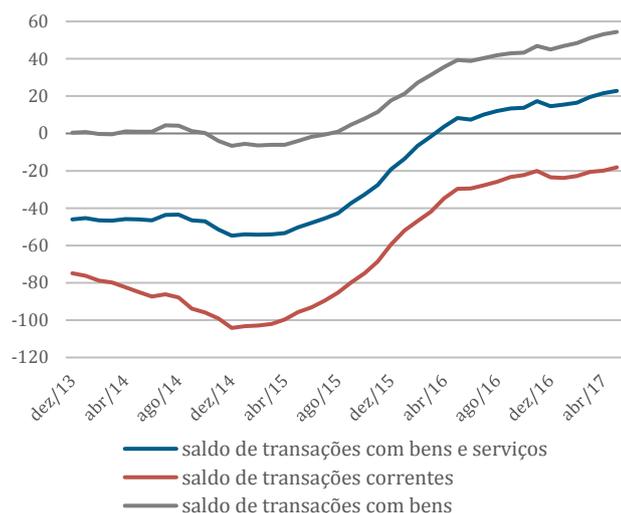
Vale observar, contudo, que, nos últimos meses, as variáveis reportadas esboçam inversões de tendência, na média dos últimos doze meses. No caso das importações, preços e quantidades deixaram de cair no final do ano passado e, no caso dos preços, esboça-se tendência de alta. Já quanto às exportações, as quantidades deixaram de subir, desde meados de 2016, e indicam um tênue movimento de queda, mas os preços passaram a subir em setembro, de modo consistente. Os próximos meses confirmarão se houve realmente mudança definitiva de tendência e qual o impacto para a balança comercial.

O saldo das transações correntes do país com o exterior resulta da soma entre o saldo das transações com bens, o saldo do comércio com serviços e os pagamentos líquidos de renda feitos ao exterior. O Gráfico 5 apresenta três curvas. A primeira mostra a evolução do saldo das transações com bens, fruto da diferença entre exportações e importações retratadas no Gráfico 4. A segunda informa o saldo das transações com bens e serviços. A terceira, por fim, mostra o saldo final das transações correntes, que inclui também os pagamentos líquidos de renda ao exterior. Tal qual o Gráfico 4, o período coberto inicia-se ao final de 2013 e os valores referem-se ao acumulado dos últimos doze meses.

¹¹ Os dados relativos a preços e quantidades de exportações e importações foram extraídos do banco de dados da Fundação Centro de

Estudos do Comércio Exterior (Funcex) que pode ser acessado por meio da página eletrônica da instituição.

GRÁFICO 5. SALDO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES, ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

Conforme se pode ver no Gráfico 5, a curva que mostra o comércio com bens e serviços está sempre abaixo da curva que retrata apenas o comércio com bens, pois o Brasil é bastante deficitário nas transações com serviços, notadamente em itens como viagens, propriedade intelectual, aluguel de equipamentos, serviços de arquitetura e engenharia e transportes. Em maio de 2017, enquanto o saldo comercial acumulado nos últimos doze meses estava em US\$ 54,4 bilhões, o saldo com a inclusão de serviços chegou a US\$ 22,8 bilhões, vale dizer, déficit de US\$ 31,6 bilhões nas transações com serviços, sendo US\$ 66,1 bilhões de despesas e US\$ 34,5 bilhões de receitas.

A terceira curva retratada no Gráfico 5, por fim, mostra o saldo final das transações correntes do país, que inclui os pagamentos líquidos de renda ao exterior. Esses pagamentos consistem basicamente nos rendimentos de capitais trazidos ao país, notadamente os lucros advindos dos investimentos diretos em empresas, os rendimentos dos investimentos em carteira (títulos e ações públicos e privados) e os juros decorrentes dos empréstimos tomados no exterior. Como o Brasil é um grande importador de capitais, os fluxos de renda são bastante deficitários, tais quais os serviços. O déficit acumulado nos últimos doze meses encerrados em maio chegou a US\$ 41 bilhões, sendo US\$ 16,6 bilhões de receitas e US\$ 57,5 bilhões de despesas.

Como resultado do superávit da balança comercial e dos déficits no comércio com serviços e pagamento de

rendas, o déficit das transações correntes do país, chegou a US\$ 18,1 bilhões nos doze meses encerrados em maio (0,96% do PIB). Trata-se de um déficit bastante baixo, comparando-se com o histórico do Brasil que, na sua condição de país em desenvolvimento, requer a complementação de poupança externa. A semelhança entre as curvas retratadas no Gráfico 5 mostra como a evolução das exportações e das importações de bens foi decisiva para ditar a evolução do saldo das transações correntes. Ao final de 2014, quando a balança comercial ainda apresentava pequeno déficit, o saldo negativo das transações correntes estava em US\$ 104,2 bilhões (4,24% do PIB). Com a posterior pronunciada queda das importações de bens, não acompanhada de redução equivalente das exportações de bens, foi possível elevar significativamente o superávit das transações com bens e, assim, reduzir em igual dimensão o déficit das transações correntes.

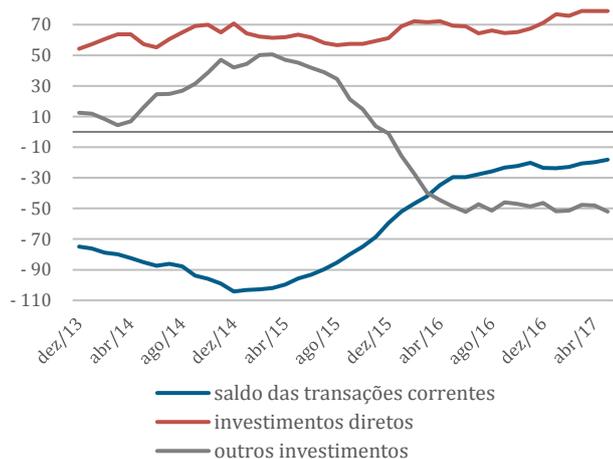
Esse déficit só deverá subir novamente com a recuperação do crescimento econômico, a menos que haja alguma mudança relevante nos termos de troca do país (preços das exportações em relação ao preço das importações).

2.2 Transações de capital

Vista a evolução das transações correntes do Brasil, cabe agora verificar a chamada conta financeira, onde estão registradas as entradas e saídas de capitais do país. Conforme visto, o Brasil é um importador de capitais, pois usualmente os déficits nas transações correntes são financiados com a entrada líquida de recursos. Quando os fluxos financeiros superam o déficit nas transações correntes, as reservas internacionais aumentam. Caso contrário, as reservas caem.

O Gráfico 6 informa a evolução das contas de capital, discriminando a evolução da entrada líquida de investimento direto em empresas do país dos demais itens, como empréstimos, créditos comerciais, depósitos e investimentos em títulos e ações. Doravante, todos esses itens serão denominados outros investimentos, para distingui-los dos investimentos diretos. O Gráfico 6 informa ainda o saldo das transações correntes tal qual indicado no Gráfico 5. Os números são apresentados no acumulado dos últimos doze meses e cobrem o período pós 2013.

GRÁFICO 6. SALDO DAS TRANSAÇÕES FINANCEIRAS - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

Os investimentos diretos e os outros investimentos evoluíram de modo bastante distinto nos últimos anos. Enquanto os primeiros mantiveram-se relativamente estáveis em patamar elevado, próximo de US\$ 70 bilhões, de modo até surpreendente dada a sorte de acontecimentos observados no país durante o período, os outros investimentos caíram significativamente a partir do início de 2015, permanecendo-se desde junho de 2016 em cerca de US\$ 50 bilhões negativos, no acumulado dos últimos doze meses. Tal fato só não dificultou o financiamento externo por conta da estabilidade dos investimentos diretos e da redução do déficit das transações correntes. Em maio de 2017, no acumulado dos últimos doze meses, enquanto os investimentos diretos chegaram a US\$ 78,8 bilhões, os outros investimentos estavam em US\$ 52 bilhões negativos. A diferença serviu para financiar o déficit nas transações correntes, de US\$ 18,1 bilhões, e propiciar US\$ 14,5 bilhões extras em reservas internacionais¹².

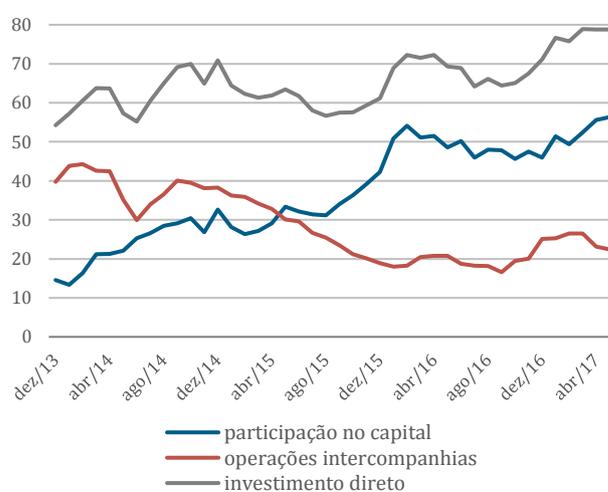
A disparidade entre a evolução dos investimentos diretos e os outros investimentos chama a atenção. Não cabe aqui ater-se ao tema. Em caráter preliminar, pode-se afirmar que a queda dos outros investimentos foi causada pela redução da expectativa de retorno *ex antenocurto* prazo, decorrente do agravamento do

¹²A variação das reservas não corresponde simplesmente à diferença entre a soma dos investimentos diretos com os outros investimentos, e o déficit nas transações correntes, pois existem ainda outras contas de menor importância. O saldo dessas outras contas ao término de maio, no acumulado dos últimos meses, chegou a US\$ 5,9 bilhões, o que não é um número desprezível, mas desse total, US\$ 4,6 bilhões referem-se a

quadro econômico ao longo de 2015, coroado pelo início da série de rebaixamentos da nota de crédito do Brasil pelas agências de *rating*, a começar pela Standard & Poor's, em setembro desse ano. Vale destacar uma vez mais a intensidade da mudança dos fluxos: de cerca de US\$ 50 bilhões de entrada líquida em março de 2015 para algo em torno de US\$ 50 bilhões negativos a partir de junho de 2016, sempre no acumulado em doze meses.

Já os investimentos diretos nas empresas são guiados por considerações de longo prazo, mais do que a expectativa de retorno no curto prazo, já que as decisões nesse caso não são facilmente revertidas a custo baixo. Vale separar dois componentes do investimento direto: o investimento direto propriamente dito, também chamado de participação no capital, e as operações intercompanhias. O primeiro corresponde aos investimentos diretos propriamente ditos, enquanto o segundo assemelha-se a empréstimos das matrizes às filiais no Brasil. Essa última conta tem natureza híbrida, pois deve orientar-se em certa medida pela avaliação de retorno esperado no Brasil no curto prazo. O Gráfico 7 mostra a evolução desses dois itens do investimento direto, no acumulado em doze meses, desde dezembro de 2013.

GRÁFICO 7. INVESTIMENTO DIRETO - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

erros e omissões. Essa conta é calculada pela diferença entre a variação das reservas e o resultado produzido por todas as outras contas do balanço de pagamentos, sob a suposição de que o controle das reservas é muito mais apurado do que as demais contas.

No biênio 2014-2015, os dois itens evoluíram de modo bastante distinto, pois enquanto a participação no capital subiu, o fluxo de operações intercompanhias caiu. Em 2016, após um período de leve queda, ambos voltam a subir ao final desse ano, embora ainda seja preciso mais tempo para verificar a consolidação da tendência. A evolução dos operações intercompanhias parece ter seguido um padrão um pouco mais próximo ao da evolução dos outros investimentos registrada no Gráfico 6, mas de modo bem menos pronunciado, o que confirma a natureza híbrida antes registrada.

Já a participação no capital mostrou nítida tendência de aumento em um período de grave crise econômica e, em seguida, estabilizou-se em patamar elevado. Entre o início de 2014 e o início de 2016, o fluxo subiu cerca de quatro vezes, alcançando os US\$ 54 bilhões em fevereiro de 2016. Desde então, tem-se mantido próximo desse patamar. Pode-se conjecturar as razões desse aparente contra-senso. Como a participação no capital é orientada por um horizonte de longo prazo, o seu incremento em um período de grave crise econômica parece sustentar-se em uma avaliação positiva a respeito da superação da crise e posterior recuperação do crescimento econômico. Outra explicação é o aproveitamento pelos investidores externos do barateamento dos ativos brasileiros causado pela crise econômica, ainda mais com a desvalorização cambial observada na maior parte do período. É claro que as duas possibilidades não são excludentes e podem ter atuado conjuntamente para elevar a participação no capital no período.

2.3 Estoque de investimentos no Brasil e dívida externa

A essa altura, vistas as transações corrente e de capitais entre os residentes e o restante do mundo, vale analisar em mais detalhes a composição dos estoques de investimentos no Brasil, incluindo aí os investimentos diretos e os outros investimentos, como definidos acima. Esses estoques foram formados a partir das transações feitas com o exterior ao longo do tempo. Esse enfoque permite avaliar melhor o potencial de movimento dos fluxos de capitais para fora do país. Permite ainda

verificar a adequação do estoque de reservas internacionais, que corresponde a um crédito do país perante o mundo. A Tabela 5 abaixo mostra essa composição em maio de 2017, último mês com dados disponíveis¹³.

TABELA 5. COMPOSIÇÃO DO INVESTIMENTO INTERNACIONAL NO BRASIL

Maio de 2017	US\$ milhões	part. %
Total	1.520.528	100
Investimento direto no país	803.459	52,8
Participação no capital	571.670	37,6
Operações intercompanhias	231.789	15,2
Investimentos em carteira	501.311	33,0
Ações	273.372	18,0
No país	202.326	13,3
No exterior	71.046	4,7
Títulos de dívida	227.939	15,0
No país	129.168	8,5
No exterior	98.770	6,5
Empréstimos	209.402	13,8
Outros*	6.106	0,4
Derivativos	250	0,0

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

* Inclui crédito comercial, depósitos e Direito Especial de Saque,

O estoque de investimentos no país em maio de 2017 chegou a US\$ 1,5 trilhão, sendo US\$ 803,5 bilhões em investimentos diretos (52,8% do total), US\$ 501,3 bilhões em investimentos em carteira (33% do total) e US\$ 209,4 bilhões em empréstimos (13,8% do total). Trata-se de montante bastante elevado, que traria sérias dificuldades ao país caso parte dele saísse do país em curto espaço de tempo. Uma possível forma de avaliar os riscos advindos desses movimentos é a comparação com as reservas internacionais do país, que podem ser utilizadas para atender à demanda por divisas, isolando o restante da economia dos potenciais efeitos negativos de alterações abruptas do cenário cambial.

Em maio de 2017, as reservas estavam em US\$ 376,5 bilhões (conceito de caixa). Tal montante corresponde a 24,7% do passivo. Entretanto, a relação não é adequada para avaliar o tamanho das reservas. Boa parte dos investimentos não pode ser desfeita imediatamente sem

relativo à composição do investimento brasileiro no exterior, cujo principal item são as reservas internacionais.

¹³ A Tabela 5 foi montada com base no Quadro XXXI-A das Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Setor Externo, divulgada regularmente na página eletrônica do Banco Central. Há também quadro

elevados custos, a exemplo da participação no capital. Do mesmo modo, as ações podem ser vendidas com rapidez, mas a preços baixos, se as vendas forem intensas e concentradas no tempo. Ademais, no caso das ações no país, quitadas em moeda nacional, ocorre perda extra na saída, pois os períodos de estresse são acompanhados de desvalorização cambial, o que reduz o valor em real dos investimentos dos não residentes. O mesmo ocorre com os títulos de dívida no país. Excluindo-se esses itens do total do investimento internacional, resta a dívida externa do país, que chegou a US\$ 314,3 bilhões, em maio de 2017, composta basicamente dos US\$ 209,4 bilhões relativos a empréstimos (66,6% do total), e US\$ 98,8 bilhões, referentes a títulos da dívida no exterior (31,4% do total).

O prazo é uma variável bastante relevante quando se trata de avaliar a situação das contas externas e o tamanho das reservas internacionais. A dívida externa de curto prazo está sujeita ao risco de refinanciamento, pois as condições de mercado vigente na ocasião do vencimento podem não ser favoráveis, especialmente em momentos de agravamento do quadro econômico. Por isso, as reservas internacionais podem ser mais adequadamente comparadas com essa parcela da dívida do que com o total do passivo. Considerando-se dívida de curto prazo que vence em até doze meses, constata-se que do total da dívida externa de US\$ 314,3 bilhões existente em maio de 2017, US\$ 52,1 bilhões era de curto prazo, portanto, 16,6% do total, grande parte de responsabilidade dos bancos, tomados por meio de empréstimos junto ao mercado financeiro internacional.

Entretanto, tal critério de separação considera o vencimento da dívida no momento da contratação. Ocorre que parcela da dívida de longo prazo também vence em até doze meses, de acordo com o cronograma de amortização estabelecido. O Banco Central informa essa parcela da dívida de longo prazo, a qual, somada à dívida externa de curto prazo, resulta no total da dívida externa de curto prazo que vence em doze meses. A

última informação disponível refere-se a dezembro de 2016 e pode ser vista na Tabela 6¹⁴.

TABELA 6. DÍVIDA EXTERNA POR VENCIMENTO - POSIÇÃO EM DEZEMBRO DE 2016 - US\$ MILHÕES

Item	Valor
Dívida externa (A = B+C)	321.297,4
Dívida externa de curto prazo (B)	56.327,4
Dívida externa de longo prazo (C)	264.970,0
Vencimento em 2017 (D)	54.812,9
Dívida externa a vencer em até doze meses (E = B+D)	111.140,3
Operações intercompanhia (F = G+H)	222.344,1
curto prazo (G)	38.617,9
longo prazo (H)	183.726,2
Dívida externa mais Operações (A+F)	543.641,5
curto prazo (B+G)	94.945,3
longo prazo (C+H)	448.696,2
Total da dívida externa a vencer em até doze meses (E+G)	149.758,3

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Do total da dívida externa existente ao final de 2016, de R\$ 321,3 bilhões, US\$ 56,3 bilhões venciam no curto prazo no momento da contratação, mas outros US\$ 54,8 bilhões da dívida de longo prazo também venciam em até doze meses por conta do cronograma de amortização. Assim, o total da dívida externa com vencimento em até doze meses chegou a US\$ 111,1 bilhões, em dezembro de 2016, 34,6% do total da dívida externa, cerca do dobro dos 16,6% de participação da dívida de curto prazo. Desse montante, US\$ 75,1 bilhões era de responsabilidade dos bancos e US\$ 31,5 bilhões de outros setores, exclusive governos e Banco Central, que serão vistos mais detidamente adiante.

Embora o Banco Central não inclua as operações intercompanhias no conceito de dívida externa, apresenta informações relativas a ambas no mesmo espaço, tal qual faz a Tabela 6. A dívida externa somada aos US\$ 222,3 bilhões em operações intercompanhias observados ao final de 2016 resultou em US\$ 543,7

¹⁴ As informações relativas ao cronograma de amortização da dívida externa são mais defasadas que os demais dados divulgados sobre a dívida externa. Na verdade, já existem informações relativas a março, mas elas não permitem discriminar a parcela da dívida externa de longo prazo que vence em até um ano. A Tabela 6 foi montada com base no Quadro XXV das Notas para a Imprensa – Setor Externo. Informação

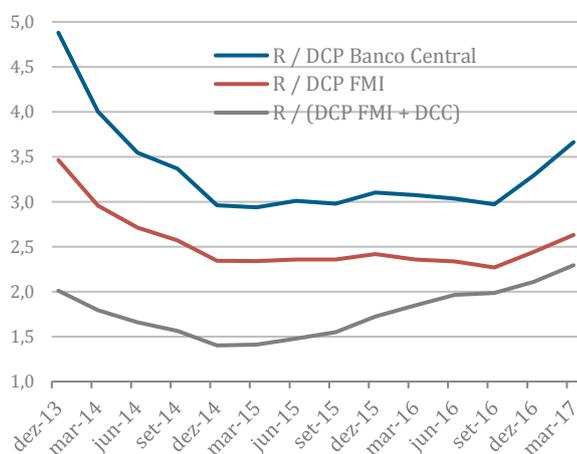
bastante similar, com algumas pequenas diferenças, pode ser encontrada nas tabelas especiais das séries temporais na página eletrônica do Banco Central. Trata-se da tabela relativa à dívida externa bruta e dívida externa de curto prazo por vencimento residual.

bilhões. Do total das operações, US\$ 38,7 bilhões eram de curto prazo, o que elevou o total a vencer no curto prazo para US\$ 94,9 bilhões, montante esse que chegou a US\$ 149,8 bilhões, incluindo-se a dívida de longo prazo com vencimento em até doze meses.

2.4 Indicadores de adequação das reservas internacionais

Há vários modos de aferir a adequação das reservas internacionais do país. Uma delas é a relação entre as reservas e a parcela da dívida externa a vencer em doze meses, critério conhecido como Greenspan/Guidotti¹⁵. O Banco Central afere esse indicador sem a inclusão das operações intercompanhias, mas o FMI prefere incluir essas operações. Há ainda o critério Greenspan/Guidotti ampliado que soma à dívida o déficit nas transações correntes do país, para melhor captar a potencial demanda por divisas em momentos de maior dificuldade. O Gráfico 8 mostra a evolução das relações sugeridas pelos três critérios, desde o final de 2013, até março deste ano.

GRÁFICO 8. RESERVAS (R) EM RELAÇÃO À DÍVIDA EXTERNA DE CURTO PRAZO (DCP) E AOSALDO DAS TRANSAÇÕES EM CONTA CORRENTE (SCC)



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

Levando-se em conta as reservas internacionais (R) em relação à dívida externa a vencer em até doze meses (DCP), os indicadores do Banco Central e do FMI caíram

de modo acentuado em 2014, por conta do rápido aumento do passivo externo: de 4,9 e 3,5 vezes para 3 e 2,3 vezes, pelo critério do Banco Central (BCB) e do FMI, respectivamente. Entretanto, os indicadores se mantiveram relativamente estáveis em 2015 e em boa parte de 2016. Com o aumento verificado ao final do ano passado, os indicadores chegaram em março de 2017 a 3,7 e 2,6 vezes. Tal melhoria se deveu à redução da dívida externa a vencer em doze meses. Vale observar que a curva relativa ao critério do Banco Central está sempre acima da curva que retrata o critério do FMI, pois esse considera no denominador as operações intercompanhias de curto prazo.

Já o indicador que leva em conta o déficit em conta corrente (DCC) no denominador, é sempre inferior aos outros dois, fato retratado no gráfico pela posição da curva pertinente abaixo das demais. Por esse critério, o indicador terminou 2013 em 2 vezes à dívida somada ao déficit. Em 2014, houve queda pelas razões apontadas acima, mas, desde então, o indicador subiu, notadamente a partir do final de 2015. De setembro de 2015 a março de 2017, o indicador subiu de 1,5 para 2,3. Tal movimento se deveu principalmente à redução pronunciada do déficit em conta corrente que, conforme visto, decorreu em boa medida do aumento do saldo das transações com bens. Portanto, a exemplo do que se observa com os outros dois indicadores, após o desempenho ruim verificado em 2014, as reservas internacionais tem apresentado comportamento satisfatório nos últimos dois anos, estando em patamar que pode ser considerado relativamente adequado. Afinal, em março deste ano, as reservas correspondiam a 2,3 vezes a soma da dívida externa a vencer em doze meses, com o déficit em conta corrente.

Enfim, as contas externas do país têm evoluído favoravelmente nos últimos anos, seja considerando-se as transações correntes e de capitais, seja tomando-se por base a evolução dos estoques, notadamente o saldo das reservas em relação ao passivo externo. Ainda que esse quadro se deva em boa medida a um mau motivo, que é a forte queda da atividade econômica e seus impactos sobre as transações com bens, há que se dar a

¹⁵ A respeito do desempenho das reservas internacionais do Brasil utilizando-se vários critérios, comparados a vários países, ver o Estudo Especial da IFI nº 1, de março de 2017, que pode ser encontrado em http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_R

[Reservas Internacionais.pdf?sequence=1](#). O estudo analisa também o custo de carregamento das reservas pelo país.

devida importância à situação relativamente tranquila das contas externas, em meio à gravidade da situação econômica de modo geral. Isso não quer dizer que o país esteja livre de problemas cambiais. Esses problemas poderão sim surgir a partir da contaminação trazida pelo agravamento do quadro interno, notadamente no que tange à situação das contas públicas. Em particular, a falta de confiança na prevalência de um cenário de sustentabilidade da dívida pública pode provocar movimentos deletérios nos estoques de investimentos no país. Vale lembrar a retratação antes apontada nos fluxos dos investimentos ao país nos últimos anos, excetuando-se os investimentos diretos.

2.5 Dívida externa pública e operações de swap do Banco Central

Feita essa avaliação geral sobre a situação das contas externas no período pós 2013, vale centrar a atenção na exposição externa dos três níveis de governo. A Tabela 7 mostra a dívida externa do setor público, em dezembro de 2016. A dívida total era de US\$ 126,7 bilhões, sendo US\$ 70,4 bilhões do governo geral (União, estados e municípios), US\$ 4 bilhões do Banco Central e o restante de bancos públicos e estatais¹⁶.

TABELA 7. DÍVIDA EXTERNA DO SETOR PÚBLICO - POSIÇÃO EM DEZEMBRO DE 2016 - US\$ MILHÕES

	total (A)	vcto 2017 (B)	curto prazo (C)	D=B+C	% part. (D/A)
Total	126.739,7	10.568,5	5.424,3	15.992,8	12,6
Governo geral	70.363,6	4.180,6	0,0	4.180,6	5,9
Tesouro Nacional	37.117,0	2.615,1		2.615,1	7,0
Estados e municípios	33.246,6	1.565,5		1.565,5	4,7
Banco Central	4.015,4		134,3	134,3	3,3
Empresas públicas	10.676,0	1.886,7		1.886,7	17,7
Bancos	41.684,7	4.501,2	5.290,0	9.791,2	23,5

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Dentro do governo geral, US\$ 37,1 bilhões são de responsabilidade da União e US\$ 33,2 bilhões dos estados e municípios. Não há discriminação dos entes subnacionais, mas depreende-se de outras informações

que grande parte dos US\$ 33,2 bilhões refere-se aos estados. A dívida externa da União corresponde basicamente à emissão de títulos no mercado internacional, enquanto o passivo dos estados e municípios derivam-se operações de crédito externo, especialmente junto a organismos internacionais. Conforme visto no RAF nº 5, p. 35, a dívida externa do governo geral é pouco relevante frente ao total de sua dívida, especialmente no caso da União. Mesmo nos estados e municípios, o passivo externo é pequeno comparado ao principal item de sua dívida que é o passivo junto à União, embora o endividamento externo dos entes subnacionais tenha ganho importância no passado recente, especialmente de 2012 a 2014.

Outra informação importante contida na Tabela 7 diz respeito à dívida externa a vencer em 2017, posição ao final de 2016, incluindo-se aí a dívida de curto prazo e a parcela da dívida de longo prazo a ser amortizada neste ano. Essa parcela da dívida é baixa em relação ao total, especialmente no caso do governo geral e do Banco Central, apenas 5,9% e 3,3%, respectivamente. Quanto às estatais e aos bancos, o percentual é mais alto, 17,7% e 23,5%, respectivamente, mas esses números são baixos comparativamente aos 30% e 68,5% vigentes no setor privado não bancário e bancário, respectivamente.

A dívida externa do setor público é baixa relativamente às reservas internacionais do país, ainda mais se forem desconsiderados os bancos públicos que não integram o setor público para fins de apuração do resultado primário e da dívida pública. Assim, o setor público (com ou sem bancos) é credor externo em termos líquidos. Ao final de 2016, por exemplo, enquanto a dívida externa do setor público não financeiro alcançou US\$ 84,9 bilhões, as reservas internacionais estavam em US\$ 365 bilhões, 4,3 vezes mais. Em vista disso, é oportuno avaliar os efeitos das mudanças na taxa de câmbio sobre a dívida pública.

A dívida externa compõe a dívida pública, enquanto as reservas integram os ativos públicos. Quando ocorre desvalorização cambial, aumenta o valor em real da

¹⁶ Os dados foram retirados do Quadro XXV da Nota para Imprensa – Setor Externo, tal qual a Tabela 6. Existem informações para maio de 2017 em outros quadros da publicação, a exemplo do Quadro XXII. Entretanto, não há discriminação do governo geral entre União e estados e municípios. Ademais, os bancos públicos e as estatais são apresentados em conjunto com o setor privado. De qualquer modo, no

caso do governo geral e Banco Central, pelo menos não houve mudança relevante nos cinco meses. Vale observar também que as estatais não incluem Petrobras e Eletrobras que possuem passivos externos bastante altos em termos absolutos, dado o tamanho dessas empresas.

dívida externa, mas também o valor das reservas internacionais. Assim, como as reservas superam amplamente a dívida, a desvalorização cambial reduz a dívida líquida do setor público, mas eleva a dívida bruta, já que, no primeiro conceito, os ativos são deduzidos do passivo, enquanto, no segundo, não. Tal afirmação vale para o conjunto do setor público não financeiro, mas não necessariamente para cada um dos seus integrantes. Na verdade, só vale para a União, já que as reservas internacionais são desse ente. Já estados, municípios e estatais não possuem ativos corrigidos pela taxa de câmbio, em montante equivalente ao passivo externo, de modo que tanto a dívida líquida quanto à bruta de cada um aumenta com a desvalorização cambial. De qualquer modo, o impacto não é pronunciado, pois a dívida externa das estatais e entes subnacionais não é elevada, conforme visto.

Em relação à União, há que se comentar o efeito das operações de *swap* cambial feitas pelo Banco Central. Essas operações consistem em contratos de troca de rentabilidade de determinado montante (valor nacional), durante o período contratado, usualmente alguns meses. Normalmente, o Banco Central 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 dinheiro, 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 àquele a diferença.

Essas operações destinam-se a oferecer proteção aos agentes econômicos expostos à desvalorização cambial, por conta de empréstimos corrigidos pelo dólar, por exemplo. Em momentos de maior incerteza em relação à evolução da taxa de câmbio, aumenta a demanda dos agentes por essas operações. O Banco Central, por sua vez, as oferece para evitar que a pressão de demanda agrave a incerteza cambial e leve à perda de reservas internacionais. Arrefecidos os ânimos, as operações

podem ser gradualmente desfeitas, já que os prazos contratados são curtos.

Embora possam ser um instrumento útil em momentos de maior incerteza, essas operações reduzem os ganhos da União advindos da desvalorização cambial, pois, quando há perda do valor da moeda nacional, ao mesmo tempo que sobe o valor em real das reservas, há o acerto que o Banco Central precisa fazer junto ao mercado. É claro que as perdas não anulam os ganhos, pois o valor nacional das operações sempre foi muito inferior ao das reservas. O recorde foi de US\$ 100 bilhões, do final de 2014 ao início de 2016, enquanto as reservas mantiveram-se acima de US\$ 350 bilhões no período. De qualquer modo, os ganhos líquidos advindos da desvalorização cambial diminuem por força das operações. O acúmulo de reservas iniciado em meados da década passada se deu a um levado custo fiscal, pois foi financiado por meio do caro endividamento interno. Os ganhos na forma de aumento do valor em real das reservas seria justamente o canal para compensar pelo menos parte desses custos. Ademais, vale registrar, os acertos do Banco Central são feitos, imediatamente, em reais, não importando a trajetória da taxa de câmbio, após o término do contrato de *swap*. Já os ganhos com o aumento do valor em real das reservas não são realizados de modo automático, podendo nem se concretizar caso a desvalorização seja revertida no período seguinte¹⁷.

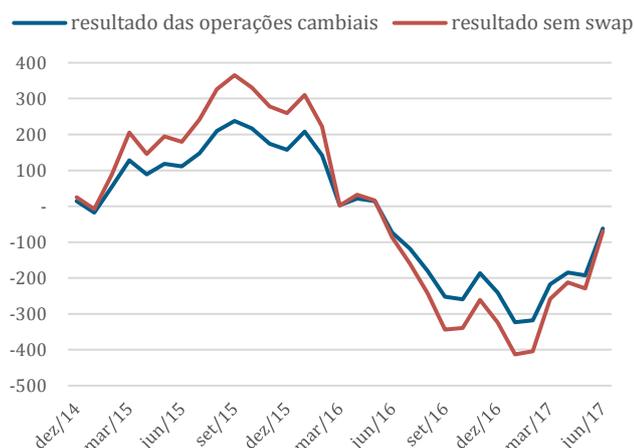
O Gráfico 9 abaixo mostra a evolução, a partir do final de 2013, dos resultados do Banco Central com as operações cambiais, com e sem a inclusão dos *swaps*, no acumulado dos últimos doze meses¹⁸. É possível ver que os *swaps* diminuem as variações do resultado, pois reduzem os ganhos em caso de desvalorização e as perdas em caso de valorização. Por exemplo, em 2015, ano marcado por forte desvalorização cambial, os *swaps* diminuíram o ganho do Banco Central em R\$ 102,6 bilhões. Já em 2016, com a reversão de parte da desvalorização do ano anterior, os *swaps* reduziram as perdas em R\$ 83,8 bilhões.

¹⁷ Em que pese a não realização, os resultados positivos do Banco Central possibilitados pela desvalorização cambial são transferidos ao Tesouro Nacional. Tal procedimento não é o mais adequado e deveria ser corrigido. Ver a respeito do assunto o box apresentado no RAF n° 3, de abril de 2017.

http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1.

¹⁸ Os dados para elaborar o gráfico são retirados do Quadro XLII das Notas para a Imprensa – Política Fiscal, disponível na página eletrônica do Banco Central.

GRÁFICO 9. RESULTADO DAS OPERAÇÕES CAMBIAIS DO BANCO CENTRAL – ACUMULADO EM DOZE MESES – R\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

As operações de *swap* diminuíram bastante em importância desde o início de 2016. A maior proximidade

das duas curvas do Gráfico 9 comprova essa afirmação. O valor nocional caiu de R\$ 426,7 bilhões em fevereiro de 2016, recorde da série, para R\$ 56,9 bilhões em abril de 2017. Tal fato se deveu à menor incerteza em relação à trajetória da taxa de câmbio. Entretanto, dada a fragilidade da economia brasileira e a forte instabilidade política presente no país, não se pode descartar que o valor nocional suba rapidamente novamente, se o Banco Central optar por esse instrumento, em vez da venda de reservas internacionais. Vale observar que, depois de sucessivas quedas desde fevereiro de 2016, o valor nocional voltou a subir: de R\$ 56,9 bilhões em abril para R\$ 92,1 bilhões em junho (até o dia 23). O fato se deveu à maior incerteza em relação à continuidade do atual governo, no âmbito federal, e das reformas econômicas. Ainda não é possível saber se há de fato uma nova tendência, do mesmo modo que não se pode antever o desdobramento da atual crise política.

3. CONJUNTURA FISCAL

3.1 Resultado primário em maio

Em maio, o governo central teve déficit primário de R\$ 29,4 bilhões, pelo critério “acima da linha”¹⁹. Já considerada a inflação, é o pior resultado para o mês em toda a série histórica do Tesouro Nacional, com início em 1997.

TABELA 8. RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL – MAIO (R\$ BILHÕES, A PREÇOS DE MAI/2017)

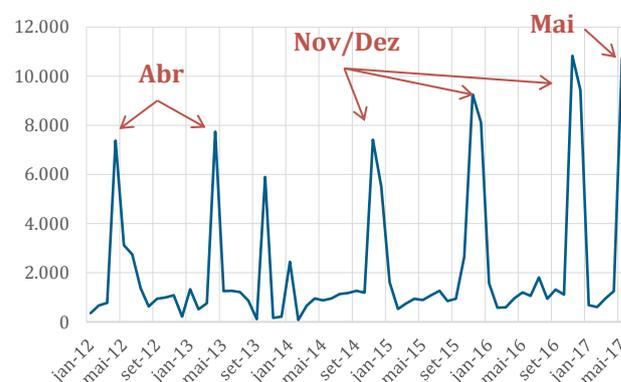
Item	Mensal			Acumulado no Ano		
	mai-17	mai-16	Var.	mai-17	mai-16	Var.
Resultado Primário	-29,4	-16,0	-13,3	-35,0	-24,7	-10,3
Tesouro e Bacen	-11,3	-3,4	-8,0	35,4	27,5	7,9
Previdência Social	-18,0	-12,7	-5,3	-70,4	-52,2	-18,2

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

O desempenho de maio sofreu o impacto do pagamento atípico (para esse mês) de despesas relativas a precatórios e sentenças judiciais. Até 2013, essas despesas eram usualmente pagas no primeiro semestre do ano (em geral, abril) e, a partir de 2014, passaram a ser pagas no final do exercício (em geral, novembro e dezembro). A execução de 2017 sinaliza um possível

retorno ao cronograma original, a depender de como se dará a execução no restante deste exercício.

GRÁFICO 10. EXECUÇÃO DE PRECATÓRIOS E SENTENÇAS JUDICIAIS (R\$ MILHÕES, A PREÇOS DE MAI/2017)



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

A mudança no cronograma de pagamento dos precatórios tende a distorcer as comparações com o ano anterior. No entanto, mesmo descontando esse efeito, o déficit de maio continuaria sendo o maior da série para o mês, R\$ 18,8 bilhões, ainda maior que em 2016. O

¹⁹ Apurado pelo Tesouro Nacional, é obtido por meio do balanceamento entre receitas e despesas primárias.

desempenho no ano também registraria uma piora em relação ao mesmo período do ano passado, com déficit acumulado de R\$ 21,2 bilhões.

Os resultados fiscais continuam repercutindo, em larga medida, a deterioração das contas da previdência. Sem considerar o efeito de precatórios e sentenças judiciais, o déficit previdenciário teria sido de R\$ 12,8 bilhões, pior do que maio de 2016.

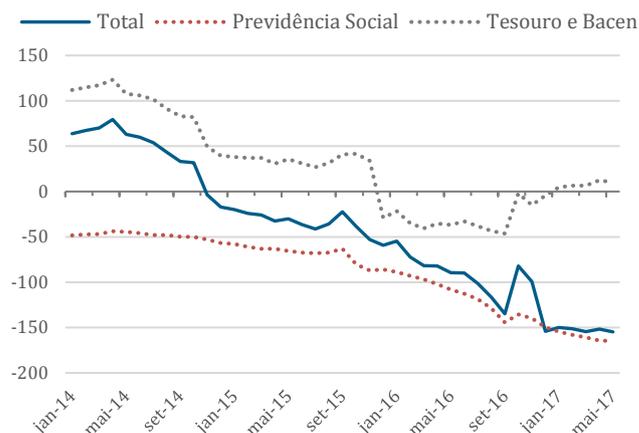
O sólido avanço no déficit previdenciário reflete o importante descasamento das taxas de crescimento de suas receitas e despesas, que registram, já descontada a inflação, recuo de 2,5% e expansão de 5,1%, respectivamente, de janeiro a maio, frente ao mesmo período de 2016.

No acumulado em doze meses, o déficit primário do governo central alcança R\$ 165,5 bilhões (R\$ 154,8 bilhões se não considerarmos o pagamento atípico de precatórios). Vale lembrar que esse valor é muito superior à meta de déficit para o ano, de R\$ 139,0 bilhões.

Mais uma vez, o fraco desempenho global é puxado pelo resultado da previdência, cujo déficit nos últimos doze meses, isoladamente, chega a R\$ 164,8 bilhões. Tesouro Nacional e Banco Central, por sua vez, têm superávit de R\$ 10,1 bilhões.

A evolução do desempenho em doze meses evidencia o agravamento do quadro fiscal nos últimos anos (Gráfico 11). Embora se observe alguma recuperação no resultado do Tesouro Nacional e Banco Central nos últimos meses, com ajustes principalmente pelo lado da despesa, o resultado previdenciário impede que o governo central obtenha avanços mais significativos. O resultado da previdência, que dificilmente se reabilitará em um curto espaço de tempo, tende a reprimir eventuais perspectivas de recuperação mais sólida das contas públicas nos próximos anos.

GRÁFICO 11. RESULTADO PRIMÁRIO ACUMULADO EM 12 MESES – GOVERNO CENTRAL (R\$ BILHÕES)*



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

*Excluído o pagamento atípico de passivos em dezembro de 2015 “pedaladas fiscais” e de precatórios e sentenças judiciais em maio de 2017.

O déficit de maio, recorde para o mês, é a soma dos efeitos da queda da arrecadação federal no período, e do avanço da despesa pública, mesmo quando desconsiderados, neste último caso, os pagamentos atípicos, para maio, de precatórios e sentenças judiciais.

De acordo com os dados divulgados pela Receita Federal do Brasil (RFB)²⁰, queda da arrecadação federal, em maio, foi de 1%, em termos reais, na comparação com maio de 2016. É o desempenho mais baixo para o mês desde 2011.

Esse resultado foi particularmente influenciado pela tributação sobre produção, lucros e faturamento que recuaram, respectivamente, 18,5%, 13,5% e 1,4% em termos reais. A despeito da baixa participação dos tributos sobre produção (em torno de 3% da arrecadação federal, em 2016), seu acentuado recuo no mês teve importante influência no resultado agregado. Já os tributos incidentes sobre lucratividade e faturamento, mais relevantes na composição da arrecadação federal (cerca de 38% da arrecadação federal, em 2016), recuaram 5,5% (ou R\$ 1,8 bilhão) conjuntamente.

Para o acumulado nos cinco primeiros meses deste ano, observa-se modesto crescimento, ainda bastante influenciado pelo elevado recolhimento de royalties e participação especial de petróleo nos meses de janeiro e

²⁰ Análise da Arrecadação das Receitas Federais – Maio de 2017. Disponível em: <http://bit.ly/2rcf1wc>.

abril (até maio, alta de R\$ 6,8 bilhões, ou 90%, em relação ao mesmo período de 2016). Para o acumulado em doze meses, a taxa de crescimento da arrecadação federal é de

0,3% (em termos reais), segundo resultado positivo consecutivo após 29 meses de queda.

TABELA 9. ARRECADAÇÃO FEDERAL (R\$ MILHÕES, A PREÇOS DE MAI/2017)

Base de incidência	Mensal					Acumulado no ano					Variação percentual em 12 meses (t/t-1)		
	part. %	mai-17	mai-16	var.	var. %	part. %	mai-17	mai-16	var.	var. %	mai-17	abr-17	mar-17
Folha de Pagamentos	35,0	34.206	33.925	281	0,8	31,0	169.930	170.460	-530	-0,3	-1,4	-1,8	-2,3
Faturamento	22,2	21.670	21.968	-298	-1,4	20,0	109.665	113.424	-3.759	-3,3	-5,5	-6,0	-6,4
Lucratividade	10,0	9.753	11.279	-1.525	-13,5	17,1	93.782	97.065	-3.283	-3,4	10,7	11,8	14,6
Renda do Trabalho	12,3	11.992	11.115	877	7,9	11,7	64.305	59.876	4.429	7,4	4,1	2,9	1,1
Ganho de Capital	5,2	5.113	5.209	-96	-1,8	5,7	31.268	29.912	1.356	4,5	2,4	1,4	1,0
Importação	3,9	3.813	3.786	27	0,7	3,2	17.666	20.057	-2.391	-11,9	-21,4	-22,7	-24,6
Transações Financeiras	2,7	2.653	2.881	-229	-7,9	2,6	14.250	14.750	-500	-3,4	-9,4	-9,7	-11,2
Produção	2,6	2.534	3.109	-576	-18,5	2,4	13.406	13.641	-235	-1,7	-5,5	-3,3	-5,2
Combustíveis	0,5	497	504	-7	-1,5	0,4	2.382	2.502	-119	-4,8	-5,5	2,2	11,6
Outras Receitas Administradas	3,9	3.844	2.595	1.249	48,1	2,7	14.618	13.983	635	4,5	29,5	25,9	21,0
RECEITAS ADMINISTRADAS	98,3	96.074	96.372	-298	-0,3	97,1	531.272	535.671	-4.399	-0,8	0,2	-0,2	-0,6
Administrada por Outros Órgãos	1,7	1.620	2.272	-652	-28,7	2,9	16.092	9.759	6.333	64,9	8,1	12,4	-9,7
TOTAL	100,0	97.694	98.644	-950	-1,0	100,0	547.365	545.430	1.934	0,4	0,3	0,0	-0,8

Fonte: Receita Federal do Brasil. Elaboração: IFI. ¹ Tributos sobre renda do trabalho: IRPF e IRRF; Tributos sobre lucratividade: IRPJ e CSLL; Tributos sobre faturamento: PIS/PASEP e Cofins; Tributos sobre imposição: II e IPI - vinculado à importação; Tributos sobre produção: IPI (exceto IPI - vinculado à importação); Tributos sobre transações financeiras: IOF e CPMF; Tributos sobre combustíveis: CIDE-combustíveis; Tributos sobre ganho de capital: IRRF - rendimentos de capital e IRRF - residentes no exterior; Tributos sobre folha de pagamentos: CPSS e receita previdenciária.

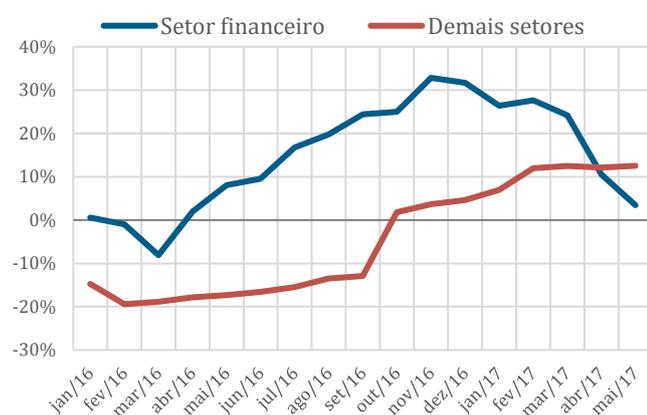
Quanto ao desempenho da arrecadação em doze meses, positivo após longo período em terreno negativo, alguns aspectos merecem maior atenção.

Em primeiro lugar, deve-se destacar que o desempenho não tem sido homogêneo entre todos os setores da economia. Chama a atenção, em especial, o impacto do setor financeiro no resultado recente da arrecadação

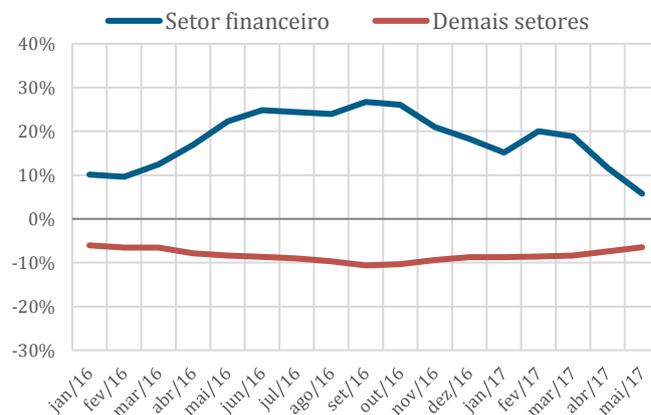
sobre lucros e faturamento. O bom desempenho dessa arrecadação setorial, até o primeiro trimestre do ano, contribuiu para um resultado mais favorável da arrecadação federal. No último bimestre, em contraposição, houve expressiva queda da arrecadação nesse segmento, impactando o desempenho verificado até então.

GRÁFICO 12. VARIAÇÃO PERCENTUAL EM DOZE MESES (EM TERMOS REAIS)

TRIBUTAÇÃO SOBRE LUCROS



TRIBUTAÇÃO SOBRE FATURAMENTO



Fonte: Receita Federal do Brasil. Elaboração: IFI.

No acumulado no ano, a arrecadação proveniente de lucros e faturamento do setor financeiro apresenta uma queda da ordem de 9%, em termos reais. Interessante

notar que esse desempenho contrasta com os dados de lucratividade das principais instituições financeiras. Apenas a título ilustrativo, as quatro maiores instituições

do país tiveram aumento em seus lucros líquidos no primeiro trimestre de 2017 em comparação a 2016²¹. Essa aparente contradição pode estar associada ao regime de tributação a que essas instituições estão submetidas e merece uma investigação mais aprofundada em análises futuras.

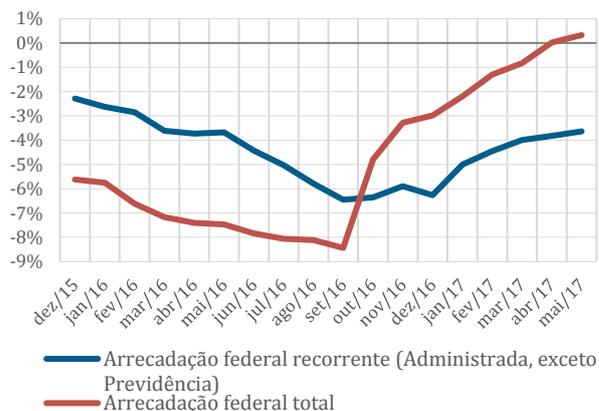
Outra observação importante diz respeito ao impacto das receitas não recorrentes e das receitas administradas por outros órgãos no resultado global da arrecadação.

Essa distinção é particularmente relevante quando se busca identificar uma correlação entre atividade e arrecadação. Isso porque eventos não recorrentes da receita administrada pela RFB e receitas administradas por outros órgãos muitas vezes não estão diretamente ligados à atividade econômica.

Ao expurgar esses efeitos nos dados da RFB, é possível notar que a recuperação da arrecadação é bastante mais suavizada que a revelada pelo dado agregado e oficial. Em doze meses, a análise mostra uma queda real de 4%, ante um crescimento de 0,3% quando considerada a arrecadação federal total (Gráfico 13).

Não por acaso, parcela significativa das receitas administradas, que possuem uma correlação mais direta com a atividade, tem apresentado recuo destacado em 2017. As tributações sobre a lucratividade, faturamento e importação, nos primeiros cinco meses de maio frente a igual período de 2016, têm queda real de 3,4%, 3,3% e 11,9%, respectivamente (Tabela 9).

GRÁFICO 13. VARIAÇÃO PERCENTUAL EM 12 MESES – ARRECAÇÃO TOTAL VERSUS ARRECAÇÃO FEDERAL RECORRENTE (ADMINISTRADA, EX PREVIDENCIÁRIA)



Fonte: Receita Federal do Brasil. Elaboração: IFI.

Os dados apresentados pela RFB, em geral, diferem dos divulgados pelo Tesouro Nacional. Basicamente, isso ocorre porque a apuração da Receita evidencia a arrecadação bruta dos tributos, enquanto o dado do Tesouro é apresentado líquido de restituições, incentivos e compensações. A receita previdenciária, por exemplo, em geral é menor nos demonstrativos do Tesouro, pois é líquida dos repasses ao Sistema S²² (contribuições para fiscais), que figuram apenas nos dados da Receita. A depender da fonte utilizada, essas diferenças podem afetar o cálculo da carga tributária federal (o Box 1 também).

TABELA 10. DIFERENÇA ENTRE DADOS DA RECEITA – RFB X TESOURO NACIONAL (R\$ MILHÕES)

Item	maio-17		
	RFB	Tesouro	Diferença
Administradas	64.409	60.516	3.893
Previdenciária	31.665	29.549	2.116
Não administradas	1.620	9.324	-7.704
Incentivos fiscais	-	0	-
Total	97.694	99.389	-1.695

Fonte: Receita Federal do Brasil e Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Pelo lado da despesa primária, em maio, houve uma elevação real de 12,7% em relação a maio de 2016. No ano, a despesa tem redução de 1,1% na comparação com

²¹ Banco do Brasil: crescimento de 95,6%. Fonte: <https://glo.bo/2sXP5On>. Caixa Econômica Federal: crescimento de 81,8%. Fonte: <https://glo.bo/2sU0SfK>. Itaú Unibanco: crescimento de 9,2%. Fonte: <http://bit.ly/2qxO6s4>.

²² Fazem parte do sistema S: Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial (Senai); Serviço Social do Comércio (Sesc); Serviço Social da

Indústria (Sesi); e Serviço Nacional de Aprendizagem do Comércio (Senac). Existem ainda os seguintes: Serviço Nacional de Aprendizagem Rural (Senar); Serviço Nacional de Aprendizagem do Cooperativismo (Sescoop); e Serviço Social de Transporte (Sest).

igual período de 2016. Como destacamos inicialmente, esse desempenho sofre o impacto do pagamento atípico, para o mês, de despesas relativas a precatórios e sentenças judiciais. Sem essas despesas, o cenário continuaria sendo de expansão na comparação com maio

de 2016, porém bem menos destacado (crescimento real de 2,7%). No ano, a queda real em relação ao mesmo período de 2016 chegaria a 2,9%.

TABELA 11. RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL (R\$ MILHÕES, A PREÇOS DE MAI/2017)

Item	Mensal					Acumulado no Ano					Taxa de crescimento em 12 Meses (t/t-1)		
	part. %	mai-17	mai-16	var.	var. %	part. %	mai-17	mai-16	var.	var. %	mai-17	abr-17	mar-17
Receita Bruta (A)	100,0	99.389	99.970	-581	-0,6	100,0	562.856	572.621	-9.764	-1,7	-1,2	-1,9	-2,6
Administrada	60,9	60.516	60.935	-419	-0,7	63,3	356.015	358.043	-2.028	-0,6	1,3	1,0	0,7
Previdenciária	29,7	29.549	29.265	285	1,0	25,9	145.692	149.413	-3.721	-2,5	-4,3	-5,1	-5,6
Não administrada	9,4	9.324	9.770	-447	-4,6	10,9	61.167	65.176	-4.009	-6,2	-7,2	-9,3	-13,1
Incentivos Fiscais (-)	0,0	0	0	0	-	0,0	-17	-11	-6	-	652	652	576
Transferências a E&M (B)	100,0	21.628	20.937	691	3,3	100,0	98.997	93.052	5.946	6,4	10,0	9,0	7,7
Transferências Constitucionais	77,2	16.702	17.692	-989	-5,6	79,7	78.903	76.539	2.364	3,1	12,0	12,2	10,5
Fundos Constitucionais	3,3	720	690	30	4,3	3,5	3.440	3.259	181	5,6	8,3	9,1	9,3
Salário Educação	4,4	941	955	-14	-1,4	5,5	5.417	5.553	-135	-2,4	-4,0	-4,4	-4,7
Compensações Financeiras	14,9	3.227	1.574	1.653	105,0	10,2	10.119	6.701	3.417	51,0	2,2	-10,2	-12,5
CIDE – Combustíveis	0,0	0	0	0	-	0,8	836	774	62	-	7,4	7,4	67,5
Demais	0,2	37	26	11	43,1	0,3	283	226	57	25,2	-0,6	-2,0	-1,2
Receita Líquida (C=A-B)	-	77.761	79.033	-1.272	-1,6	-	463.859	479.569	-15.710	-3,3	-3,3	-3,9	-4,6
Despesa Total (D)	100,0	107.132	95.068	12.064	12,7	100,0	498.841	504.225	-5.384	-1,1	-2,1	-3,2	-3,5
Pessoal	24,1	25.782	19.740	6.042	30,6	23,1	115.246	103.126	12.120	11,8	5,2	2,5	1,7
Transferência de Renda	54,0	57.877	51.906	5.971	11,5	55,2	275.270	261.423	13.847	5,3	6,2	5,6	5,5
Benefícios Previdenciários	44,4	47.574	41.944	5.630	13,4	43,3	216.048	201.586	14.462	7,2	7,9	7,4	7,4
Abono e Seguro Desemprego	3,1	3.285	3.361	-77	-2,3	5,0	24.704	26.901	-2.197	-8,2	-6,3	-6,7	-7,3
Benefícios assistenciais	4,3	4.615	4.286	329	7,7	4,5	22.329	21.183	1.146	5,4	6,3	6,2	6,1
Bolsa Família	2,2	2.403	2.315	88	3,8	2,4	12.188	11.753	436	3,7	13,6	3,9	1,1
Subsídios e Subvenções (ampliado) ¹	1,6	1.680	1.770	-90	-5,1	3,5	17.640	27.193	-9.553	-35,1	-62,3	-63,1	-64,3
Discricionárias (exceto Bolsa Família)	14,7	15.727	14.499	1.228	8,5	13,4	66.672	76.872	-10.200	-13,3	5,7	4,7	6,6
Legislativo, Judiciário, MPU e DPU	1,0	1.021	1.111	-89	-8,1	0,8	4.200	5.068	-867	-17,1	-2,8	-4,2	-2,4
PAC (exceto MCMV)	2,1	2.301	1.928	373	19,4	1,4	7.154	14.592	-7.438	-51,0	-13,4	-16,5	-8,4
Créditos Extraordinários (exceto PAC)	0,1	82	357	-276	-77,1	0,1	368	2.205	-1.837	-83,3	-69,5	-65,4	-63,2
Precatórios e Sentenças Judiciais	0,7	739	134	605	451,8	0,3	1.250	590	660	111,7	2,9	-2,1	-2,3
Outras de Custeio	1,8	1.923	3.624	-1.701	-46,9	2,2	11.040	13.156	-2.116	-16,1	-29,0	-24,0	-27,4
Resultado Primário (C-D)	-	-29.371	-16.035	-13.336	-83,2	-	-34.981	-24.656	-10.325	-41,9	-7,1	-3,2	-5,6
Tesouro Nacional e Banco Central	-	-11.346	-3.356	-7.991	-238,1	-	35.375	27.518	7.858	28,6	110,9	131,4	115,9
Previdência Social	-	-18.025	-12.680	-5.345	-42,2	-	-70.357	-52.174	-18.183	-34,9	-47,9	-50,5	-55,1

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

¹ Subsídios e subvenções (ampliado): equivale ao item "IV.3.20 Subsídios, Subvenções e Proagro" do Resultado do Tesouro, somado aos itens "IV.3.4 Auxílio CDE", "IV.3.9 Desoneração MP 540/11, 563/12 e 582/12" e "MCMV".

Aspecto a se destacar, passados os cinco primeiros meses do ano, é a redução expressiva na execução das despesas discricionárias. Essa contração é, em boa medida, decorrência natural da necessidade de contenção de despesas primárias em face da meta de resultado para o exercício. Sem o auxílio esperado da arrecadação e a dinâmica perversa das despesas obrigatórias da União, as despesas discricionárias se tornam a variável de ajuste preferencial para efeitos mais imediatos na despesa pública (no box sobre a margem fiscal também exploramos esse assunto).

Os dados divulgados por meio do Resultado do Tesouro Nacional de maio²³ consideram, entre as despesas discricionárias, algumas despesas, a rigor, de natureza obrigatória, pois não estão sujeitas a contingenciamento no exercício. Além disso, algumas despesas dos Ministérios da Educação e Saúde, a despeito de serem discricionárias, deverão ser executadas para fins de cumprimento dos pisos constitucionais nessas áreas.

Quando levamos em conta apenas as despesas discricionárias, no sentido legal (as que podem ser objeto de contingenciamento), e excluindo as destinadas a

²³ Resultado do Tesouro Nacional – maio de 2017. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt_PT/resultado-do-tesouro-nacional.

manutenção e desenvolvimento do ensino ou ações e serviços públicos de saúde, o universo é bem menor que o divulgado pelo Tesouro Nacional e mais fiel à verdadeira margem de flexibilidade do governo para conter a execução das despesas.

Esse subconjunto teve expressiva redução nos cinco primeiros meses do ano, em comparação com o mesmo período de 2016, já descontada a inflação (37,3%). Esse recuo é sentido por quase todos os órgãos da administração pública federal (Tabela 12 a seguir).

Em alguns ministérios a redução foi quase total no período. Citam-se, como exemplo, os ministérios da Pesca e Aquicultura (95,3%), Minas e Energia (87,5%), Vice-Presidência da República (78%) e Esporte (74,8%). Entre os mais relevantes, do ponto de vista orçamentário, também se observam cortes significativos. O Ministério das Cidades, por exemplo, apresenta recuo de 55,2%, enquanto Defesa tem queda de 42,5%.

Esses últimos órgãos, em particular, possuem boa parte do orçamento destinada a investimentos, parcela geralmente sensível a contenções pelo lado da despesa. Vale lembrar, nesse aspecto, que o PAC tem queda real de 51% no período em análise.

Por todo o exposto, permanece válido o que temos destacada em edições passadas do RAF. Apesar do essencial esforço de contenção das despesas primárias, seu elevado comprometimento com gastos obrigatórios e o efeito negativo do ciclo econômico sobre as receitas fiscais têm limitado o processo de consolidação fiscal. A esperada reação dos indicadores de atividade econômica deverá ter contribuição modesta na arrecadação deste ano diante dos efeitos defasados desta relação. Na ausência de receitas não recorrentes, como concessões e outorgas, vendas de ativo, dentre outras, os resultados fiscais a curto prazo poderão não ser suficientes para retomar o caminho do equilíbrio fiscal.

TABELA 12. EXECUÇÃO DAS DESPESAS DISCRICIONÁRIAS DE JANEIRO A MAIO (R\$ MILHÕES, A PREÇOS DE MAI/2017)*

Órgão	2016 (A)	2017 (B)	Var. (B-A)	Var. %
PODER EXECUTIVO	38.337	23.577	-14.760	-38,5%
MINISTÉRIO DAS CIDADES	4.670	2.092	-2.579	-55,2%
MINISTÉRIO DOS TRANSPORTES, PORTOS E AVIAÇÃO CIVIL	6.621	4.136	-2.485	-37,5%
MINISTÉRIO DA DEFESA	5.826	3.348	-2.477	-42,5%
MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA	1.263	158	-1.104	-87,5%
MINISTÉRIO DA CIÊNCIA, TECNOLOGIA, INOVAÇÕES E COMUNICAÇÕES	2.416	1.528	-888	-36,7%
MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO SOCIAL E AGRÁRIO	2.326	1.522	-803	-34,5%
MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO	3.608	2.969	-639	-17,7%
MINISTÉRIO DO ESPORTE	739	187	-553	-74,8%
MINISTÉRIO DA INTEGRAÇÃO NACIONAL	1.941	1.405	-537	-27,6%
ENCARGOS FINANCEIROS DA UNIÃO	1.010	533	-477	-47,2%
MINISTÉRIO DA FAZENDA	1.569	1.234	-335	-21,3%
OPERAÇÕES OFICIAIS DE CRÉDITO	487	157	-330	-67,8%
MINISTÉRIO DA AGRICULTURA, PECUÁRIA E ABASTECIMENTO	694	381	-313	-45,1%
MINISTÉRIO DA SAÚDE	806	508	-297	-36,9%
MINISTÉRIO DO TRABALHO	639	349	-290	-45,4%
MINISTÉRIO DA JUSTIÇA E CIDADANIA	1.243	969	-274	-22,1%
MINISTÉRIO DA INDÚSTRIA, COMÉRCIO EXTERIOR E SERVIÇOS	320	146	-174	-54,4%
MINISTÉRIO DO TURISMO	243	146	-98	-40,1%
MINISTÉRIO DA CULTURA	292	215	-77	-26,3%
MINISTÉRIO DO MEIO AMBIENTE	272	217	-55	-20,3%
MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, DESENVOLVIMENTO E GESTÃO	373	346	-27	-7,3%
MINISTÉRIO DA PESCA E AQUICULTURA	21	1	-20	-95,3%
SECRETARIA DE ASSUNTOS ESTRATÉGICOS	12	0,0	-12	-100,0%
SECRETARIA DA MICRO E PEQUENA EMPRESA	10	-	-10	-100,0%
MINISTÉRIO DA TRANSPARÊNCIA, FISCALIZAÇÃO E CONTROLADORIA-GERAL DA UNIÃO	34	24	-10	-28,5%
ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO	155	150	-6	-3,6%
GABINETE DA VICE-PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA	1	0,3	-1	-78,0%
TRANSFERÊNCIAS A ESTADOS, DISTRITO FEDERAL E MUNICÍPIOS	2	6	4	199,1%
PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA	360	370	10	2,7%
MINISTÉRIO DAS RELAÇÕES EXTERIORES	381	479	98	25,7%
PODER LEGISLATIVO	492	393	-100	-20,2%
CÂMARA DOS DEPUTADOS	252	204	-47	-18,8%
SENADO FEDERAL	149	109	-41	-27,3%
TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO	91	79	-11	-12,6%
PODER JUDICIÁRIO	2.171	1.686	-485	-22,3%
JUSTIÇA DO TRABALHO	719	535	-184	-25,6%
JUSTIÇA FEDERAL	590	459	-131	-22,2%
JUSTIÇA DO DISTRITO FEDERAL E DOS TERRITÓRIOS	148	93	-54	-36,7%
JUSTIÇA ELEITORAL	479	437	-42	-8,8%
SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA	94	68	-26	-27,8%
CONSELHO NACIONAL DE JUSTIÇA	47	21	-26	-54,5%
SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL	69	52	-17	-24,5%
JUSTIÇA MILITAR DA UNIÃO	26	21	-5	-18,5%
MINISTÉRIO PÚBLICO DA UNIÃO	478	354	-124	-25,9%
MINISTÉRIO PÚBLICO DA UNIÃO	466	343	-123	-26,4%
CONSELHO NACIONAL DO MINISTÉRIO PÚBLICO	12	11	-1	-5,5%
DEFENSORIA PÚBLICA DA UNIÃO	0,1	0,0	0	-74,3%
TOTAL GERAL	41.477	26.010	-15.468	-37,3%

Fonte: Siga Brasil. Elaboração: IFI.

* Considera o pagamento das despesas primárias discricionárias, exceto recursos destinados a manutenção e desenvolvimento do ensino e ações e serviços públicos de saúde.

Box 1. Carga tributária

A carga tributária bruta (CTB), apurada pela Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB), atingiu 32,66% do PIB em 2015. Frente ao ano imediatamente anterior, houve avanço marginal de 0,24 pontos de percentagem do PIB (de 32,42% do PIB). Como desde a última divulgação da carga, em setembro do ano anterior, houve atualizações importantes no cálculo do PIB nominal pelo IBGE, torna-se válido atualizá-lo. De forma adicional e oportuna, é interessante estimar a carga tributária, retroativamente inclusive, bem como avaliar a dinâmica de seus componentes mais relevantes.

Quanto à atualização do PIB nominal, houve avanço de 1,6% entre 2014 e 2015 em relação à métrica anterior do IBGE, de tal forma que a CTB como proporção do PIB recuou para 31,91% (ante 32,42%) e 32,13% do PIB (ante 32,66%). Contudo, o recuo da carga tributária, em prazo maior, revela que a perda de arrecadação tem sido gradual e contínua desde, pelo menos, 2007. A retração foi de tal magnitude que, no acumulado em doze meses findos em maio deste ano, a carga tributária das três esferas de governo retrocedeu para 31,5% do PIB, nível próximo do verificado em 2003 (de 31,1%).

Antes de prosseguir, vale notar que nossa medida foi construída com grande parte dos dados já realizados tanto para a esfera federal quanto estadual, para 2016 e 2017. Para a esfera federal, a fonte de dados utilizada foi a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), cujos dados realizados cobrem aproximadamente 87% de sua carga tributária. Para os dados de arrecadação de ICMS, IPVA e ITCD, a fonte de dados utilizada foi o boletim de ICMS do Confaz, que cobre cerca de 90% da carga dos estados. Essa prática tende a ampliar a aderência das estimativas ao número oficial, a ser futuramente divulgado pela RFB. Apenas os dados residuais da esfera federal e aqueles relativos à carga municipal foram mantidos como proporção do PIB verificados em 2015, premissa que tende a produzir impacto modesto uma vez que a participação dessa esfera na carga global é de apenas 6,5%.

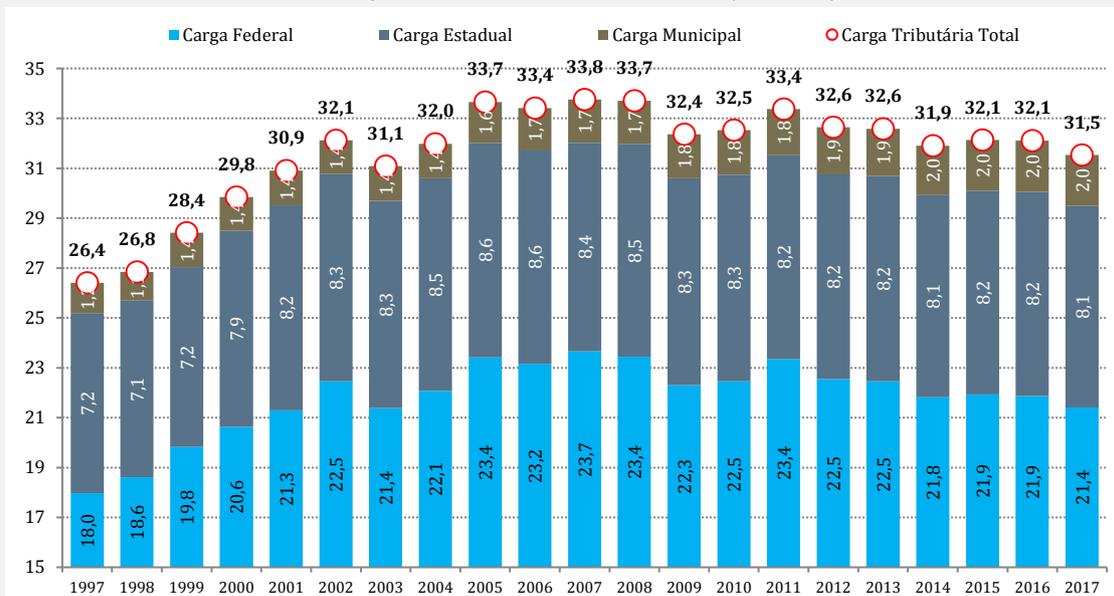
Como cerca de dois terços da CTB é atribuída à esfera federal, sua dinâmica é particularmente relevante na análise do indicador global, seguida pelos estados, que respondem por aproximadamente 25%. Nos últimos 20 anos, os dados mostram que há **três grandes e destacados períodos: o primeiro, de 1997 a 2004; o segundo, de 2005 a 2011 e o terceiro, a partir de 2012**. Enquanto o primeiro foi marcado pelo notável crescimento da carga tributária, de 5,6 pontos de percentagem do PIB (de 26,4% em 1997 para 32% do PIB em 2004), o segundo chama atenção pela relativa estabilidade no patamar de 33,3% do PIB, em média, de 2005 a 2011 (a despeito da queda em 2009 e 2010). A partir de 2012, quando a economia passou a desacelerar, houve desempenho cada vez mais anêmico da carga tributária, evidenciado no gráfico a seguir.

Do ponto de vista da composição da carga tributária federal, nota-se o descasamento dos recursos arrecadados pelo orçamento fiscal (compostos, notadamente, por impostos) e da seguridade social (compostos, notadamente, por contribuições). Enquanto o primeiro tem se mantido estável e na vizinhança de 8% do PIB, desde 2009, o segundo tem recuado sistematicamente desde 2007, após extinção da CPMF. A despeito da elevação das alíquotas de IOF, como forma de compensar a extinção da CPMF, a perda fiscal líquida foi de 1 ponto de percentagem do PIB.

De maneira objetiva, apesar do recuo do IPI e do IOF, nos últimos anos, a estabilidade observada na carga do orçamento fiscal deve-se, sobretudo, às retenções na fonte do imposto de renda, reflexo de suas regras particulares de tributação. Já a carga tributária da seguridade social sustentou firme desempenho até o período em que seu principal *driver*, o mercado de trabalho e consumo das famílias, produziu externalidades positivas na arrecadação previdenciária e dos tributos incidentes sobre o faturamento das empresas (PIS/Cofins). Naturalmente, as

mudanças feitas no período anterior, em 2002 no PIS/Pasep e, em 2003, na Cofins, também contribuíram para o movimento de mudança de nível das receitas da seguridade.

EVOLUÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA BRUTA (% DO PIB)



Fonte: Secretarias da Receita Federal (RFB) e do Tesouro Nacional (STN) e Banco Central do Brasil. (BCB) Elaboração e projeções: IFI.

Ainda no tocante ao orçamento da esfera federal, merece destaque a evolução de tributos não associados ao orçamento fiscal e da seguridade social. Dentre o volume de demais receitas consideradas na apuração da CTB pela metodologia da RFB, destacam-se os tributos constantes do chamado **orçamento parafiscal, que nem sempre se traduzem em funding para o custeio de despesas primárias**. Esse é o caso, por exemplo, das contribuições para o FGTS e para o Sistema S que, apesar de comporem a métrica de carga fiscal, não financiam a execução orçamentária de gastos com efeito no resultado primário do governo central. Essa dicotomia, importa ressaltar, pode produzir interpretações nem sempre fidedignas a respeito da evolução da CTB que realmente importam para efeito de sustentação dos saldos fiscais primários.

Sem a pretensão de esgotar o tema neste sintético Box²⁴, é válido notar que apesar da receita bruta do Tesouro Nacional caminhar bastante próxima da CTB, ela é menor em cerca de 0,6 ponto de porcentagem do PIB (em média). Quando descontadas as transferências para estados e municípios, a receita líquida do Tesouro Nacional – que importa, ao fim e ao cabo, para o resultado primário – é inferior a CTB em aproximadamente 4 pontos de porcentagem do PIB. Em resumo, apesar da necessidade de esquadrihar melhor o tema, é importante chamar atenção e levantar o debate de que há tributos constantes na composição da carga tributária que não necessariamente financiam gastos ou influenciam o saldo fiscal primário, como é o caso das contribuições parafiscais supracitadas (Sistema S e FGTS). A tabela a seguir enumera a evolução da CTB, por esfera e composição, nas duas últimas décadas.

Enquanto a **carga tributária** da esfera federal recou para níveis próximos de 2003 (~21% do PIB), na esfera **estadual o retrocesso se aproximou do ano 2000 (7,9% do PIB)**. Na margem, os dados apontam para 8,1% do PIB de carga estadual. Assim como na esfera federal, a dinâmica da carga tributária estadual pode ser dividida em três períodos: de ascensão, nos anos de 1997 a 2003; relativa estabilidade, de 2004 a 2008; e declínio a partir de 2009.

²⁴ Adiantamos que, no futuro próximo, a IFI fará estudo especial dedicado exclusivamente a este tema.

Em todos os períodos, a dinâmica (positiva ou negativa) foi determinada pela arrecadação do principal tributo estadual, o ICMS, que responde por aproximadamente 80% do total estadual. O *funding* estadual só não foi pior nesse período em razão da aceleração, acima do PIB, da arrecadação de IPVA, que saiu de 0,4%, em 1997, para cerca de 0,6% do PIB no período corrente. Por fim, é ainda notável a robusta aceleração da arrecadação do *imposto sobre transmissão de causa mortis e doação* (ITCMD), que saiu de menos de R\$ 1 bilhão em 2005 para cerca de R\$ 8 bilhões em 2016 e 2017, apesar de seu reduzido impacto como proporção do PIB. Em suma, o retrocesso do volume de receitas estaduais tem intensa relação com o ICMS, tributo complexo e que tem apresentado gradual obsolescência.

EVOLUÇÃO E COMPOSIÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA BRUTA (% DO PIB)

Item	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17
Arrecadação Total	26,4	26,8	28,4	29,8	30,9	32,1	31,1	32,0	33,7	33,4	33,8	33,7	32,4	32,5	33,4	32,6	32,6	31,9	32,1	32,1	31,5
Esfera Federal	18,0	18,6	19,8	20,6	21,3	22,5	21,4	22,1	23,4	23,2	23,7	23,4	22,3	22,5	23,4	22,5	22,5	21,8	21,9	21,9	21,4
Orçamento Fiscal	6,8	7,4	7,8	7,6	7,7	8,2	7,2	7,1	7,7	7,7	8,0	8,9	7,8	7,9	8,4	7,9	7,9	7,7	7,9	8,0	8,0
Imposto de Renda	4,1	4,8	5,1	5,0	5,3	6,1	5,4	5,2	5,7	5,6	5,9	6,2	5,7	5,5	5,8	5,5	5,6	5,5	5,7	6,1	6,2
Pessoas Físicas	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
Pessoas Jurídicas	1,3	1,2	1,2	1,4	1,2	2,1	1,8	1,9	2,2	2,2	2,4	2,5	2,3	2,1	2,2	1,9	2,1	1,9	1,7	2,1	2,1
Retido na Fonte	2,5	3,3	3,6	3,3	3,8	3,7	3,2	3,0	3,2	3,1	3,0	3,2	3,0	2,9	3,2	3,1	3,1	3,2	3,5	3,5	3,5
IPI	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,3	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7
IOF	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,29	0,65	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5
Demais	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7
Orçamento Seguridade Social	9,1	8,9	9,8	11,0	11,4	11,6	11,7	12,6	13,1	12,9	13,1	12,1	12,0	12,0	12,4	12,1	12,0	11,5	11,2	11,0	10,6
Previdência Social	4,6	4,7	4,4	4,6	4,6	4,8	4,7	4,8	5,0	5,1	5,2	5,3	5,5	5,5	5,6	5,6	5,5	5,5	5,3	5,1	4,9
COFINS	1,9	1,8	2,8	3,2	3,5	3,4	3,4	4,0	4,0	3,7	3,7	3,8	3,5	3,6	3,8	3,6	3,7	3,4	3,3	3,3	3,1
CPMF	0,7	0,8	0,7	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CSLL	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	1,1	1,2	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,1	1,1
PIS/PASEP	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
CPSS	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Demais	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Demais Orçamentos	2,0	2,3	2,2	2,1	2,2	2,6	2,5	2,4	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,8	2,8	2,8
Contribuição para o FGTS	1,4	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0
Salário Educação	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Sistema S	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
CIDE (Combustíveis e remessa)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,3	1,1	1,1	1,0	0,7	0,6	0,7	0,7	0,3	0,2	0,1	0,3	0,5	0,4
Demais	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Esfera Estadual	7,2	7,1	7,2	7,9	8,2	8,3	8,5	8,6	8,6	8,4	8,5	8,3	8,3	8,3	8,2	8,2	8,2	8,1	8,2	8,2	8,1
ICMS	6,3	6,1	6,2	6,9	7,2	7,1	7,0	7,1	7,1	6,9	7,1	6,8	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,6	6,6	6,6	6,5
IPVA	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
ITCD	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Demais	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Esfera Municipal	1,2	1,1	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
ISS	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
IPTU	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
ITBI	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Demais	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Fonte: Secretarias da Receita Federal (RFB) e do Tesouro Nacional (STN) e Banco Central do Brasil. (BCB) Elaboração: IFI.

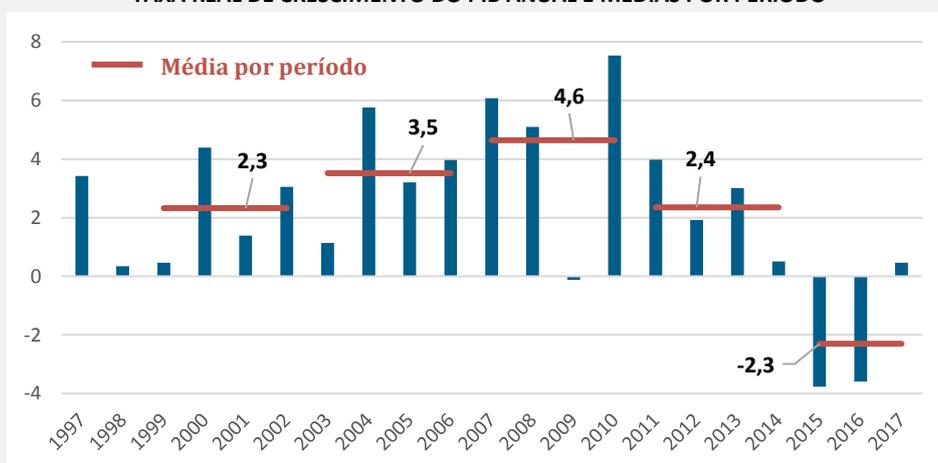
Quanto aos municípios, a série temporal permite-nos identificar uma situação de estabilidade de 1999 a 2004 (de 1,4% do PIB, em média) e, em seguida, de expansão continuada como proporção do PIB em todo o período, mesmo naqueles em que houve menor crescimento econômico (a partir de 2012). A grande âncora da ampliação da carga municipal foi, particularmente, o imposto sobre serviços (ISS), equivalente a quase 50% dos tributos arrecadados.

Com exceção da dinâmica observada nos municípios, que experimentaram avanço mesmo em períodos de baixo crescimento econômico, principal *driver* para ampliação das receitas dos governos, é natural esperar que a dinâmica observada nas esferas federal e estadual sofram destacada influência do ritmo de expansão da economia. Há, portanto, componente pró-cíclico da carga tributária, que avança (recua) em períodos de maior (menor) crescimento econômico, componente que deve, naturalmente, ser levado em consideração nas avaliações acerca da evolução da CTB.

Conforme destacamos no RAF de abril, em seção dedicada ao estudo da sensibilidade da arrecadação à atividade econômica²⁵, a aceleração do ritmo de crescimento econômico e suas externalidades positivas no mercado de trabalho, que experimentou robusto avanço tanto da formalidade quanto do rendimento médio da população ocupada (e, portanto, da massa salarial), tiveram fundamental importância na firme e positiva dinâmica de crescimento das receitas fiscais. Em suma, a avaliação do avanço da carga tributária ou do peso morto da tributação sobre o bem-estar da sociedade demanda, além de sua indispensável quantificação, uma avaliação qualitativa que busque isolar elevações ativas (e passivas) bem como aquelas decorrentes da pró-ciclicidade da CTB ao crescimento econômico, seu principal vetor. Nesse sentido, o gráfico a seguir revela o avanço econômico nos últimos 20 anos.

Não obstante a correlação positiva entre crescimento e carga tributária, importa registrar que, no início do processo de correção do agudo desequilíbrio das contas públicas – condição necessária para a estabilidade de preços da economia – entre meados da década de 90 e início dos anos 2000, parte do avanço da carga tributária se deu através da criação e ou ampliação ativa de tributos. A majoração da carga tributária, portanto, foi também um dos caminhos (necessários) perseguidos no princípio do movimento de convergência para o equilíbrio do orçamento público. Na direção oposta, entretanto, é possível reduzir ativamente a carga tributária através de políticas de renúncia fiscal. Esse foi o caminho percorrido de forma mais evidente a partir de 2009, através da concepção de uma atuação anticíclica da política fiscal, via políticas de desonerações tributárias.

TAXA REAL DE CRESCIMENTO DO PIB ANUAL E MÉDIAS POR PERÍODO



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) Banco Central do Brasil (BCB). Elaboração: IFI.

Tomando dados dos demonstrativos de gasto tributário²⁶, que apontam uma estimativa dos gastos indiretos do governo realizados através do sistema tributário em cada período, o volume de renúncia fiscal tem sido sistematicamente crescente ao longo da última década. Ressalvados os detalhes em torno das mudanças metodológicas realizadas pela RFB, ao longo do tempo, é notório que há muito trabalho a ser feito em torno desse tema. Enquanto a renúncia fiscal era de 1,6% do PIB (ou cerca de R\$ 15 bilhões), em 1997, os números mais recentes apontam para 4,8% do PIB (ou cerca de R\$ 300 bilhões) em 2017.

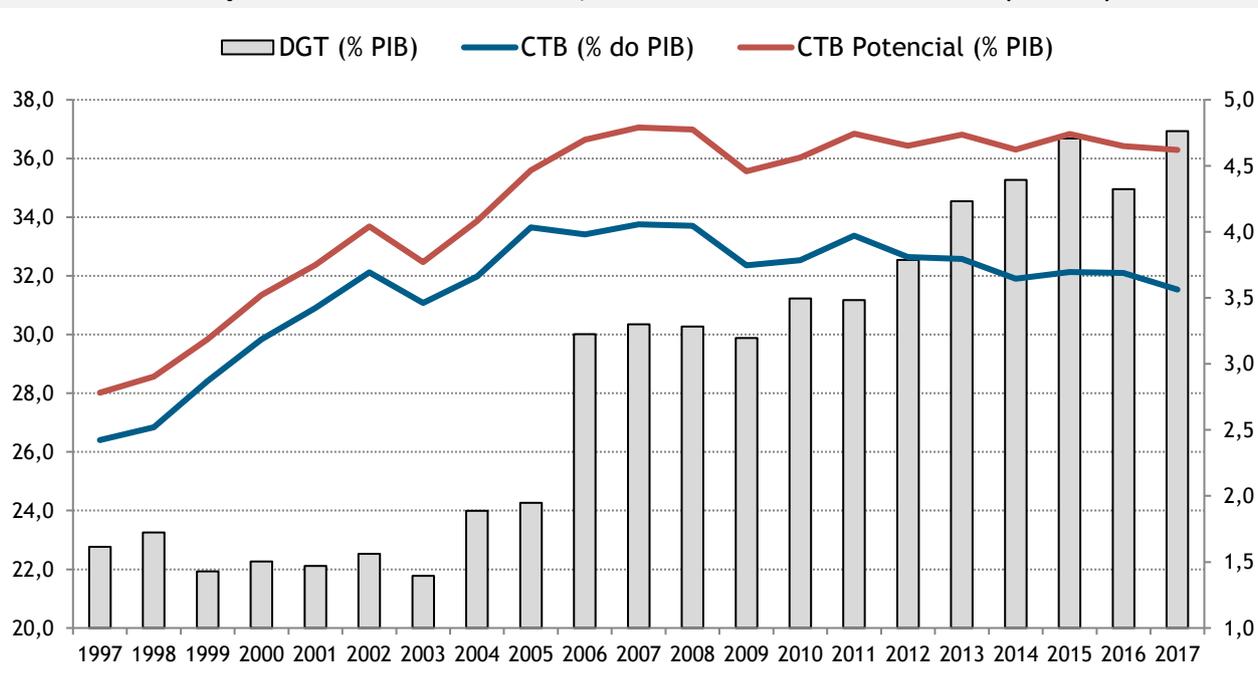
Há, portanto, duas questões relevantes em torno da evolução da carga tributária bruta (CTB): a primeira, relativa ao tamanho da resposta da arrecadação ao impulso do crescimento econômico, tema que guarda estrita relação com a sensibilidade dos coeficientes dessa relação causa e efeito, assim como da consideração de tributos para-fiscais na métrica da CTB que não possuem relação direta com o financiamento de despesas primárias e, portanto, com o resultado primário do governo central; e, a segunda, relacionada ao gigantismo das renúncias de receita promovidas

²⁵ Para maiores detalhes, acesse: <http://bit.ly/2tUTm5v>

²⁶ Disponíveis em: <http://bit.ly/2uNrVXS>

pelas desonerações tributárias. Esta última, em particular, reduz a carga tributária potencial do setor público e exerce pressão adicional sobre o financiamento do estado e execução das políticas públicas, assim como do equilíbrio orçamentário. A conjugação da CTB com o volume de renúncia de receitas é evidenciado no gráfico abaixo.

EVOLUÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA BRUTA, POTENCIAL E DOS GASTOS TRIBUTÁRIOS (% DO PIB)



Fonte: Secretarias da Receita Federal (RFB) e do Tesouro Nacional (STN) e Banco Central do Brasil. (BCB) Elaboração: IFI.

Além de reduzir a arrecadação potencial do setor público, as renúncias fiscais ensejam questão adicional: uma vez que se configuram como gastos indiretos realizados através do sistema tributário, é fundamental conhecer tanto seu multiplicador quanto seu impacto através de **avaliações de custo-benefício**. De outra forma, significa dizer que é fundamental avançar na **agenda de avaliação das políticas públicas**, quer sejam reflexo de **gastos diretos** da administração pública (como as políticas de transferência de renda, educacionais, e de saúde, por exemplo) quer de **gastos indiretos**, via sistema tributário. Essa pauta, além de racionalizar a utilização dos escassos recursos públicos, contribuirá, descontinuando políticas ineficazes e de baixo impacto, com o ajuste fiscal tão imperativo à sociedade brasileira.

4. AS DUAS REGRAS FISCAIS VIGENTES E OS RESULTADOS OBTIDOS

No Relatório de Acompanhamento Fiscal de fevereiro, mostramos que o governo possui, atualmente, duas regras fiscais que não estão inteiramente articuladas. Discutiremos, a seguir, a convivência entre as metas de resultado primário, fixadas na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), e o chamado teto de gastos (Emenda Constitucional nº 95/2016).

Em seguida, apresentaremos os últimos dados fiscais abaixo da linha, que indicam interrupção do movimento

de deterioração mais intenso observado até o final do ano passado.

4.1 Duas metas em vigência com objetivos diferentes

A meta de resultado primário, criada em 1998, foi idealizada com o objetivo de levar o setor público a produzir resultados compatíveis com o objetivo de estabilizar a relação dívida/PIB e, em um segundo momento, reduzi-la. O teto de gastos (Emenda

Constituição nº 95/2016), por sua vez, visa auxiliar na melhoria dos resultados fiscais, criando – ao longo do tempo – uma redução permanente dos gastos como proporção do PIB.

A regra para o teto tem sido mal compreendida. Ela não é um instrumento para produzir resultados fiscais imediatos, mas, sim, para colaborar na recuperação do equilíbrio fiscal a médio e a longo prazo. Evidentemente, seu sucesso dependerá de mudanças estruturais nas despesas obrigatórias. Mostramos, com o cálculo da margem fiscal – conceito estabelecido em RAFs anteriores – que o espaço para cortes dos gastos discricionários é relativamente reduzido e decrescente. Medidas de gestão, inclusive a renegociação de contratos, importam, mas – isoladamente – são insuficientes, dado o tamanho do ajuste a ser feito.

No ano corrente – e por mais quatro ou cinco anos, ainda – o teto não gerará uma restrição efetiva para o comportamento da despesa. Em 2018, por exemplo, mesmo que os gastos primários totais cresçam acima da inflação corrente, como projetado pela IFI, o teto de gastos será respeitado. Explicaremos a seguir.

A regra do teto limita a evolução do gasto à inflação passada de uma maneira particular. A variação do IPCA acumulado em 12 meses até junho do ano anterior não recai sobre o gasto realizado no exercício anterior, mas, sim, sobre a despesa de 2016 corrigida, ano após ano. Isto é, para conhecer a meta de despesa de um determinado ano, basta aplicar sobre as despesas do ano base a variação da inflação observada no período.

Fizemos um exercício de simulação para avaliar os efeitos do teto a curto e a longo prazo. Na primeira coluna da Tabela 13, podemos observar os valores do teto para as despesas (A), desde 2017. Esses valores mudam apenas de acordo com as premissas utilizadas para o IPCA. Na segunda coluna, vemos as despesas sujeitas ao teto (B).

Assumimos que o governo contingenciará, ano a ano, a parte da chamada margem fiscal passível de corte mais imediato. A necessidade de cortes se deve à presença da regra de resultado primário. Como discutido no RAF de maio, assumimos que há uma despesa fixa de R\$ 70

bilhões – estimativa da parcela da margem fiscal que seria incomprimível²⁷. Isto é, o governo contingenciará uma parte da margem fiscal, equivalente ao que excedesse esse valor permanente de R\$ 70 bilhões.

O resultado observado na coluna C aponta que o teto de gastos passa a ser uma restrição mais efetiva a partir de 2020. Já havíamos apontado conclusão correlata nas edições anteriores deste relatório.

Para 2018, se o governo decidisse seguir apenas a regra do teto, as despesas primárias poderiam crescer entre 6% e 7%, no respectivo exercício. Trata-se de percentuais superiores à inflação acumulada até junho de 2017 medida pelo IPCA (3,0%). O teto, entretanto, estaria respeitado, uma vez que o gasto ficaria em R\$ 1,341 trilhão, superior em 3,0% ao teto de 2017 (R\$ 1,302 trilhão).

Para ter claro: a variação do teto está restrita à inflação; mas **a variação da despesa realizada não**. Isso faz toda a diferença, como se vê pela Tabela 13. Nela, está claro que, apenas a partir de 2020, o teto de gastos serviria para conter o avanço das despesas, pois a margem fiscal excedente ao piso fixo de R\$ 70 bilhões se esgotaria.

Desde já, todavia, a regra do teto preocupa. Ela só se sustentará, nos próximos anos, na presença de mudanças nas trajetórias dos gastos obrigatórios, que seguem ritmo de alta bastante superior ao preconizado pelo teto.

TABELA 13. TETO DE GASTOS E GASTOS COM SIMULAÇÃO DE CONTINGENCIAMENTO (R\$ BILHÕES CORRENTES)

Ano	Teto (A)	Despesas sujeitas ao teto (B)	A – B (C)
2016*	1.214	1.214	-
2017	1.302	1.263	39
2018	1.341	1.314	27
2019	1.399	1.387	12
2020	1.459	1.464	- 5
2021	1.519	1.544	- 26
2022	1.581	1.629	- 48
2023	1.645	1.719	- 74
2024	1.712	1.814	- 102
2025	1.781	1.915	- 134
2026	1.854	2.023	- 169
2027	1.929	2.138	- 209
2028	2.007	2.261	- 254
2029	2.088	2.392	- 304
2030	2.173	2.532	- 359

Fonte e elaboração: IFI. *Em 2016, o teto ainda não estava em vigor.

²⁷ Veja o RAF de maio, onde apresentamos o conceito de margem fiscal: http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529613/RAF_maior17_completo.pdf?sequence=8

4.2 Meta da LDO será principal instrumento de política fiscal até 2020

Quando observamos as metas de resultado primário fixadas na LDO, constatamos estarem descoladas da regra do teto, ou seja, a ambição do governo para recuperar o saldo fiscal primário é maior que a preconizada pela regra do gasto, cujo efeito é aparecerá em prazo mais alargado. Em 2017, em 2018 e em 2019, a regra do teto autoriza uma meta pior do que a perseguida pela equipe econômica em dezenas de bilhões de reais. Qual seria então a razão de manter uma política fiscal, a primeira vista, contraditória?

No texto da LDO, vemos a intenção do governo em garantir esforços fiscais elevados, no curto prazo, enquanto o teto ainda não é uma restrição. Daí a importância das metas primárias.

No caso de 2017, o governo deverá cumprir o teto de gastos com folga, caso as projeções da IFI se realizem. Mas isso não significa que cumprirá com a mesma facilidade a meta fiscal da LDO, que exige despesa muitomenor. Cumprir o teto, nestes anos iniciais, não ajuda a realizar o ajuste fiscal, por isso o governo vem se fiando nas metas mais rígidas da LDO.

Para 2018, da mesma maneira, o cumprimento da meta de déficit primário de R\$ 129 bilhões exigiria que a despesa ficasse em R\$ 37,2 bilhões²⁸ menor do que o preconizado pela regra do teto. O contingenciamento estimado com base na hipótese acima explicitada (o excedente da margem fiscal ao valor fixo de R\$ 70 bilhões) seria de R\$ 27 bilhões (coluna C da Tabela 13).

Dito de outra maneira: cumprir o teto de gastos não significa cumprir a meta de resultado primário da LDO. O resultado primário do governo central de 2017 deverá totalizar R\$ 144,1 bilhões, pelas nossas contas, isto é, R\$ 5,1 bilhões pior do que a meta fixada em lei²⁹. O risco de descumprimento da LDO é alto, ainda que sigamos com cenário de cumprimento de metas para o setor público consolidado.

A previdência, os gastos com pessoal e outras despesas obrigatórias, todas sujeitas ao teto, poderão avançar muito acima da inflação e, mesmo assim, o teto estará

garantido, mas não a meta de resultado primário da LDO. Mais do que isso, a meta da LDO seria sumariamente descumprida se a única regra fiscal seguida fosse apenas o teto.

Nos últimos relatórios mensais, temos mostrado que o teto terá vida curta, caso as reformas estruturais do lado do gasto não sejam feitas. Contudo, esta é uma discussão para o período posterior a 2018. Até 2020, o teto não corre riscos, mas também não serve como instrumento de melhoria das condições fiscais, diretamente. Ele serve, sim, indiretamente, ao sinalizar melhor contexto para as contas públicas no futuro, afetando o custo da dívida, as expectativas de mercado e o quadro macroeconômico em geral, o que por si só, configura-se como relevante ganho a valor presente.

O ano base a partir do qual o teto nominal de gastos é calculado, 2016 (sempre pela evolução da inflação acumulada em 12 meses até junho do ano anterior), apresentou gastos bastante elevados. Isso, na prática, produziu um interregno em que o limite imposto pelo teto de gastos será menos restritivo. Seus idealizadores tiveram a intenção de impulsionar as reformas estruturais aprovando um limite de gastos ousado para o médio e longo prazo, mas a restrição efetiva, em prazo curto, continua a ser a meta de resultado primário fixada na LDO.

O que se tem, desde o ano passado, portanto, é um sistema de metas duplas – regra de resultado primário combinada com limite para os gastos públicos. Até o momento, a primeira se sobrepõe a segunda, que vem servindo para ancorar expectativas, apontar um horizonte de ajuste fiscal mais célere e apresentar à sociedade e ao mercado compromisso com o reequilíbrio das contas. Na prática, contudo, sua efetividade acontecerá daqui a três ou quatro anos e – não custa lembrar – dependerá de mudanças estruturais nas despesas obrigatórias (inclusive, mas não apenas, a previdenciária).

4.3 Análise dos resultados fiscais “abaixo da linha”

Os dados chamados “abaixo da linha”, divulgados pelo Banco Central e calculados pela ótica da variação da

²⁸ Prevemos déficit de R\$ 166,2 bilhões para o governo central, em 2018, ante projeção de R\$ 167 bilhões sustentada até o RAF de junho. A mudança deve-se apenas a ajustes decorrentes das alterações nas estimativas de inflação da IFI.

²⁹ Como a meta para fins de cumprimento da LDO é a do setor público consolidado e, neste caso, projetamos R\$ 142,9 bilhões de déficit (ante à meta de R\$ 143,1 bilhões), o governo deverá anunciar cumprimento da meta fiscal ao final do ano corrente.

dívida dos diversos componentes do setor público, continuam bastante negativos. No dado acumulado em 12 meses, o déficit primário do setor público consolidado chegou a R\$ 157,7 bilhões, ante déficit de R\$ 150,5 bilhões no acumulado em 12 meses, em maio de 2016.

A meta fixada para o ano é de R\$ 143,1 bilhões, um pouco acima da estimativa da IFI de R\$ 142,9 bilhões (déficit de R\$ 144,1 bilhões, do governo central; superávit de R\$ 4,5 bilhões, dos governos subnacionais; e déficit de R\$ 3,3 bilhões das estatais).

No acumulado no ano, o saldo é negativo em R\$ 15,6 bilhões, tendo os governos regionais e suas estatais apresentado superávit de R\$ 20,4 bilhões. A nosso ver, o resultado inesperado dos estados e municípios está relacionado aos efeitos das renegociações das dívidas estaduais, que abrem espaço fiscal na análise dos resultados abaixo da linha. Trata-se de uma questão metodológica, e não de efetiva geração de esforços positivos relevantes pelos governos subnacionais. Entre janeiro e maio do ano passado, o déficit do setor público consolidado havia sido de R\$ 13,7 bilhões, quase dois bilhões melhor do que o saldo de 2017.

Apesar disso, a estimativa da IFI para o final do ano se mantém alinhada à meta fiscal, porque há um conjunto de receitas atípicas ainda previstas para os próximos meses.

Outro ponto importante a destacar é que o resultado de maio foi fortemente influenciado, no caso do governo central, pelo pagamento de precatórios previdenciários e de pessoal, em um total de R\$ 10,7 bilhões. Conforme explicamos na seção 3, desde 2014, a política de pagamento de precatórios previa o desembolso em novembro e, neste ano, o governo decidiu realizar os pagamentos em maio. Descontado esse efeito, o resultado acumulado no ano para o setor público consolidado teria ficado deficitário em algo como R\$ 6 bilhões. O acumulado em 12 meses, igualmente, estaria em torno de R\$ 147 bilhões, abaixo do observado no acumulado em 12 meses em maio de 2016. Em porcentagem do PIB, o resultado em 12 meses seria de 2,3% do PIB, praticamente igual ao de abril, e não de 2,5% do PIB (dado oficial, incluindo precatórios pagos atipicamente no mês de maio).

Ainda sobre o tema dos precatórios, o Senado Federal aprovou a anulação dos precatórios com prazo superior a dois anos, o que deve render cifra próxima a R\$ 9

bilhões à União até o final do ano. De outro lado, as vendas de ativos como a BR Distribuidora, caso aconteçam, poderiam render outro montante similar. O novo Refis (programa de regularização tributária), além de receitas dos programas passados; as concessões e outras receitas extraordinárias são possibilidades para cumprimento da meta até final do ano.

Nas nossas estimativas para 2017, não considerávamos as receitas da medida recém aprovada pelo Congresso, que prevê o cancelamento dos precatórios com prazo superior a dois anos. No entanto, mantínhamos montante referente ao colateral pela venda dos ativos acima mencionados. Do ponto de vista da projeção agregada, portanto, mantemos nosso número para o ano.

Feitas essas considerações e ressalvas, entendemos que **o risco de descumprimento de meta existe, mas não é o fator mais preocupante**. Os dados mensais apontam estabilização dos resultados.

Contudo, o quadro ainda é muito grave e, por isso, não se deve descartar a hipótese de descumprimento ou a revisão das metas da LDO, em 2017, que seria apenas o efeito direto e imediato de um quadro econômico ainda muito negativo. Evidentemente, isso teria sérias repercussões sobre a confiança e as expectativas da sociedade e do mercado. Menores, é verdade, em um contexto de transparência quanto às razões do problema.

Atenção maior precisa ser dada à perspectiva de médio e longo prazo, que indica risco elevado de a dívida pública bruta avançar para a casa de 100% do PIB nos idos de 2021. Descumprir a meta (ou revisá-la) turvaria os cenários dos agentes econômicos, mas seria apenas a ponta do *iceberg*.

A piora da dívida bruta, entre abril e maio, é um termômetro para medir o quão sério continua a ser o desafio fiscal. Em trinta dias, o indicador saltou de 71,3% do PIB para 72,5% do PIB. A quase totalidade da variação de 1,2 ponto percentual deveu-se ao avanço das

operações compromissadas, realizadas pelo Banco Central para controle da liquidez da economia.³⁰

Quanto ao déficit nominal do setor público consolidado, o dado acumulado em 12 meses ficou em R\$ 588,6 bilhões, em maio, ante R\$ 604,6 bilhões no mesmo mês de 2016. A conta de juros melhorou, de R\$ 454,1 bilhões para R\$ 430,9 bilhões, no mesmo período, em contexto de queda da taxa Selic.

Expostos os principais números dos resultados do mês, mantêm-se as bases do cenário apresentado em junho, com cumprimento de meta fiscal e dívida pública no nível de 76,2% do PIB até o encerramento de 2017.

Para prazo mais longo, nosso cenário básico contempla um patamar de 92,4% do PIB, como ponto de máximo, no ano de 2023. A partir disso, haveria lenta trajetória de queda até 2030. Registre-se, ainda, que os riscos do cenário pessimista da IFI, apresentado no RAF de junho³¹, aumentam, a cada mês, diante da inexistência de soluções em horizonte razoável de tempo para o

equacionamento do crescimento das despesas obrigatórias.

A aprovação da reforma da previdência – ainda que em bases diferentes do texto original, garantida a idade mínima – e a contenção dos gastos com funcionalismo público seriam medidas importantes para evitar que o gatilho deste cenário negativo fosse disparado.

A regra de metas de resultado primário combinada com o teto de gastos não será suficiente para dar conta do problema fiscal brasileiro. Soluções que combinem mudanças no regime tributário nacional com as reformas acima mencionadas deverão aparecer, em horizonte próximo, como resposta à dificuldade de concentrar todo o ajuste sobre o lado da despesa.

Até o momento, a estratégia da atual política fiscal, iniciada há um ano, foi positiva, mas serviu apenas para estancar a sangria das despesas.

³⁰Veja aqui o box temático sobre relacionamento Tesouro-BC - http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529486/RAF_abr17_pt3.pdf?sequence=10

³¹Veja aqui a íntegra do relatório de acompanhamento de junho - http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529913/RAF5_12.JUN.2017.pdf?sequence=1

Box 2. Por dentro da margem fiscal da União

A margem fiscal, diferença ano a ano entre o teto de gastos³² e as diversas obrigações constitucionais e legais da União, deve se reduzir rapidamente nos próximos anos, caso se mantenha a trajetória de crescimento das despesas obrigatórias. Em 2017, a IFI estima que a margem fiscal ficará próxima a R\$ 120 bilhões, apenas 9% do total das despesas sujeitas ao teto no ano. Em 2020, esse valor deve representar menos de R\$ 70 bilhões e, em 2024, é provável que as despesas obrigatórias ultrapassem o limite constitucional (ver tabela ao final do box). Esses valores já consideram a inflação de junho de 2017, o que explica eventuais diferenças em relação aos dados apresentados em relatórios anteriores.

A análise da margem fiscal foi introduzida no RAF de maio³³. Na ocasião, mostramos a trajetória esperados principais gastos obrigatórios da União, como o previdenciário, e o consequente risco de descumprimento da nova regra fiscal nos próximos anos. Como essa trajetória tende a pressionar a execução das despesas discricionárias, começamos a analisar mais detidamente esse grupo, enfatizando que é na despesa discricionária onde se encontra boa parte dos investimentos e gastos de custeio da administração pública. Seguindo a mesma linha, no RAF de junho³⁴, destacamos a evolução histórica dos principais itens da despesa obrigatória, que cresceram recorrentemente acima da inflação, além de detalhar um pouco mais a despesa com custeio, em particular os serviços prestados por meio de terceirização.

Até aqui, ao analisar a despesa discricionária que compõe a margem fiscal, a ênfase tem se dado sobre o objeto de gasto (serviços de terceiros, material de consumo, diárias, passagens etc.). Essas despesas, no entanto, geralmente estão vinculadas a políticas públicas financiadas com recursos orçamentários. Analisar o gasto discricionário da União com esse enfoque, em complemento às análises que fizemos nos relatórios passados, contribui para que se tenha uma visão mais qualitativa dessas despesas, muitas vezes examinadas apenas pelo seu valor total.

Isso é relevante porque a potencial redução das despesas discricionárias nos próximos anos deve penalizar não apenas os já combalidos investimentos públicos, mas também políticas públicas não obrigatórias, as quais terão de ser revistas ou redimensionadas. Vale lembrar que a pressão sobre o gasto discricionário, por outro lado, pode ter o efeito positivo de induzir à racionalização das despesas administrativas, de forma a reduzir o custo e melhorar a qualidade dos bens e serviços fornecidos à União.

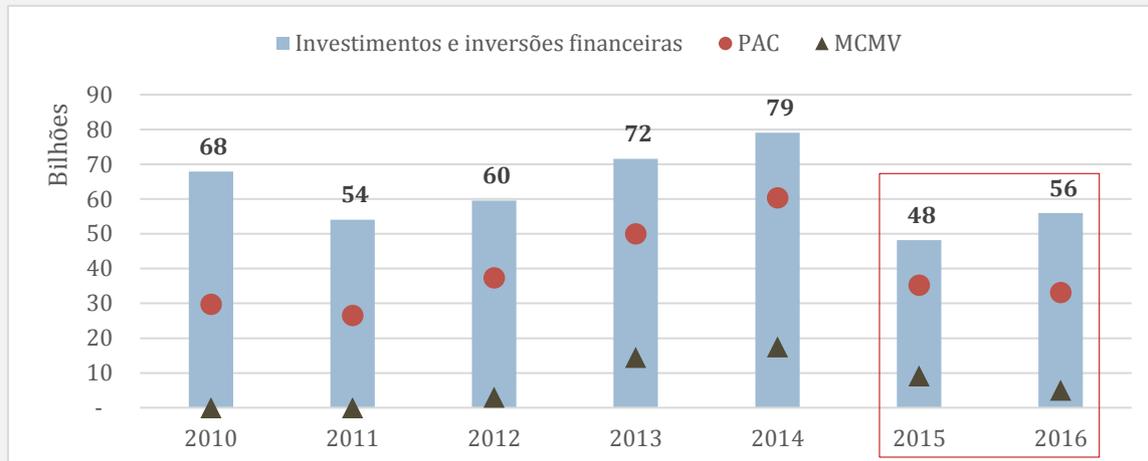
Em resumo, o processo de consolidação fiscal, pelo lado da despesa, deve se pautar pela abrangência, alcançando não apenas o gasto obrigatório (sem o qual o teto se tornará inviável em alguns anos), mas também o gasto discricionário, parcela mais suscetível a contenções no curto prazo e que independe, em geral, do crivo legislativo.

Disso não se conclui, contudo, que as despesas discricionárias sejam meras variáveis de ajuste, cuja execução dependa apenas do juízo de oportunidade do governo. As análises em torno da margem fiscal têm buscado mostrar que, mesmo entre as despesas discricionárias, há gastos de caráter meritório ou pouco comprimíveis, como investimentos com execução já iniciada e despesas de manutenção de órgãos públicos. Há ainda, nesse grupo, despesas discricionárias vinculadas a políticas públicas obrigatórias, como, por exemplo, a taxa de administração paga a instituições financeiras em empréstimos do FIES³⁵.

Como dito, o crescimento das despesas obrigatórias deve exercer considerável pressão sobre as despesas discricionárias nos próximos anos, sendo os investimentos a parcela mais suscetível a reduções no curto prazo. Contudo, o volume de investimentos no âmbito dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social (OFSS) já se encontra bastante deprimido, em função da necessidade de cumprimento das metas de resultado primário nos últimos exercícios (gráfico a seguir). Em 2016, já considerado o efeito da inflação no período, o investimento total foi 29%

inferior ao verificado em 2014, quando atingiu R\$ 79 bilhões³⁶. Esse recuo também é observado no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e no Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV).

INVESTIMENTOS DA UNIÃO EM 2016 – ORÇAMENTOS FISCAL E DA SEGURIDADE SOCIAL (PREÇOS DE DEZ/16)*



Fonte: Siga Brasil. Elaboração: IFI.

*Considera valores pagos de investimentos e inversões financeiras da União classificados como despesa primária discricionária.

Vale lembrar que parte dos investimentos da União é realizado por meio da capitalização de empresas estatais. Essas despesas, pela nova regra fiscal, não serão computadas para efeito de verificação do cumprimento do teto de gastos. Isso não significa, contudo, que elas não serão somadas às demais despesas primárias e, portanto, não terão impacto sobre o resultado primário do período. Em 2016, os gastos com participação da União no capital de empresas estatais foram de R\$ 6,4 bilhões.

Em relação aos investimentos, também importa mencionar que, na esfera federal, eles se concentram em poucas áreas. Sete delas reúnem 73% do total pago em 2016: Transportes, Defesa Nacional, Habitação, Saneamento, Urbanismo, Educação e Gestão Ambiental (gráfico a seguir). Entre os principais gastos, destacam-se as dotações para manutenção de trechos rodoviários (Transportes), integralização de cotas do Fundo de Arrendamento Residencial, no âmbito do MCMV (Habitação), aquisição de aeronaves de caça (Defesa), infraestrutura para a Educação Básica (Educação) e integração do Rio São Francisco (Gestão Ambiental).

³² Limite para o crescimento das despesas primárias da União, instituído pela Emenda Constitucional nº 95, de 2016.

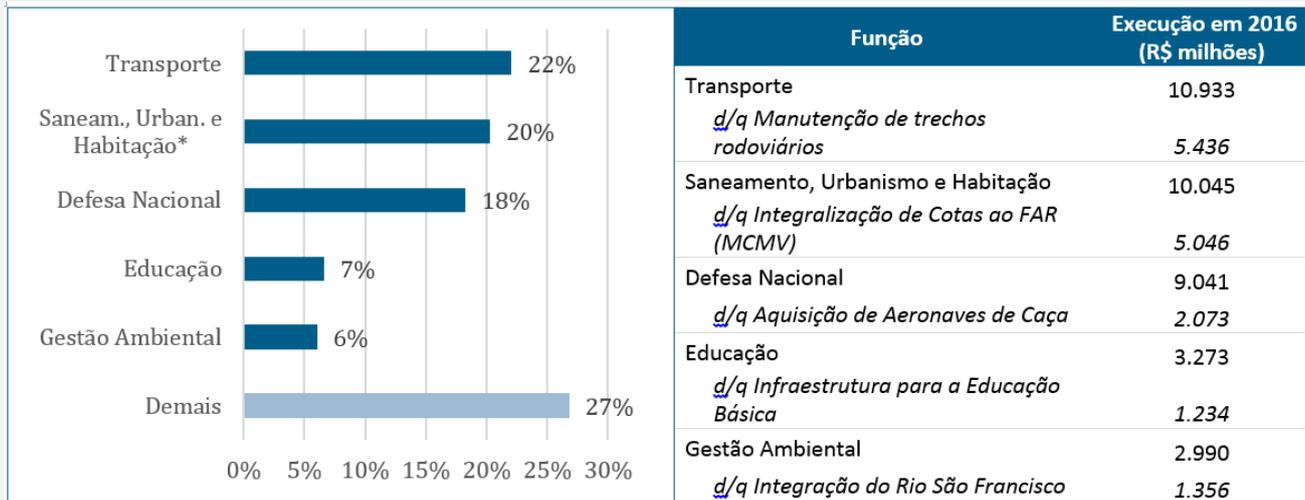
³³ Disponível em: <http://bit.ly/2qzPTDo>.

³⁴ Disponível em: <http://bit.ly/2sufRdk>.

³⁵ Fundo de Financiamento Estudantil.

³⁶ Esses dados consideram apenas os valores pagos, inclusive de restos a pagar, de investimentos e inversões financeiras dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social da União classificados como despesa primária discricionária.

INVESTIMENTOS POR FUNÇÃO – PERCENTUAL EM RELAÇÃO AO TOTAL E EXECUÇÃO EM 2016 (R\$ MILHÕES)



Fonte: Siga Brasil. Elaboração: IFI.

*Inclui a integralização de cotas ao Fundo de Arrendamento Residencial, no âmbito do MCMV.

O nível já reduzido dos investimentos realizados com recursos do OFSS sugere que novos cortes, em virtude da necessidade de cumprimento do teto constitucional, deverão alcançar de maneira mais expressiva as despesas de custeio, com provável impacto no funcionamento de políticas públicas financiadas com recursos orçamentários, mas cuja execução não é obrigatória.

A título ilustrativo, enumeramos algumas dessas políticas, destacando o ministério a que estão vinculadas e a execução em 2016. Essa listagem não é exaustiva nem segue um critério de valor. Busca tão somente identificar algumas políticas e ações mais conhecidas do governo, cuja implementação, contudo, pode vir a ser comprometida pelo avanço das despesas obrigatórias da União.

POLÍTICAS PÚBLICAS FINANCIADAS COM RECURSOS ORÇAMENTÁRIOS – DESPESAS DISCRICIONÁRIAS

Órgão	Política	Execução em 2016 (R\$ milhões)
Agricultura	Subvenção ao Prêmio do Seguro Rural	783
	Defesa Agropecuária	145
	Pesquisa e Desenvolvimento (Embrapa)	233
Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações	Concessão de Bolsas de Pesquisa (CNPq)	1.551
	Pesquisa Científica por Organizações Sociais	505
Fazenda	Gestão dos sistemas da Receita Federal	1.433
	Concessão de Bolsas de Estudo (Capes)	3.618
Educação*	Exames da educação básica (Enem, Provinha Brasil etc.)	980
	FIES (taxa de administração dos agentes financeiros)	1.000
	Pronatec	2.535
Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior	Fiscalização em metrologia e qualidade (INMETRO)	500
Justiça	Emissão de passaportes	207
Previdência Social	Processamento de dados dos benefícios previdenciários	805
Saúde*	Farmácia Popular	3.005
Meio Ambiente	Fiscalização ambiental (IBAMA)	108
Desenvolvimento Agrário	Assistência técnica e extensão rural	541
Esporte	Bolsas a Atletas	86
Defesa	Aprestamento das Forças Armadas	807
Desenvolvimento Social e Combate à Fome	Proteção Social Básica e Especial	2.311
	Aquisição e distribuição de alimentos da agricultura familiar	409
Mulheres, Igualdade Racial e Direitos Humanos	Central de atendimento à mulher - ligue 180	29

Fonte: Siga Brasil. Elaboração: IFI.

*No âmbito dos Ministérios da Educação e Saúde, parte das despesas discricionárias pode ter que ser executada para efeito de cumprimento do piso constitucional para cada uma dessas áreas. Nesse caso, o montante não representaria, efetivamente, uma margem fiscal.

Algumas dessas despesas, embora sejam consideradas discricionárias, estão diretamente vinculadas a outras de natureza obrigatória. Isso as torna, na prática, menos suscetíveis a eventuais cortes orçamentários. É o que ocorre, por exemplo, em relação à taxa de administração paga aos agentes financeiros em financiamentos concedidos no âmbito do FIES (equivalente a R\$ 1 bilhão, em 2016). A taxa de administração é uma despesa primária discricionária, mas que decorre diretamente da implementação dos financiamentos do Fundo, que, por sua vez, são despesas financeiras não sujeitas ao teto de gastos. As despesas com processamento de dados dos benefícios beneficiários, que consumiram, em 2016, R\$ 805 milhões, também são despesas primárias discricionárias, mas estão vinculadas ao pagamento dos benefícios, estes, por sua vez, despesas primárias obrigatórias. Em ambos os casos, eventuais reduções dependeriam, em tese, de alterações nas despesas obrigatórias, por definição mais rígidas.

Em outros casos, a despesa discricionária contida na margem fiscal é a que confere existência ao órgão. Citam-se, como exemplo, as despesas com fiscalização em metrologia e qualidade. Em 2016, essas despesas representaram 75% das despesas primárias do INMETRO, excluídas as despesas com pessoal. Em situações como essa, eventuais cortes, se significativos, inviabilizariam não apenas a continuidade da política pública, mas também do próprio instituto.

EVOLUÇÃO DAS DESPESAS SUJEITAS AO TETO E DA MARGEM FISCAL DA UNIÃO ATÉ 2030* (R\$ BILHÕES)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Teto (A)	1.302	1.341	1.399	1.459	1.519	1.581	1.645	1.712	1.781	1.854	1.929	2.007	2.088	2.173
Despesas obrigatórias (B)	1.182	1.244	1.317	1.394	1.474	1.559	1.649	1.744	1.845	1.953	2.068	2.191	2.322	2.462
Previdência	560	597	642	689	737	789	845	904	968	1.036	1.108	1.186	1.269	1.358
Pessoal	231	253	265	280	295	311	327	344	363	382	402	423	445	468
Piso da Saúde	113	117	122	127	132	138	144	149	155	162	168	175	182	190
Piso da Educação	46	48	50	52	54	56	58	60	63	65	68	70	73	76
Abono e Seguro Desemprego	58	61	62	64	66	67	69	70	72	73	75	76	78	79
BPC	54	58	63	67	73	78	84	90	97	104	112	120	129	139
Bolsa Família	30	31	32	33	35	36	38	39	41	43	44	46	48	50
Demais obrigatórias	76	64	64	65	65	66	66	67	67	68	69	72	74	77
LEJU/MPU/DPU	15	15	16	17	17	18	19	20	20	21	22	23	24	25
Margem Fiscal (A-B)	120	97	82	65	44	22	-4	-32	-64	-99	-139	-184	-234	-289
% do Teto	9%	7%	6%	5%	3%	2%	0%	-2%	-3%	-5%	-7%	-9%	-11%	-13%

Elaboração e projeções: IFI.

* Valores já consideram a inflação de junho de 2017, o que explica eventuais diferenças em relação aos dados apresentados em RAF's anteriores.

Tabelas fiscais

TABELA 14. AVALIAÇÃO ANUAL - VALORES REALIZADOS, PROJEÇÕES E TAXAS DE VARIAÇÃO

Discriminação	2017				Variações reais			
	Decreto 9.062/17		IFI		IFI - Decreto		2017/2016 (%)	
	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	Diferença %	Decreto	IFI
I. RECEITA TOTAL	1.386.024	21,1	1.377.043	21,0	-8.981	-0,6	1,7	1,0
I.1 - Receita Administrada pela RFB	840.364	12,8	839.660	12,8	-705	-0,1	-1,1	-1,2
I.2 - Incentivos Fiscais	0	0,0	0	0,0	0	-	-	-
I.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS	375.599	5,7	374.930	5,7	-669	-0,2	1,2	1,0
I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB	170.061	2,6	162.453	2,5	-7.607	-4,5	19,6	14,2
I.4.1 Concessões e Permissões	27.952	0,4	24.000	0,4	-3.952	-14,1	23,1	5,7
I.4.2 Dividendos e Participações	8.837	0,1	7.700	0,1	-1.137	-12,9	199,4	160,9
I.4.3 Operações com Ativos	2.976	0,0	3.500	0,1	524	17,6	272,4	338,0
I.4.5 Demais Receitas	130.297	2,0	127.253	1,9	-3.043	-2,3	12,5	9,9
II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	234.916	3,6	228.225	3,5	-6.691	-2,8	-0,1	-2,9
III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)	1.151.108	17,6	1.148.818	17,5	-2.290	-0,2	2,1	1,9
IV. DESPESA TOTAL	1.289.865	19,7	1.292.901	19,7	3.035	0,2	0,2	0,4
IV.1 Despesas Obrigatórias	1.037.873	15,8	1.036.000	15,8	-1.873	-0,2	4,4	4,3
IV.1.1 Benefícios Previdenciários	559.770	8,5	560.466	8,5	696	0,1	6,3	6,5
IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais	283.073	4,3	284.000	4,3	927	0,3	5,9	6,3
IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego	58.907	0,9	57.865	0,9	-1.042	-1,8	1,5	-0,3
IV.1.4 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	53.635	0,8	53.998	0,8	363	0,7	5,6	6,3
IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	5.268	0,1	5.978	0,1	710	13,5	-9,6	2,5
IV.1.6 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	13.822	0,2	12.913	0,2	-909	-6,6	-24,2	-29,2
IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)	13.037	0,2	13.236	0,2	199	1,5	-8,0	-6,6
IV.1.8 Fundo Constitucional DF	1.874	0,0	2.314	0,0	440	23,5	53,9	90,1
IV.1.9 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)	3.860	0,1	3.900	0,1	40	1,0	-36,4	-35,8
IV.1.10 Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC	11.273	0,2	11.315	0,2	42	0,4	7,0	7,4
IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro	26.775	0,4	23.030	0,4	-3.745	-14,0	10,7	-4,8
IV.1.12 Outras Despesas Obrigatórias	6.580	0,1	6.986	0,1	407	6,2	-39,6	-35,9
IV.2 Despesas com controle de fluxo	251.992	3,8	256.900	3,9	4.908	1,9	-14,3	-12,6
V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL	0	0,0	0	0,0	0	-	-	-
VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL	-138.757	-2,1	-144.082	-2,2	-5.325	3,8	-13,2	-9,9

TABELA 15. AVALIAÇÃO MENSAL - VALORES REALIZADOS, TAXAS DE VARIAÇÃO

Discriminação	abr/17	mai/17	Variação real em maio-17		
			Em Um ano	Acum. 12 meses	Acum. no ano
			(t/t-12)	(Acum 12m t/ Acum 12m t-12)	(Acum Ano t/ Acum Ano t-12)
I. RECEITA TOTAL	126.098	99.389	1,4%	0,1%	-1,9%
I.1 - Receita Administrada pela RFB	77.406	60.516	-2,0%	-0,2%	-0,5%
I.2 - Incentivos Fiscais	-17	0	-	11,3%	58,6%
I.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS	31.132	29.549	-1,7%	-0,1%	-3,3%
I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB	17.577	9.324	29,0%	2,9%	-6,4%
I.4.1 Concessões e Permissões	1.470	384	14,8%	1,7%	-85,1%
I.4.2 Dividendos e Participações	222	321	3,4%	0,2%	219,0%
I.4.3 Operações com Ativos	80	79	10,3%	0,8%	136,8%
I.4.5 Demais Receitas	15.805	8.540	0,3	0,0	0,2
II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	17.997	21.628	9,8%	0,7%	7,3%
III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)	108.101	77.761	0,2%	0,0%	-3,6%
IV. DESPESA TOTAL	95.500	107.132	-2,2%	-0,2%	-4,3%
IV.1 Despesas Obrigatórias	77.397	85.292	3,6%	0,3%	1,3%
IV.1.1 Benefícios Previdenciários	43.125	47.574	6,4%	0,5%	5,5%
IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais	21.483	25.782	7,7%	0,6%	7,3%
IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego	3.186	3.285	-11,1%	-0,7%	-9,0%
IV.1.4 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	4.490	4.615	5,6%	0,5%	4,8%
IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	0	479	-	-7,9%	-29,0%
IV.1.6 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	2.829	1.059	-18,2%	-4,1%	-36,7%
IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)	1.233	919	47,9%	2,8%	10,7%
IV.1.8 Fundo Constitucional DF	122	110	22,9%	1,7%	43,0%
IV.1.9 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)	163	163	-80,8%	-11,4%	-52,3%
IV.1.10 Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC	181	739	50,0%	0,6%	12,0%
IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro	217	233	43,9%	0,3%	-30,2%
IV.3.12 Outras Despesas Obrigatórias	368	334	-13,5%	-0,6%	-56,1%
IV.2 Despesas com controle de fluxo	18.103	21.841	-21,3%	-1,8%	-23,6%
IV.2.1 Bolsa Família	2.416	2.403	3,7%	0,3%	3,7%
IV.2.2 PAC (Ex MCMV)	1.583	2.301	-50,2%	-5,5%	-61,7%
IV.2.3 MCMV	274	388	-49,2%	-4,0%	-77,3%
IV.2.4 LEJU/MPU	841	1.021	-20,0%	-1,6%	-19,7%
IV.2.4 Demais Discricionárias	12.990	15.727	-15,5%	-1,2%	-15,5%
V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL	0	0	-	-	-
VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL	12.601	-29.371	23,3%	-1,5%	-34,9%

Projeções da IFI

	2014	2015	2016	Projeções				
				2017	2018	2019	2020	2021
PIB – crescimento real (% a.a.)	0,50	-3,77	-3,59	0,46	1,93	2,16	1,95	2,00
PIB – nominal (R\$ bilhões)	5.779	6.001	6.267	6.526	6.941	7.393	7.847	8.331
IPCA – acum. (% no ano)	6,4	10,7	6,3	3,65	4,35	4,26	4,11	4,09
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	2,66	3,90	3,26	3,43	3,59	3,71	3,72	3,74
Ocupação - crescimento (%)	1,5	0,0	-1,9	-1,0	1,0	1,1	1,0	1,1
Massa salarial - crescimento (%)	2,9	-0,2	-3,3	1,0	2,0	2,1	1,9	1,9
Selic – fim de período (% a.a.)	11,75	14,25	13,75	8,50	8,00	8,50	8,50	8,50
Juros reais <i>ex-post</i> (% a.a.)	5,0	3,2	7,0	4,7	3,5	4,1	4,2	4,2
Juros reais <i>ex-ante</i> (% a.a.)	6,0	8,3	6,5	4,5	4,6	4,1	4,2	4,2
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0,56	-1,85	-2,49	-2,19	-2,34	-1,74	-1,27	-0,76
d/q Governo Central	-0,39	-1,97	-2,56	-2,21	-2,39	-1,83	-1,39	-0,91
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	-5,39	-8,36	-6,49	-6,31	-5,97	-6,04	-6,35	-6,59
Resultado Nominal (% do PIB)	-5,95	-10,22	-8,98	-8,49	-8,30	-7,76	-7,59	-7,31
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	56,28	65,45	69,87	76,23	80,69	83,87	87,10	89,32