

Destaques

- PIB trimestral cresce 1%, mas, sem o respaldo da demanda doméstica, retomada ainda é incerta.
- Cumprimento da regra do teto exigirá ampla reforma do gasto público, para além da previdência.
- Governo federal tem déficit de R\$ 3,8 bi até abril, mas meta fiscal para o período é cumprida.
- Receitas federais não recorrentes permitiram o descontingenciamento de R\$ 3,1 bilhões.
- Dívida pública mantém trajetória ascendente, sem perspectivas de reversão pelo menos até 2023.

Resumo

- O crescimento do PIB trimestral foi impulsionado pela agropecuária, enquanto **consumo e investimento seguem em queda**. O pano de fundo não melhorou e os riscos de um cenário mais pessimista aumentaram. Diante do conjunto de indefinições quanto à aprovação das reformas, uma simulação de três cenários para as variáveis macroeconômicas dimensiona o desafio fiscal.
- **Superávit primário do setor público deve ocorrer apenas em 2022, no cenário otimista**, com a adoção de programa de redução de gastos obrigatórios, que vai muito além da previdência. Nesse cenário, o setor público terá operado durante oito anos consecutivos, de 2014 a 2021, com saldo fiscal negativo. A recuperação sustentável do superávit primário será particularmente lenta.
- Receitas líquidas R\$ 19,4 bilhões abaixo do inicialmente previsto, contingenciamento de gastos e execução limitada, entre outros fatores, reduziram os gastos em R\$ 21,3 bilhões, o que permitiu ao governo federal alcançar **déficit primário de apenas R\$ 3,8 bilhões**, nos quatro primeiros meses do ano, e **cumprir a meta prevista para o período, de déficit de R\$ 18,6 bilhões**.
- A reavaliação de receitas e despesas do segundo bimestre permitiu a liberação de **R\$ 3,1 bilhões dos R\$ 42,1 bilhões contingenciados em março**. Na receita, pesaram as novas projeções para concessões e permissões (+R\$ 7 bilhões), *royalties* (+R\$ 2,0 bilhões) e com o programa de regularização de débitos não tributários (+R\$ 3,4 bilhões). Gasto obrigatório, por sua vez, deve ficar R\$ 3,7 bilhões acima do esperado.
- **A dívida bruta prossegue superando o recorde da série a cada mês**. São mais de vinte pontos percentuais do PIB de aumento, desde o final de 2013. Em que pese essa tendência, **não se observa deterioração evidente das condições de refinanciamento e assunção de novas dívidas no mercado de títulos públicos**, em termos de prazo e custos. Registre-se apenas o aumento da participação dos papéis corrigidos pela Selic.
- Frente aos atuais 71,7% do PIB, a DBGG pode evoluir para níveis bastante distintos nos próximos anos, a depender das suposições utilizadas, notadamente **o resultado primário do setor público**. Subjacente ao primário esperado estão hipóteses sobre o andamento das **reformas fiscais**. No cenário básico, a dívida **cairá apenas em 2024, após chegar aos 92,4% do PIB**.

COMISSÃO DIRETORA DO SENADO FEDERAL

PRESIDENTE

Senador Eunício Oliveira (PMDB-CE)

1º VICE-PRESIDENTE

Senador Cássio Cunha Lima (PSDB-PB)

2º VICE-PRESIDENTE

Senador João Alberto Souza (PMDB-MA)

1º SECRETÁRIO

Senador José Pimentel (PT-CE)

2º SECRETÁRIO

Senador Gladson Cameli (PP-AC)

3º SECRETÁRIO

Senador Antonio Carlos Valadares (PSB-SE)

4º SECRETÁRIO

Senador Zeze Perrella (PMDB-MG)

SUPLENTE DE SECRETÁRIO

1º SUPLENTE

Senador Eduardo Amorim (PSDB-SE)

2º SUPLENTE

Senador Sérgio Petecão (PSD-AC)

3º SUPLENTE

Senador Davi Alcolumbre (DEM-AP)

4º SUPLENTE

Senador Cidinho Santos (PR-MT)

Secretário-Geral da Mesa

Luiz Fernando Bandeira de Mello

Diretora-Geral

Ilana Trombka

Secretaria de Comunicação Social

Angela Brandão

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE

Diretor-Executivo

Felipe Scudeler Salto

Diretor

Gabriel Leal de Barros

Analistas

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

Layout e diagramação: SECOM/COMAP

Apresentação

O Relatório de Acompanhamento Fiscal de junho revisita alguns temas já abordados em relatórios anteriores, à luz dos novos fatos na arena doméstica, que turvaram o horizonte de aprovação das reformas. Diante dessas incertezas, propomos simulações para os principais indicadores econômicos e, a partir delas, apresentamos possíveis trajetórias para os resultados fiscais e a dívida pública.

No cenário básico, de maior probabilidade, as estimativas da IFI para o PIB indicam crescimento médio de 2%, entre 2019 e 2030, com juros reais de quase 4,5%. O déficit primário do setor público seria convertido em superávit, em 2023. A relação dívida bruta/PIB crescería por sete anos, atingindo pico de 92,4%, em 2023, e iniciaria trajetória de queda a partir desse ano. O ponto central é que as reformas caminharíam, neste cenário, mas com prazo alargado.

No cenário otimista, pouco provável, o PIB avançaria para média de cerca de 3%, entre 2019 e 2030, com juros nominais e reais em queda, convergindo para padrões mais próximos da média mundial. O resultado primário subiria mais rapidamente e a dívida cairia, a partir de 2023, voltando ao patamar de 53% do PIB. Seria restaurada uma situação fiscal mais equilibrada, afastados os riscos de insolvência do Estado. O vetor central a disparar este cenário mais benigno seria a aceleração das reformas, com impacto sobre os gastos obrigatórios, além de medidas destinadas a melhorar a gestão das despesas discricionárias. O teto de gastos teria maior sobrevida neste caso.

Finalmente, o quadro pessimista, incorpora premissas negativas, mas com chances não desprezíveis de se materializarem. Se tal cenário vingasse, o país poderia caminhar para o baixo crescimento com inflação relativamente elevada, juros nominais e reais elevados e dívida pública crescente. A não adoção de medidas com impacto efetivo sobre os gastos obrigatórios – inclusive a previdência, mas não apenas – manteria o déficit primário elevado por mais tempo, o que faria a dívida chegar a quase 100% do PIB, em 2021, e aproximar-se de 125% do PIB, em 2030.

O relatório deste mês aprofunda a análise da chamada margem fiscal – gastos discricionários passíveis de corte. Avançamos também sobre o acompanhamento das receitas e despesas, com base nos dados dos relatórios orçamentários e atualizados pelo Tesouro e Banco Central.

Em linha com as funções preconizadas na Resolução nº 42/2016, o objetivo maior deste produto da IFI é trazer luz para as contas do governo e ajudar a mensurar riscos postos ao desempenho econômico e fiscal do país. Com o aumento da transparência e o estímulo ao contraditório propiciado por essas análises, esperamos colaborar com os senadores, o parlamento e a sociedade, em geral, no sentido de dar maior clareza aos dados econômicos.

Felipe Scudeler Salto

Diretor-Executivo

Sumário

Destaques.....	1
Resumo.....	1
Apresentação.....	3
1. CONTEXTO MACROECONÔMICO.....	5
2. CENÁRIOS FISCAIS.....	10
Box. Mais um olhar sobre a margem fiscal da União.....	17
3. RESULTADO PRIMÁRIO EM 2017.....	22
4. DÍVIDA PÚBLICA.....	33
5. TRÊS CENÁRIOS PARA A DÍVIDA PÚBLICA.....	40
Tabelas fiscais.....	46
Projeções da IFI.....	48

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

A abertura do PIB do primeiro trimestre, como mostraremos a seguir, indica que o consumo e o investimento – variáveis centrais para a recuperação das receitas fiscais – seguem em queda. O pano de fundo não melhorou e, além disso, os riscos de um cenário alternativo mais pessimista aumentaram, dadas as turbulências no campo político.

Diante do conjunto de indefinições que paira sobre a evolução do cenário político, a seção trará uma simulação de três cenários alternativos para uma avaliação mais profunda dos riscos sobre as principais variáveis macroeconômicas. Esse exercício é relevante para dimensionar o impacto na dívida pública, nos principais resultados fiscais e no risco de insolvência frente aos novos acontecimentos.

1.1 Comentários sobre o resultado do PIB trimestral

O PIB do primeiro trimestre divulgado pelo IBGE registrou crescimento de 1,0% (após ajuste sazonal) em relação ao último período de 2016, o que deixou um carregamento estatístico (*carry over*) de 0,3% para o ano. Na comparação com o primeiro trimestre de 2016, houve contração de 0,4% (ante -2,5% no período anterior).

TABELA 1. TAXA TRIMESTRAL EM RELAÇÃO AO MESMO PERÍODO DO ANO ANTERIOR E AO PERÍODO IMEDIATAMENTE ANTERIOR

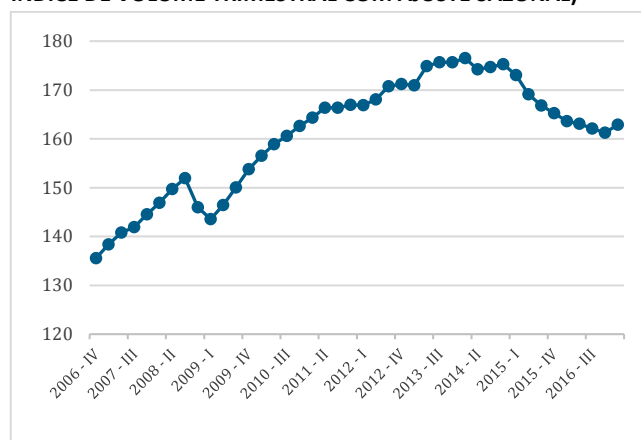
	4T/2016		1T/2017	
	Var. % 4T/15	Var. % 3T/16	Var. % 1T/16	Var. % 4T/16
PIB	-2,5%	-0,5%	-0,4%	1,0%
Agropecuária	-5,0%	-0,2%	15,2%	13,4%
Indústria	-2,4%	-0,9%	-1,1%	0,9%
Serviços	-2,4%	-0,7%	-1,7%	0,0%
Famílias	-2,9%	-0,5%	-1,9%	-0,1%
Governo	-0,1%	0,0%	-1,3%	-0,6%
FBCF	-5,4%	-1,6%	-3,7%	-1,6%
Exportações	-7,6%	-1,0%	1,9%	4,8%
Importações	-1,1%	3,5%	9,8%	1,8%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O resultado positivo na margem, apesar de já esperado (projeção da IFI apontava alta de 0,8%), se sobressai à sequência de oito trimestres de contração, compreendida entre os anos de 2015 e 2016 - nesse período, o indicador que contabiliza a produção da economia em termos

agregados encolheu 7,2%, voltando ao nível observado em 2010.

GRÁFICO 1. PIB A PREÇOS DE MERCADO (SÉRIE ENCADEADA DO ÍNDICE DE VOLUME TRIMESTRAL COM AJUSTE SAZONAL)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A abertura do PIB pela ótica da oferta confirmou o aumento pronunciado da produção agrícola (alta de 13,4% em relação ao quarto trimestre de 2016, já expurgado o efeito sazonal) respondendo à colheita da safra recorde de grãos como milho, soja e arroz.

Adicionalmente, constatou-se crescimento mais moderado do PIB industrial (0,9%, na mesma comparação) impulsionado pela expansão de todos os principais segmentos. O desempenho do setor extrativo de minério de ferro e petróleo (cujas rentabilidade tem sido beneficiada pelo aumento dos termos de troca, relação entre os preços das exportações do País e o preço de suas importações) e da produção e distribuição de eletricidade, gás e água (influenciada pelo custo mais baixo de produção decorrente do desligamento de usinas térmicas) configuram-se como os destaques da indústria no trimestre.

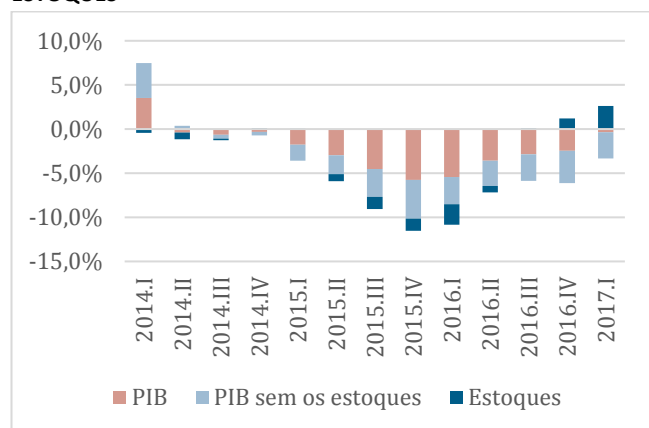
O setor de serviços, que abarca aproximadamente 72% do valor adicionado ao processo de produção, interrompeu a trajetória de queda ininterrupta iniciada em 2015, mantendo-se estável. O cenário de recuperação gradual da atividade produtiva, com impactos defasados sobre as principais variáveis do mercado de trabalho e as condições de crédito, tende a moderar a reação do principal componente do PIB, bastante sensível a esses fundamentos.

A expansão do PIB reverberou, pela ótica da demanda, o forte aumento do volume das exportações (4,8%), impulsionado pelos embarques de produtos agrícolas,

veículos automotores, petróleo e minerais metálicos, ao passo que as rubricas das despesas com consumo das famílias (-0,1%), do governo (-0,6%) e a formação bruta de capital fixo (-1,6%), que em conjunto representam o conjunto da absorção doméstica, permaneceram enfraquecidos.

Da comparação entre as duas óticas (oferta e demanda agregada), depreende-se que o aumento de produção resultou na elevação dos **estoques** na economia. A contribuição desta rubrica para a taxa de variação do PIB do primeiro trimestre de 2017 (frente ao mesmo período de 2017) foi positiva em 2,6 pontos percentuais.

GRÁFICO 2. TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB COM E SEM OS ESTOQUES



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A análise das aberturas do PIB do primeiro trimestre abre espaço para a reflexão sobre os pilares do crescimento da atividade econômica, bem como o efeito de sua composição sobre a sensibilidade das receitas fiscais.

Como exercício contrafactual, é válido ressaltar que na ausência do choque positivo de oferta oriundo do setor agrícola o PIB ao invés de crescer 1,0% na margem teria registrado variação quase nula, sem o respaldo da demanda doméstica. Ainda, o impacto das colheitas sobre o PIB agropecuário, sazonalmente mais forte no primeiro trimestre, tende a ser diluído ao longo do ano.

Essas ponderações, em conjunto aos sinais ainda mistos sobre a evolução da economia vindos dos indicadores antecedentes de maio e abril, apontam para um PIB mais

fraco no segundo trimestre - com a possibilidade, inclusive, de que volte para o terreno negativo.

Exercícios preliminares apontam uma projeção de -0,3% frente ao primeiro trimestre (após ajuste sazonal). A herança estatística muito baixa decorrente das variações negativas na indústria (PIM), comércio (PMC) e serviços (PMS) no mês de março, pesquisas de alta frequência que são relevantes na apuração do PIB industrial e de serviços, faz com que a sustentabilidade do crescimento fique ainda mais desafiadora. O dado da produção industrial de abril (alta de 0,6% na margem), impulsionada pela produção de bens de capital e intermediários, por sua vez, despontou como um sinal positivo.

É fato que a dinâmica bastante favorável da inflação e o processo de flexibilização monetária conduzido pelo Banco Central trazem alento à dinâmica de consumo. O estímulo adicional decorrente do saque de recursos de contas inativas do FGTS deve também contribuir positivamente ao ciclo de recuperação nos próximos trimestres.

Nesse sentido, é válido mencionar que os *trackings* já realizados por algumas instituições² com o objetivo de rastrear a utilização dos recursos (se as famílias estão utilizando para reduzir sua alavancagem, poupar ou ampliar seu consumo) sugerem que o efeito observado sobre as vendas é positivo, porém menor que o potencial, uma vez que o comprometimento de renda das famílias com dívidas bancárias tende a fazer com que parte dos recursos sejam direcionados para a quitação de débitos.

O ajuste ainda presente no mercado de trabalho, expresso na manutenção da taxa de desemprego no patamar de 13,6% da força de trabalho de acordo com a PNAD Contínua de abril (2,4 pontos percentuais acima do mesmo período de 2016) e na diminuição do número de pessoas ocupadas com carteira assinada (-3,6% na comparação anual) atua como um contrapeso.

Por último, as turbulências no campo político aumentaram a incerteza sobre o processo de aprovação das reformas. Isso pode afetar o ritmo e o patamar de chegada da taxa de juros e as decisões de consumo e de

² Levantamento realizado pelo IBRE, no âmbito da Sondagem do Consumidor no mês de março, sugere que 9,6% dos que têm valores a receber planejam utilizar o recurso para compras. Estudo feito pela

Confederação Nacional do Comércio (CNC) aponta que metade dos recursos liberados em março foram gastos no varejo.

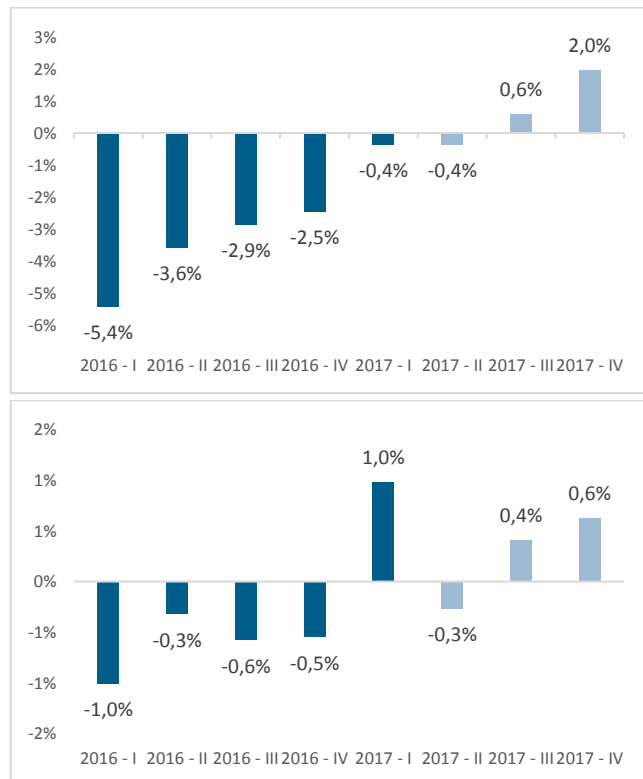
investimentos o que, naturalmente, contribuiria com uma trajetória de recuperação muito mais lenta da produção agregada nos próximos trimestres.

Nesse contexto, a dinâmica de crescimento do PIB torna-se ainda mais dependente do desempenho do setor externo, enquanto a retomada mais segura e consistente, catalisada pelos fundamentos da demanda doméstica, fica em compasso de espera.

Por todo o exposto, parece prematuro atribuir ao desempenho do primeiro trimestre o fim da atual recessão, sendo prudente observar os resultados da economia nos meses que seguem.

Por ora, a projeção para o PIB de 2017 fica mantida em 0,46%, embora avaliamos que a probabilidade de materialização de um cenário de crescimento mais baixo aumentou. A dinâmica esperada para os próximos trimestres (tanto na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior quanto na margem) se encontra nos gráficos abaixo. No último trimestre de 2017, o PIB deve apresentar uma taxa anualizada de crescimento ao redor de 2,0% ao ano.

GRÁFICO 3. PIB A PREÇOS DE MERCADO: VARIAÇÃO PERCENTUAL AO MESMO PERÍODO DO ANO ANTERIOR (ACIMA) AO PERÍODO IMEDIATAMENTE ANTERIOR



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

1.2 Inflação e política monetária

Tanto a manutenção da taxa de desemprego em patamar historicamente elevado quanto a medida da utilização da capacidade instalada na indústria (o NUCI medido pela Confederação Nacional da Indústria evidencia que os parques industriais operaram com 76,5% da capacidade em abril, número que é inferior à média dos últimos cinco anos, de 80%) ilustram uma situação de elevado grau de ociosidade dos fatores de produção.

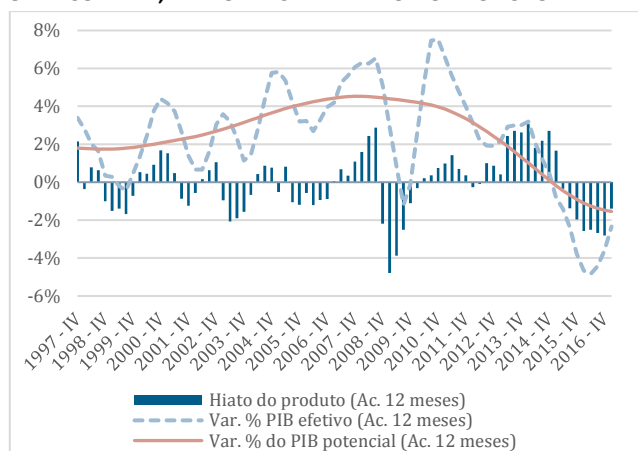
Utilizando o filtro HP³ como ferramenta estatística para a estimação do produto potencial, obtém-se que o hiato do produto, entendido como a diferença entre o PIB efetivo e o PIB potencial, parece caminhar para a

³ O Filtro HP – Hodrick e Prescott (1997) – é uma abordagem estatística utilizada para o cálculo do PIB potencial. Apesar de ser uma variável não observada diretamente (o que faz com que existam diversos métodos desenvolvidos para sua extração, alguns apenas estatísticos, outros levando em conta a estrutura da economia), o PIB potencial é uma informação relevante para a política econômica, uma vez que exibe

a capacidade de crescimento que pode ser atingida com o pleno emprego dos fatores de produção. Ainda, pode ser entendido como o nível máximo de expansão do produto compatível com a estabilidade de preços.

neutralidade, embora ainda permaneça aberto (no terreno negativo).

GRÁFICO 4. PIB, PIB POTENCIAL E HIATO DO PRODUTO



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Apesar das críticas ao uso do filtro HP para a obtenção da medida de hiato, como por exemplo a superestimação da queda do PIB potencial, o exercício é válido para ilustrar a magnitude do ciclo recessivo iniciado em 2015 e o efeito negativo sobre a capacidade produtiva.

Dentre outros fatores, o tamanho da variação do hiato - e a longa duração no terreno negativo - concorre para explicar a trajetória descendente da inflação ao consumidor. Em maio, a variação acumulada em 12 meses do IPCA foi de 3,6%, mais baixa desde maio de 2007 (resultado da variação de 4,41% dos preços administrados e de 3,34% dos preços livres).

Além do bom desempenho da inflação corrente (tanto no atacado quanto no varejo), a mediana das expectativas da pesquisa Focus (divulgada no relatório do dia 5 de junho) encontra-se em 3,9% para 2017, 4,4% para 2018 e 4,25% para 2019.

Em síntese, os sinais de lenta recuperação do lado da atividade (ainda sem tração do consumo e dos investimentos), do comportamento benigno da inflação corrente e das expectativas justificariam a continuidade do ciclo de redução da taxa básica de juros, atualmente em 10,25%.

O Banco Central, no entanto, deixou um sinal no comunicado da decisão do COPOM de maio – que reduziu

a Selic em 1 ponto percentual – para uma provável redução do atual ciclo de corte dos juros. A postura mais cautelosa advém da deterioração da crise política, que eleva as chances de não aprovação das reformas e interrupção dos ajustes em curso na economia.

Em linhas gerais a argumentação reside no fato de que a maior percepção de risco depreciaria a taxa de câmbio, e o aumento das expectativas de inflação levaria o Banco Central a apertar as condições monetárias, elevando o custo do crédito. Além do canal da taxa de câmbio, o ambiente de maior turbulência naturalmente tem potencial para afetar os índices de confiança de empresários e consumidores e recolocar as discussões sobre o *timing* e condições de retomada do PIB.

Nesse ambiente menos propício à implementação do ajuste fiscal, a taxa de juros estrutural da economia convergiria para um patamar mais elevado.

Apesar da elevação já observada no prêmio de risco país, na estrutura a termo da taxa de juros e na taxa de câmbio, ainda não é clara a direção de convergência desses preços. De modo geral, a despeito do choque político, parece haver uma percepção no mercado de que a condução da agenda econômica não está totalmente paralisada. Adicionalmente, a robustez dos números do balanço de pagamentos amplia a margem para a economia conseguir absorver choques.

Diante do conjunto de indefinições que paira sobre a evolução do cenário político (e da condução das reformas entendidas como essenciais ao equilíbrio fiscal) torna-se prudente simular a trajetória de algumas variáveis macroeconômicas nos próximos anos. Esse exercício é relevante para quantificar os impactos de cenários alternativos prováveis na dívida pública, nos principais resultados fiscais e no risco de insolvência frente aos novos acontecimentos.

1.3 Simulações de cenários alternativos

As simulações foram construídas para três cenários condicionados à evolução da agenda de reformas, precisada através da evolução do prêmio de risco (medido pelo Embi+ Risco-Brasil⁴) e da taxa nominal de juros. Na sequência foram derivados os efeitos sobre a

⁴ O Embi (*Emerging Markets Bond Index*) é um índice que mostra a diferença do retorno médio diário dos preços dos títulos da dívida do

País em questão frente ao retorno dos títulos do tesouro norte-americano. Quanto maior a diferença, maior é a percepção do risco.

taxa de câmbio, o cenário prospectivo de inflação, a taxa real de juros, PIB e mercado de trabalho (as projeções resultantes estão sintetizadas na tabela 2).

A hipótese por trás do cenário 1 (cenário base da IFI) é a de que o quadro político mais conturbado resultaria no atraso da aprovação das reformas. A trajetória delineada para o prêmio de risco, nesse caso, contempla a manutenção do patamar registrado em meados de maio (ao redor de 300 pontos).

GRÁFICO 5. PRÊMIO DE RISCO (EMBI +): DADOS DIÁRIOS ATÉ O DIA 02 DE JUNHO DE 2017



Fonte: JP Morgan e Ipeadata. Elaboração: IFI.

Nesse ambiente de maior incerteza sobre a evolução dos preços dos ativos, aumentaria a probabilidade de redução do tamanho do ciclo de corte de juros, e a Selic final de período atingiria a taxa de 9,0% ao ano em 2017 – mantida nesse patamar em todo horizonte de projeção. A meta de inflação foi mantida em 4,5%.

No cenário 2, pressupõe-se rápido equacionamento da crise política. À medida que se abre um caminho mais célere para a aprovação das reformas, o prêmio de risco poderia caminhar e convergir para 200 pontos, enquanto a Selic poderia ser levada para 8,0% em 2017 (convergindo para 7,5% no longo prazo). A meta de inflação reduz-se para 4,25% em 2019 e para 4,0% a partir de 2020.

No cenário 3, a crise política culminaria em um desfecho mais traumático, o que prejudicaria as reformas e o ajuste fiscal. Na consolidação desse quadro pessimista, assumiu-se que o prêmio de risco voltaria para o patamar

de 450 pontos e o Banco Central anteciparia o fim do ciclo de redução de juros, voltando a aumentar a Selic para 10% até o fim de 2017 e para 11% em 2018. A taxa ficaria mantida nesse patamar em todo horizonte de projeção (ver tabela 2). A meta de inflação também foi mantida em 4,5%.

Tomando por base um modelo estrutural de paridade não coberta⁵, em que as variações da taxa de câmbio respondem ao diferencial de juros interno e externo e ao prêmio de risco, estima-se que o patamar atual da taxa de câmbio (R\$ 3,28/US\$) poderia subir, no cenário 1, para R\$ 3,43/US\$ no final de 2017 e R\$ 3,59/US\$ ao final de 2018. A inflação, neste cenário, encerraria 2017 em 4,16% e 2018 em 4,60%.

A recuperação da atividade econômica deve ocorrer de maneira moderada, com expansão de 0,46% em 2016 e 1,93% em 2017. No longo prazo, a taxa de juros real caminha para um patamar próximo de 4,5% ao ano, e o PIB apresenta crescimento médio ao redor de 2,0%⁶.

No cenário 2, a redução do diferencial de juros e do prêmio de risco, a taxa de câmbio migraria para R\$ 3,26/US\$ em 2017 e R\$ 3,35/US\$ em 2018, e a inflação apresenta um cenário mais benigno (4,00% em 2017 e 3,95% em 2018).

O ambiente torna-se mais propício ao crescimento, havendo fôlego adicional para a retomada da atividade ao longo do segundo semestre. Nesse ambiente, a taxa de juros real convergiria para um patamar mais próximo de 3,0% ao ano, enquanto o PIB de longo prazo cresceria, em média, 2,88% ao ano.

No cenário 3, a taxa de câmbio é estimada em R\$ 3,86/US\$ em 2017 e R\$ 4,29/US\$ em 2018. Além do câmbio mais depreciado, o efeito da piora das expectativas de inflação poderiam levar o IPCA para 4,8% e 5,4%, respectivamente.

Diante deste quadro, haveria um efeito adverso sobre a confiança dos agentes econômicos e também sobre a perspectiva de custo e retorno dos investimentos, o que poderia levar o PIB à nova contração em 2017 (-0,3%) e estagnação em 2018.

⁵ É uma relação teórica entre a taxa de câmbio e a taxa de juros.

⁶ Para o PIB nominal em reais, foi assumida a premissa de que o deflator implícito varie à mesma taxa de inflação ao consumidor.

O PIB de longo prazo, nesse caso, caminha para um potencial de crescimento mais baixo (1,2%), e a taxa de

juros real, necessariamente, convergiria para um nível mais elevado (5,6% ao ano).

TABELA 2. SIMULAÇÕES DOS CENÁRIOS ALTERNATIVOS

Cenário 1	2014	2015	2016	2017 (última informação)	2017	2018	Média 2019-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5779	6001	6267	6363	6557	6992	10855
PIB - Crescimento real (% a.a.)	0,50	-3,77	-3,59	-2,34	0,5	1,9	2,1
IPCA - acum. (% no ano)	6,41	10,67	6,29	4,08	4,2	4,6	4,4
Ocupação (crescimento %)	1,49	0,03	-1,91	-1,97	-1,0	1,0	1,1
Massa salarial (crescimento %)	2,91	-0,18	-3,28	-1,62	1,0	2,0	2,0
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,66	3,90	3,26	3,28	3,4	3,6	3,8
Juros reais <i>ex-post</i> (% a.a.)	5,02	3,23	7,02	6,42	4,6	4,2	4,4
Juros reais <i>ex-ante</i> (% a.a.)	5,96	8,34	6,45	4,36	4,8	4,8	4,4
Selic - final de período (% a.a.)	11,75	14,25	13,75	10,25	9,0	9,0	9,0
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	284	300	300	300
Cenário 2	2014	2015	2016	2017 (última informação)	2017	2018	Média 2019-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5779	6001	6267	6363	6564	7006	11086
PIB - Crescimento real (% a.a.)	0,50	-3,77	-3,59	-2,34	0,7	2,7	2,9
IPCA - acum. (% no ano)	6,41	10,67	6,29	4,08	4,0	4,0	4,0
Ocupação (crescimento %)	1,49	0,03	-1,91	-1,97	-0,5	1,6	1,4
Massa salarial (crescimento %)	2,91	-0,18	-3,28	-1,62	2,1	3,2	2,8
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,66	3,90	3,26	3,28	3,3	3,4	3,5
Juros reais <i>ex-post</i> (% a.a.)	5,02	3,23	7,02	6,42	3,8	3,9	3,4
Juros reais <i>ex-ante</i> (% a.a.)	5,96	8,34	6,45	4,36	4,3	4,3	3,4
Selic - final de período (% a.a.)	11,75	14,25	13,75	10,25	8,0	8,0	7,5
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	284	200	200	200
Cenário 3	2014	2015	2016	2017 (última informação)	2017	2018	Média 2019-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	5779	6001	6267	6363	6550	6903	10677
PIB - Crescimento real (% a.a.)	0,50	-3,77	-3,59	-2,34	-0,3	0,0	1,3
IPCA - acum. (% no ano)	6,41	10,67	6,29	4,08	4,8	5,4	5,1
Ocupação (crescimento %)	1,49	0,03	-1,91	-1,97	-1,6	-0,4	0,9
Massa salarial (crescimento %)	2,91	-0,18	-3,28	-1,62	-0,4	-0,7	1,2
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,66	3,90	3,26	3,28	3,9	4,3	4,7
Juros reais <i>ex-post</i> (% a.a.)	5,02	3,23	7,02	6,42	5,0	4,4	5,6
Juros reais <i>ex-ante</i> (% a.a.)	5,96	8,34	6,45	4,36	5,2	4,7	5,6
Selic - final de período (% a.a.)	11,75	14,25	13,75	10,25	10,0	11,0	11,0
Prêmio de Risco (EMBI-BR) - final de período	259	523	328	284	450	450	450

Fonte: IBGE, Banco Central e IPEADATA. Elaboração e projeções: IFI.

2. CENÁRIOS FISCAIS

Em linha com os três cenários construídos na seção anterior para evolução das principais variáveis macroeconômicas, esta seção dedica-se a explicitar as premissas utilizadas para simulação da estrutura de

resultado primário do governo central. Os cenários fiscais elaborados estão, naturalmente, amarrados as premissas macro explicitadas anteriormente. As simulações contemplam ainda os demais entes que compõem o setor público consolidado: governos

regionais (estados, municípios e suas respectivas estatais) e as empresas estatais federais.

O método utilizado para simulação da estrutura de receitas e despesas primárias do governo central difere das anteriormente realizadas pela IFI. Enquanto a mecânica atual de projeção foi feita de baixo para cima, levando-se em conta grande detalhamento da estrutura do gasto público e da arrecadação, a técnica anterior trabalhou de forma mais agregada, com foco na receita líquida e no total da despesa primária.

Essa diferença de abordagem produziu uma melhoria nos resultados fiscais primários, que passaram a registrar seu ponto de virada de déficit para superávit primário em 2023 (ante 2025), no cenário 1 (base)⁷. De outra forma, o detalhamento na composição das receitas e despesas ampliou a sensibilidade das variáveis fiscais às premissas macroeconômicas utilizadas, alterando a estimativa para o resultado fiscal.

Em relação às previsões para o resultado primário feitas anteriormente e consolidadas no quadro resumo dos RAF's, houve melhora no saldo fiscal do setor público em todos os períodos. O mesmo verifica-se para o governo central, com exceção deste e do próximo ano, cujo déficit foi ampliado para R\$144,1 bilhões (-2,2% do PIB) e R\$167 bilhões (-2,39% do PIB). A Tabela 3, abaixo, sintetiza as diferenças.

TABELA 3. EXPECTATIVAS IFI PARA O RESULTADO PRIMÁRIO (% DO PIB)

Edições do Resultado Fiscal Primário	Projeções				
	2017	2018	2019	2020	2021
Versão Passada					
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-2,28	-2,41	-1,94	-1,6	-1,18
d/q Governo Central	-2,14	-2,35	-1,89	-1,55	-1,14
Versão Atual					
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-2,18	-2,33	-1,72	-1,24	-0,73
d/q Governo Central	-2,20	-2,39	-1,82	-1,36	-0,87
Atual vs Passada					
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	0,10	0,08	0,22	0,36	0,45
d/q Governo Central	-0,06	-0,04	0,07	0,19	0,27

Elaboração e projeções: IFI.

A piora da nossa expectativa para o resultado do governo central para este e próximo ano, de -R\$144,1 bilhões (ante -R\$139 bilhões) e -R\$167 bilhões (ante -R\$163 bilhões), decorre, conforme destacado nos parágrafos anteriores, de alterações promovidas no método de projeção e análise dos resultados fiscais, mais detalhados. Assim como não houve alteração da premissa de crescimento real do PIB, está também mantida nossa expectativa em torno do volume das receitas extraordinárias, de R\$71,9 bilhões⁸. A tabela 2, abaixo, enumera a composição dessas receitas.

⁷ As simulações anteriores da IFI respondiam apenas por um único cenário fiscal.

⁸ A primeira edição do volume de receitas extraordinárias pode ser acessada através do endereço eletrônico: <http://bit.ly/2r9af6T>.

TABELA 4. COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS EXTRAORDINÁRIAS (R\$ MILHÕES)

Discriminação	2017				
	LOA	Relat. 1º Bim.	Decreto 9.018/17	Decreto 9.062/17	IFI
TOTAL	83.444	50.207	61.507	76.366	71.920
1. Edições Passadas de Refis	18.600	15.245	15.245	12.138	15.549
1.1 Refis 2009	18.600	15.245	15.245	12.138	5.762
1.2 Refis 2013					3.205
1.3 Refis 2014					6.582
2. Novas edições de Refis	10.000	8.000	8.000	18.900	10.000
2.1 Refis de Dívidas Tributárias (MP 783/17)	10.000	8.000	8.000	13.300	10.000
2.2 Refis de Dívidas Não Tributárias (MP 780/17)	0	0	0	3.400	0
2.3 Refis Previdenciário (MP 778/17)	0	0	0	2.200	0
3. Colateral por Venda de Ativos	11.800	0	0	0	8.871
3.1 IPO da Caixa Seguridade	11.800	0	0	0	3.150
3.2 IPO do Irb		0	0	0	1.800
3.3 IPO da Br Distribuidora		0	0	0	3.921
3.4 Lotex		0	0	0	0
4. Outras Receitas	43.044	26.962	38.262	45.328	37.500
4.1. Repatriação (RERCT)	13.200	13.200	13.200	13.200	10.000
4.2. Operação com Ativos	5.881	2.956	2.956	2.976	3.500
4.3. Concessões e Permissões	23.963	10.806	20.906	27.952	24.000
4.4. IOF Cooperativas	0	0	1.200	1.200	0

Fonte: Receita Federal (RFB) e Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Elaboração: IFI.

Importa notar que o volume e composição das receitas extraordinárias constantes das diferentes fases orçamentárias são estimadas pela IFI, uma vez que os montantes citados nas publicações governamentais são agregados e não discriminam a expectativa de receita para cada evento não recorrente ou extraordinário.

Dentre as alterações mais recentes verificadas na *proxy* da estimativa do governo, chama atenção a edição de mais três programas de refinanciamento de dívidas (MP 778/17 e MP 780/17), com reedição do programa de regularização tributária (atual MP 783/17, ante MP766/17), que perdeu validade por não ter sido apreciada dentro do prazo legal. As receitas esperadas com as diferentes rodadas de “Refis”, alcançam R\$31,1 bilhões ou cerca de 41% do volume de receita extraordinária estimada no último decreto.

A esse respeito, uma leitura mais detida é primordial. Conforme temos destacado em diferentes edições do RAF, os sucessivos programas especiais de parcelamento de dívidas podem ser um dos fatores, além da própria piora da atividade econômica no período recente, por trás do desempenho insatisfatório da arrecadação federal. De acordo com informações da RFB, nos últimos 16 anos houveram cerca de 30 programas de parcelamentos especiais, todos com prazos extremamente alongados e com expressivos descontos de juros, multa e mora. Há, portanto, mais de um parcelamento especial por ano, em média, o que pode

caracterizar-se como um incentivo perverso à adimplência tributária.

Os efeitos deletérios dessa prática ficam evidenciadas na própria exposição de motivos da MP 783/17, que apesar de estimar um ganho fiscal de R\$13,3 bilhões neste ano, aponta renúncia de receita superior a R\$6 bilhões no triênio seguinte: 2018 (R\$-2,91 bilhões), 2019 (-R\$2,03 bilhões) e 2020 (-R\$1,12 bilhões).

A atual estimativa para o total de receita não recorrente do governo, portanto, é R\$4,4 bilhões superior ao estimado pela IFI, cujo montante não sofreu alteração e permanece em R\$71,9 bilhões. Apesar da manutenção da nossa expectativa para esse conjunto de receitas, é indispensável atentar para o volume de receitas extraordinárias que dependem do avanço da agenda de venda de ativos (R\$8,9 bilhões). Conforme temos mencionado em diferentes edições do RAF, diante do avanço pouco célere do conjunto de ativos que lastreiam estas receitas, há risco de viabilização.

Para este ano, o cenário 1 (base) aponta que a despeito da piora na expectativa de resultado primário do governo central, o melhor resultado esperado para estados e municípios, associado à possibilidade de compensação das metas entre esses governos, levará ao cumprimento da meta fiscal estabelecida para o setor público consolidado.

Diante das incertezas presentes no cenário político-econômico e das potenciais mudanças federativas envolvendo a adesão de estados ao regime de recuperação fiscal (RRF)⁹, há riscos perceptíveis que podem impactar essa dinâmica. No entanto, importa notar que o elevado saldo fiscal acumulado pelos governos regionais no primeiro quadrimestre, de R\$19 bilhões na metodologia abaixo-da-linha, constitui-se em importante amortecedor para o resultado estimado no cenário 1 deste ano.

Contudo, na medida em que é baixa a probabilidade de reação do conjunto de receitas mais correlacionadas com a atividade econômica, a possível frustração de receitas não recorrentes (ou extraordinárias) pode ampliar a expectativa para o déficit primário do governo central e, inclusive, ensejar o descumprimento da meta fiscal do setor público consolidado neste ano. Há, portanto, riscos relevantes que devem ser atentamente monitorados.

Dando sequência à apresentação dos resultados fiscais no curto, médio e longo prazos, importa notar que as premissas utilizadas nos cenários fiscais 1 (base), 2 (otimista) e 3 (pessimista) contemplam, além das variações já explicitadas no contexto macroeconômico, três dinâmicas distintas para as despesas de pessoal e encargos bem como para os benefícios previdenciários.

Para todos os cenários, a hipótese para a regra de correção do salário mínimo¹⁰ a partir de 2020 é a inflação do ano anterior. Nota-se ainda que como a restrição para o crescimento da despesa primária é dada pela regra do teto, nosso indicador de margem fiscal reflete os ajustes necessários para que a restrição não seja violada.

Já os componentes da receita primária respondem aos impulsos produzidos pelas diferentes hipóteses para, principalmente, o crescimento econômico e a massa salarial. Ambos serão detalhados nos parágrafos seguintes.

Do ponto de vista do gasto público, o método de simulação levou em conta os dois principais grupos de despesa primária: tanto aqueles sujeitos ao teto quanto os não sujeitos, a exemplo das complementações ao Fundeb, das despesas relativas ao fundo constitucional do DF (FCDF), dos gastos com eleições, dentre outras.

Com isso, importa notar, as simulações realizadas encontram-se devidamente harmonizadas, para todos os períodos, com os resultados apresentados no box sobre a margem fiscal.

2.1 Simulações de cenários alternativos

Nas três simulações, foram estimados os principais itens da despesa primária, em particular aqueles associados ao grupo de transferência de renda, responsáveis por cerca de 55% da despesa sujeita ao teto. Além dos benefícios previdenciários do RGPS, os gastos com benefícios de prestação continuada (BPC), abono e seguro desemprego e o programa bolsa família, compõem as transferências de renda.

Na medida em que a dinâmica dos gastos com abono e seguro desemprego, BPC e o programa bolsa família são particularmente influenciados ou pela premissa de crescimento do salário mínimo ou da inflação, as hipóteses assumidas em cada um dos três cenários, para cada uma dessas variáveis, constituem-se no principal vetor entre as diferenças de estimação dessas rubricas do gasto público. A premissa de crescimento vegetativo do número de beneficiários do BPC, de 3,4% ao ano, é igual em todos os cenários.

Adicionalmente ao impacto das premissas macroeconômicas utilizadas em cada um dos cenários, assumimos ainda que os gastos com os benefícios do RGPS e com a folha do funcionalismo serão diferentes.

Quanto ao gasto com pessoal, as hipóteses são de correção dada pela inflação média verificada nos últimos dois anos, seguida pelo crescimento vegetativo de 1%, 0% e 1,5% nos cenários 1 (base), 2 (otimista) e 3 (pessimista), respectivamente. Já em relação a taxa de crescimento do número de beneficiários do regime privado de previdência (RGPS), assumimos avanço de 2,9%, 2,4% e 3,4%, respectivamente para cada cenário ao longo do horizonte de projeção.

A assumpção dessas hipóteses procura contemplar, em alguma medida, os potenciais desdobramentos em torno da agenda de reforma previdenciária. No cenário 3 (pessimista), o avanço de 3,4% ao ano decorre da

⁹ Publicado em 19/05/2017 através da Lei Complementar nº 159/17. Disponível em: <http://bit.ly/2s7r9aC>.

¹⁰ Até 2019, a regra de correção é dada pelo crescimento real do PIB de dois anos antes mais a variação da inflação (INPC) apurada no ano anterior.

manutenção das regras atuais de elegibilidade nas concessões dos benefícios previdenciários. Ou seja, é o cenário sem reforma.

O cenário 2 (otimista), parte do princípio de que não serão promovidas novas alterações no texto da reforma aprovada na comissão especial, de tal maneira que a perda em relação a proposta original¹¹ seria de 0,5 pontos percentuais ao ano ou cerca de 25%. Com isso, a taxa de crescimento vegetativo, por hipótese, seria de 2,4% ao ano.

Já no cenário 1 (base), o avanço a taxa de 2,9% ao ano leva em consideração que haverá avanço da proposta de reforma do RGPS, ainda que haja dilatação do tempo para sua aprovação e alguma perda adicional decorrente de nova flexibilização (frente à proposta original) que garanta sua aprovação.

Importa notar que as hipóteses assumidas são *ad hoc*, ainda que busquem guardar coerência com os números apresentados até o momento no bojo das discussões da reforma previdenciária. A mensuração oficial da IFI dos ganhos e perdas da referida reforma serão breve e futuramente divulgadas em estudo especial dedicado ao tema.

Do ponto de vista da sistemática de projeção de receitas, foram estimados os grupos de receita administrada e não administrada pela RFB, bem como as receitas previdenciárias. Essa ótica permite-nos ampliar a sensibilidade da arrecadação aos parâmetros macroeconômicos utilizados como premissa que, antes da projeção propriamente dita, devem ser ajustadas pelo impacto provocado pelas receitas atípicas – referidas na Tabela 4.

Uma vez apurada a receita recorrente, são utilizados os coeficientes que medem a sensibilidade¹² da receita ao

PIB e à massa salarial. Para as receitas tributárias administradas pela RFB, foi utilizada elasticidade de 1,25, enquanto o coeficiente para a receita previdenciária foi de 1,1. O subgrupo de receitas não administradas, equivalentes a cerca de 10% da receita bruta, foram individualmente estimadas debaixo para cima.

Dentre o conjunto de receitas não administradas mais relevantes, temos as receitas com concessões e permissões, dividendos e compensações financeiras, reflexo principalmente da arrecadação de royalties e participação especial de petróleo. Para esse último, foi utilizada premissa de 50 US\$/ barril e ampliação da produção doméstica ao ritmo de 3% ao ano, enquanto para as receitas decorrentes da remessa de dividendos das estatais federais, a hipótese é de gradativa reversão à média verificada no período de 2001 a 2008, de 0,28% do PIB. Para as receitas com concessões e permissões, há também gradual reversão a média de 0,1% do PIB ao longo dos anos, premissa equivalente a um volume de R\$15 bilhões anuais de 2019 a 2030.

Como resultado das simulações, haveria uma virada do resultado fiscal de 3,8, 5 e 2,5 pontos de percentagem do PIB nos cenários 1, 2 e 3, respectivamente em 2026, fim do primeiro ciclo decenal da regra do teto de gastos. Até o fim do horizonte de projeção considerado, 2030, a virada fiscal é de 5,6, 7,5 e 3,8 pontos de percentagem do PIB.

Os resultados apontam que a superação do déficit para superávit primário seria alcançada apenas em 2023 (0,25% do PIB), 2022 (0,45% do PIB) e 2026 (0,2% do PIB), respectivamente, nos cenários 1, 2 e 3. Já a produção do resultado primário requerido para estabilizar a dívida pública, levará tempo ainda mais dilatado – tema abordado na Seção 5. Os resultados são sintetizados na Tabela 5.

¹¹ A proposta de reforma previdenciária original produzia como resultado das mudanças nas regras de concessão dos benefícios, uma taxa de crescimento vegetativo em torno de 2% ao ano.

¹² A IFI vem realizando estudos acerca da evolução dos coeficientes da arrecadação à distintos períodos da economia e bases tributárias. As

premissas utilizadas neste momento, portanto, não tem a pretensão de esgotar o estudo e avaliação deste importante tema para evolução da política fiscal no país.

TABELA 5. EVOLUÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO NOS DIFERENTES CENÁRIOS (% DO PIB)

Cenários	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Cenário Base														
Resultado Primário GC (acima da linha)	-2,20	-2,39	-1,82	-1,36	-0,87	-0,43	0,06	0,52	0,98	1,41	1,86	2,32	2,78	3,23
Receita Líquida	17,52	17,35	17,51	17,62	17,74	17,83	17,92	18,02	18,13	18,24	18,35	18,47	18,60	18,74
Despesa Primária	19,72	19,74	19,32	18,98	18,61	18,25	17,86	17,50	17,15	16,83	16,48	16,15	15,82	15,51
Governos Subnacionais	0,07	0,10	0,13	0,15	0,17	0,19	0,20	0,21	0,22	0,23	0,24	0,24	0,24	0,25
Estatais Federais	-0,05	-0,04	-0,04	-0,03	-0,03	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Primário Consolidado	-2,18	-2,33	-1,72	-1,24	-0,73	-0,26	0,25	0,72	1,19	1,63	2,09	2,55	3,02	3,47
Cenário Otimista														
Resultado Primário GC (acima da linha)	-2,14	-2,29	-1,62	-1,05	-0,43	0,14	0,76	1,35	1,95	2,54	3,15	3,77	4,39	5,00
Receita Líquida	17,57	17,45	17,59	17,69	17,84	17,97	18,14	18,31	18,51	18,72	18,95	19,19	19,45	19,71
Despesa Primária	19,72	19,74	19,20	18,74	18,27	17,83	17,37	16,96	16,55	16,18	15,80	15,43	15,06	14,70
Governos Subnacionais	0,11	0,16	0,21	0,25	0,28	0,31	0,34	0,36	0,37	0,39	0,40	0,40	0,41	0,41
Estatais Federais	-0,05	-0,04	-0,03	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Primário Consolidado	-2,08	-2,17	-1,43	-0,82	-0,16	0,45	1,09	1,70	2,32	2,92	3,55	4,17	4,80	5,41
Cenário Pessimista														
Resultado Primário GC (acima da linha)	-2,24	-2,67	-2,25	-1,92	-1,56	-1,24	-0,87	-0,53	-0,20	0,10	0,42	0,75	1,08	1,40
Receita Líquida	17,47	17,07	17,22	17,36	17,50	17,58	17,66	17,73	17,81	17,87	17,94	18,01	18,09	18,16
Despesa Primária	19,72	19,74	19,47	19,28	19,06	18,82	18,53	18,27	18,01	17,77	17,52	17,26	17,01	16,77
Governos Subnacionais	-0,02	0,01	0,03	0,04	0,06	0,07	0,08	0,09	0,10	0,11	0,11	0,12	0,12	0,12
Estatais Federais	-0,05	-0,04	-0,03	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Primário Consolidado	-2,31	-2,71	-2,25	-1,90	-1,52	-1,18	-0,80	-0,45	-0,11	0,20	0,53	0,86	1,19	1,52

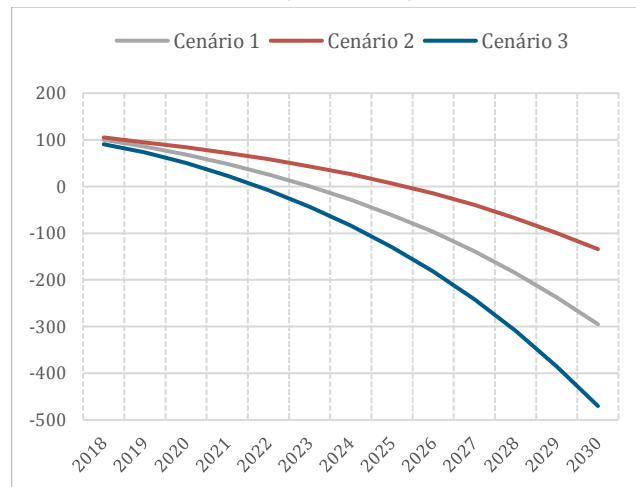
Elaboração e projeções: IFI.

Vale destacar que mesmo no cenário otimista, onde há ganho fiscal relevante em torno da reforma previdenciária e notável ajuste na folha de pagamento da União, o setor público deve continuar operando com saldo fiscal negativo até 2021. Ou seja, tomando o período completo de déficit primário, seriam 8 anos de saldo fiscal negativo. A caminhada até um patamar de superávit primário mais robusto deve levar ainda 5 anos adicionais, aproximadamente.

A complexidade em torno dos cenários é ainda superior ao que parece. Isso porque, para que cumprir a restrição de crescimento da despesa primária, ou seja, não furar o teto de gastos, será preciso reduzir a despesa em R\$97 bilhões, R\$14,4 bilhões e R\$181,6 bilhões, respectivamente, nos cenários 1 (base), 2 (otimista) e 3 (pessimista) em 2026, primeiro decêndio da EC 95/16. Tomando o horizonte final do exercício, o corte de gastos seria da ordem de R\$295 bilhões, R\$134,1 bilhões e R\$470,1 bilhões, respectivamente.

Conforme se percebe, são bilionários o volume das reduções de despesa obrigatória requeridas para não violar o teto de gastos, mesmo no cenário otimista, onde a redução é relativamente mais moderada (de R\$14,4 bilhões e R\$134,1 bilhões em 2026 e 2030, respectivamente). O Gráfico 6 denota a trajetória de redução da despesa intertemporalmente.

GRÁFICO 6. REDUÇÃO DE GASTO OBRIGATÓRIO REQUERIDO PARA NÃO VIOLAR O TETO (R\$ BILHÕES)



Elaboração e projeções: IFI.

A magnitude agigantada da redução de gasto requerida não quer dizer, absolutamente, que se deva abandonar a restrição ao crescimento do gasto público. Conforme destacado no tópico 4.2, os cenários para a trajetória da dívida pública bruta apontam relevante piora, mesmo diante da premissa de que as reduções de despesa primária necessárias para não violar o tempo sejam realizadas. O desafio, portanto, de readequar o orçamento público ao nível de riqueza produzida pelo país é particularmente significativo e exigirá, do sistema

político e da sociedade como um todo, decisões da maior relevância.

É fundamental notar ainda para os canais de transmissão que a direção do processo de consolidação fiscal produz na economia. A percepção por parte dos agentes econômicos de que o equilíbrio das finanças públicas é visto pela sociedade como crível e prioritário, através de suas escolhas político-eleitorais, é crucial no processo de antecipação dos ganhos decorrentes da expectativa positiva dessa agenda. Dessa forma, há uma retroalimentação positiva (negativa) entre o avanço (retrocesso) da agenda de equilíbrio fiscal e o risco, de solvência, em particular, percebido pelos agentes econômicos.

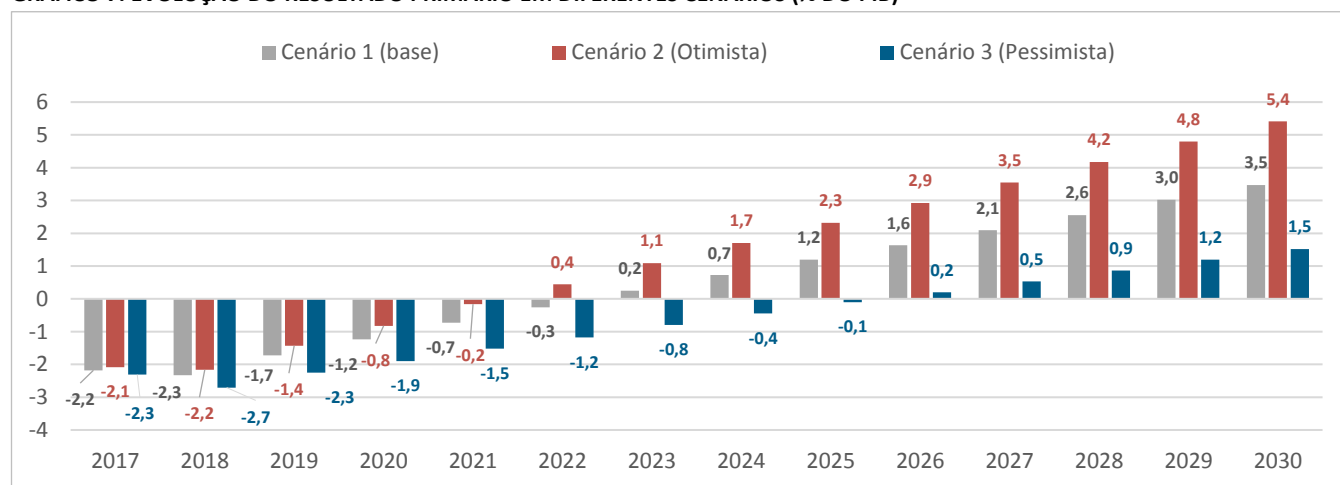
A taxa de juros e de câmbio, principais canais de transmissão desse risco percebido, são resultantes dessa relação. Por sua vez, na medida em que a taxa de juros é basilar na definição do custo de rolagem da dívida pública, o caminho a ser perseguido em torno da profundidade e velocidade da consolidação fiscal, possui

impacto direto na trajetória (mais ou menos positiva) de endividamento.

É essencial notar ainda que, mesmo diante de “impossibilidades matemáticas” de redução de elevado volume de gastos, o esforço empreendido na direção do equilíbrio elementar entre receitas e despesas, deverá ser capturado pelos agentes econômicos e refletir-se-á na dinâmica mais benevolente das taxas de juros e da dívida pública.

De maneira sintética, é possível notar que mesmo diante de uma reforma previdenciária e de ajustes importantes no ônus com a folha de funcionalismo público, será preciso otimizar outras importantes despesas primárias. Ou seja, a agenda é de reformar o gasto público como um todo, e não apenas a previdência social (pública e privada). Do sucesso dessa agenda, depende a recuperação do saldo fiscal (evidenciado no gráfico 2) e a estabilidade, para posterior redução, do nível de endividamento do país.

GRÁFICO 7. EVOLUÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO EM DIFERENTES CENÁRIOS (% DO PIB)



Elaboração e projeções: IFI.

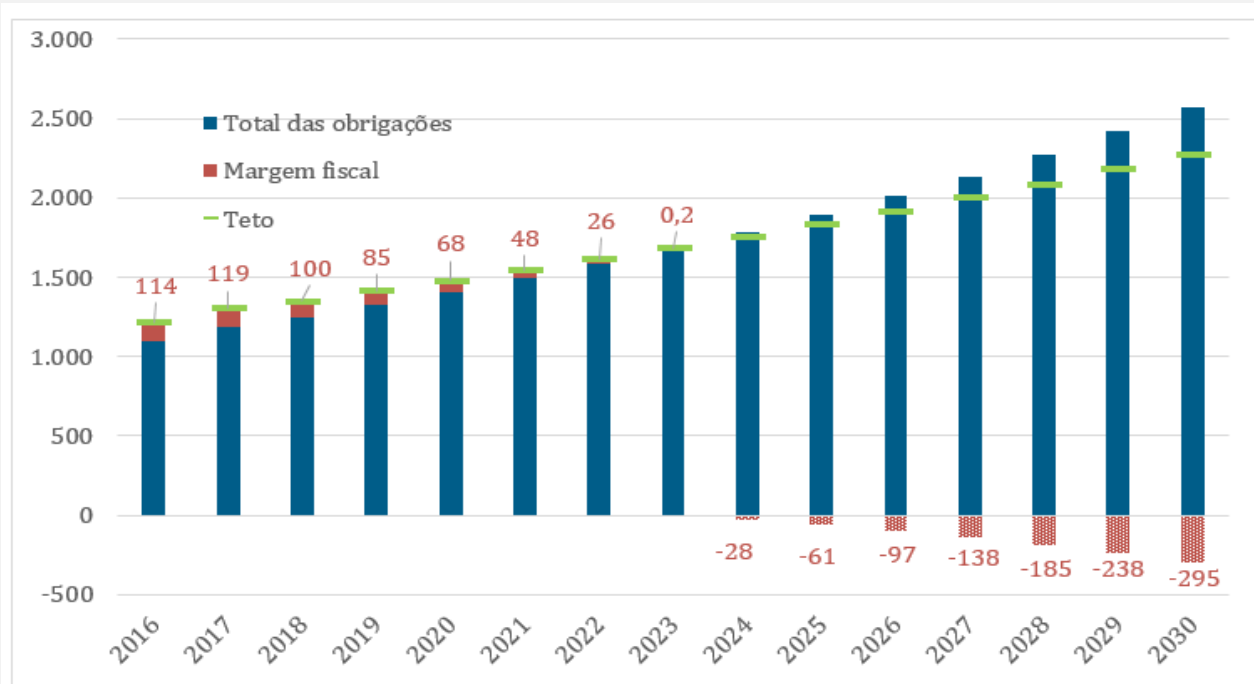
Box. Mais um olhar sobre a margem fiscal da União

No RAF de maio¹³, calculamos a margem fiscal, uma medida do volume de despesas que ainda poderiam ser executadas pelo Executivo federal após o pagamento das despesas obrigatórias, sem que fosse ultrapassado o teto constitucional para as despesas primárias da União (Emenda Constitucional nº 95, de 2016). Esse valor, portanto, é obtido pela diferença entre o referido teto e o total das despesas que constituem obrigações para a União.

A margem, por construção, é diferente da soma das despesas discricionárias, pois neste conjunto há despesas que deverão ser executadas para efeito de cumprimento das aplicações mínimas em saúde e educação. No cálculo proposto, também nos limitamos à margem fiscal do Poder Executivo, excluindo, nesse sentido, as despesas discricionárias dos demais Poderes, Ministério Público e Defensoria Pública da União.

Essa medida é relevante pois, a persistir o crescimento recente das despesas obrigatórias da União – na média, superior à inflação – e considerando nosso cenário-base¹⁴ (conforme Seção 2), a margem fiscal deve se tornar negativa em 2024. Na prática, uma margem fiscal negativa apenas diz que o total das obrigações do governo excede o limite das despesas primárias. Em 2017, a margem fiscal deve ser da ordem de R\$ 119 bilhões, ou apenas 9% do total de despesas sujeitas ao teto.

EVOLUÇÃO DAS OBRIGAÇÕES E DA MARGEM FISCAL DA UNIÃO – 2016 A 2030



Fonte: Tesouro Nacional e Siga Brasil (valores realizados) e IFI (projeções). Elaboração: IFI.

Vale observar que, além das despesas obrigatórias, há um grupo de despesas que, mesmo sendo discricionárias, devem ser executadas, pois dizem respeito ao funcionamento dos órgãos públicos, a políticas públicas de responsabilidade do Estado ou a investimentos com contratos ainda em execução.

Estima-se que esse grupo compreenda despesas da ordem de R\$ 75 bilhões em 2017. Isso porque, nesse ano, diante de uma necessidade de redução nas despesas discricionárias da ordem de R\$ 58 bilhões, foram inicialmente (avaliação do primeiro bimestre) contingenciados R\$ 42 bilhões, sob alegação de que a limitação de R\$ 58 bilhões teria impacto no funcionamento das políticas públicas. Portanto, o contingenciamento de R\$ 42 bilhões, que incidiu sobre uma margem fiscal de R\$ 119 bilhões, sugere que o governo teria dificuldade de executar despesas da margem

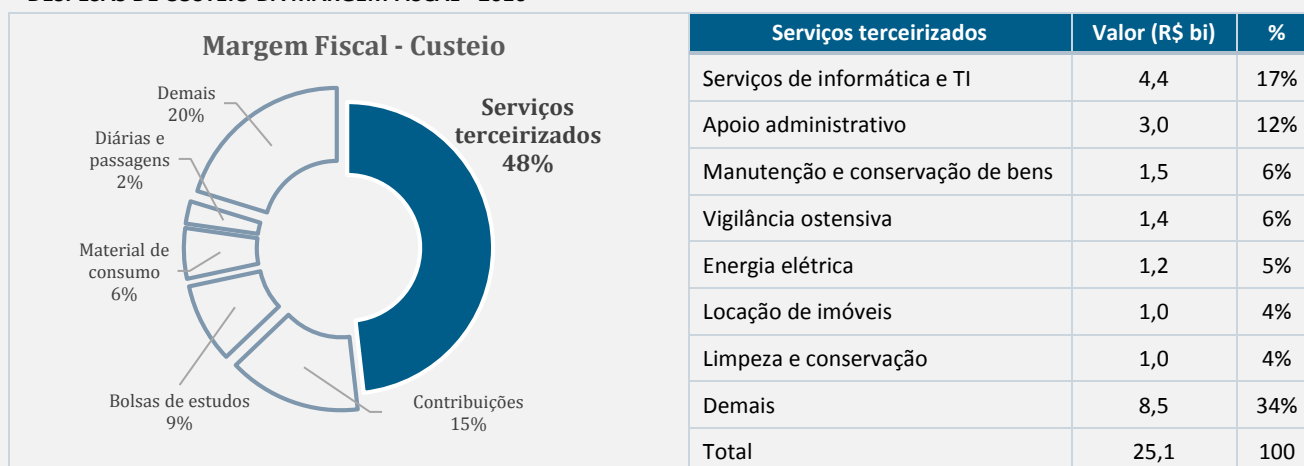
fiscal em patamar inferior a R\$ 75 bilhões. Se considerarmos esse valor como uma limitação de fato para o governo, o teto constitucional pode não ser cumprido em 2020 (quando a margem total será de cerca de R\$ 68 bilhões).

No RAF de maio mostramos que cerca de 54% da margem fiscal são investimentos, entre eles o PAC e o Programa Minha Casa Minha Vida, e 46% agregam despesas de custeio. Entre as despesas de custeio, parte está relacionada ao funcionamento da administração pública e parte diz respeito mais diretamente à implementação de políticas públicas a cargo do Estado.

No caso das despesas com funcionamento, eventuais cortes envolvem um processo de racionalização da despesa pública, que contemple a melhoria da qualidade do gasto e o aperfeiçoamento das compras governamentais, com vistas à redução do custo dos bens e serviços fornecidos ao Estado. Para despesas diretamente relacionadas a políticas públicas, a redução deve levar em conta, além da racionalização da despesa, avaliações de conveniência e oportunidade da execução do gasto.

O gráfico a seguir detalha as despesas de custeio da margem fiscal, tendo como base o exercício de 2016.

DESPESAS DE CUSTEIO DA MARGEM FISCAL - 2016



Fonte: Siga Brasil. Elaboração: IFI.

Quase metade do custeio administrativo dentro da margem fiscal se refere a contratação de serviços terceirizados (R\$ 25,1 bilhões)¹⁵. Nesse grupo está boa parte das despesas de manutenção da administração pública, como mostra a tabela ao lado do gráfico. Como exemplo, apenas em 2016, a União gastou cerca de R\$ 4,4 bilhões com serviços de informática e TI, que envolvem suporte a usuários, suporte de infraestrutura de TI, comunicação de dados e desenvolvimento e manutenção de softwares, entre outros. Os contratos de locação de mão-de-obra para apoio administrativo consumiram outros R\$ 3,0 bilhões em 2016, enquanto que manutenção e conservação de bens e vigilância ostensiva foram responsáveis por R\$ 1,5 bilhão e R\$ 1,4 bilhão, respectivamente.

Em alguns casos, a margem fiscal representa uma parcela relevante do orçamento do órgão e compreende boa parte dos recursos que viabilizam a execução de políticas públicas específicas. Como ilustração, no Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (antigo Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior), as despesas discricionárias da margem fiscal representaram, em 2016, 54% da despesa primária da pasta e incluem, por exemplo, a atividade de fiscalização em metrologia do INMETRO, principal atribuição do instituto. É natural supor

¹³ Acesse em: <http://bit.ly/2qzPTDo>.

¹⁴ Com as alterações no nosso cenário-base e nos cálculos das projeções de receitas e despesas primárias, o valor da margem fiscal para o período de referência é diferente do apresentado no RAF de maio.

¹⁵ Sobre custeio administrativo, ver o boletim publicado pelo Ministério do Planejamento. Disponível em: <http://bit.ly/2qzPTDo>.

que esses recursos não poderiam sofrer cortes significativos sem que houvesse relevante impacto no seu funcionamento, ao menos no curto prazo.

No caso do Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações (junção dos antigos Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação e Ministério das Comunicações), a margem fiscal representou, em 2016, 48% das despesas primárias e compreende, entre outras despesas, as bolsas de ensino e pesquisa concedidas pelo CNPq e as atividades de fomento à pesquisa científica desenvolvidas pelo órgão. Também nesse caso, não parece razoável que tais despesas possam ser totalmente comprimidas em curto espaço de tempo.

A tabela abaixo mostra alguns dos ministérios em que a margem fiscal representa parcela significativa da despesa primária do órgão.

PERCENTUAL DA MARGEM FISCAL EM RELAÇÃO AO TOTAL DAS DESPESAS PRIMÁRIAS DO ÓRGÃO - 2016

Órgão	Margem Fiscal (R\$ milhões)	Margem Fiscal / Total do órgão
Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços*	942	54%
Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações**	5.081	48%
Ministério da Cultura	650	44%
Ministério das Relações Exteriores	1.267	44%
Presidência da República	862	39%
Ministério do Meio Ambiente	783	29%
Ministério do Esporte	510	27%
Ministério das Cidades	3.613	25%

Fonte: Siga Brasil. Elaboração: IFI.

* Nome do órgão a partir da MP 726/2016 (Lei 13.341/2016). Antigo Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços.

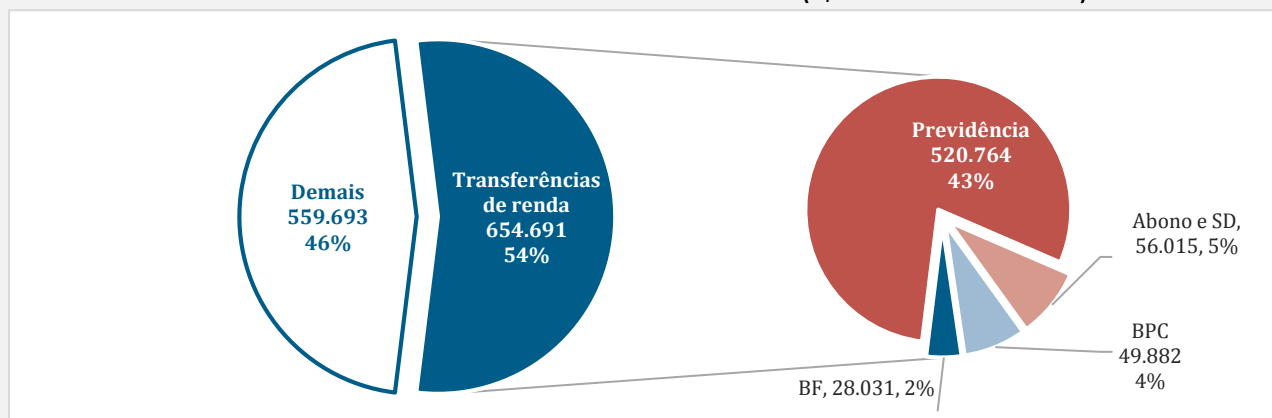
** Nome do órgão a partir da MP 726/2016 (Lei 13.341/2016). Junção dos antigos Ministérios da Ciência, Tecnologia e Inovação e das Comunicações.

Em alguns casos, as despesas discricionárias não representam uma parcela significativa das despesas do órgão, mas têm um peso fiscal relevante. No Ministério da Educação, por exemplo, cerca de 91% das despesas primárias são obrigatórias ou devem ser executadas para efeito de cumprimento do mínimo constitucional em manutenção e desenvolvimento do ensino. No entanto, entre as despesas discricionárias, ainda foi gasto cerca de R\$ 1 bilhão com taxa de administração de agentes financeiros no âmbito do FIES. Embora seja uma despesa primária discricionária, está vinculada a uma das políticas públicas mais importantes, do ponto de vista fiscal, do Ministério da Educação. Em 2016, o FIES destinou outros R\$ 19,2 bilhões aos financiamentos estudantis. Eventuais reduções nas despesas com taxa de administração do FIES só fariam sentido se vinculadas a avaliações do programa, como um todo, o que pode não ser viável em horizontes mais curtos.

A análise por dentro da margem fiscal reforça que, embora ajustes pelo lado da despesa discricionária sejam desejáveis e possam naturalmente contribuir para o cumprimento do teto de gastos, o caminho de consolidação fiscal dependerá em maior medida da reavaliação das regras que atualmente determinam a trajetória das despesas obrigatórias.

Entre 2004 e 2016, as transferências de renda – que compreendem as despesas com previdência social, abono e seguro desemprego, Benefício de Prestação Continuada (BPC) e Bolsa Família (BF) – cresceram anualmente em média 6,8% acima da inflação. Juntas, essas despesas representaram, em 2016, 54% das despesas primárias da União sujeitas ao teto (gráfico a seguir). O crescimento mais expressivo no período foi do programa Bolsa Família (11,6%), seguido do BPC (10,6%), abono e seguro desemprego (9,4%) e previdência social (6,3%).

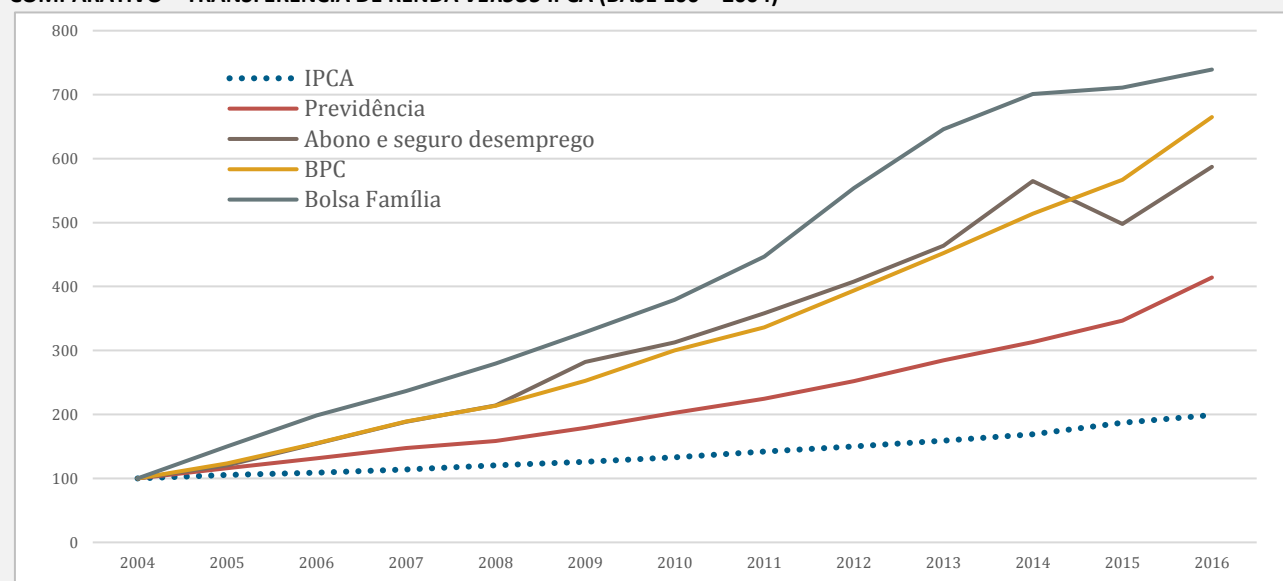
DESPESAS PRIMÁRIAS SUJEITAS AO TETO E TRANSFERÊNCIAS DE RENDA – 2016 (R\$ MILHÕES E % DO TOTAL)



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Para que se tenha uma melhor compreensão do efeito de aumentos reais sucessivos ao longo do tempo, o gráfico abaixo compara a evolução dos preços (IPCA) e das transferências de renda, utilizando como ponto de partida o ano de 2004 (base 100).

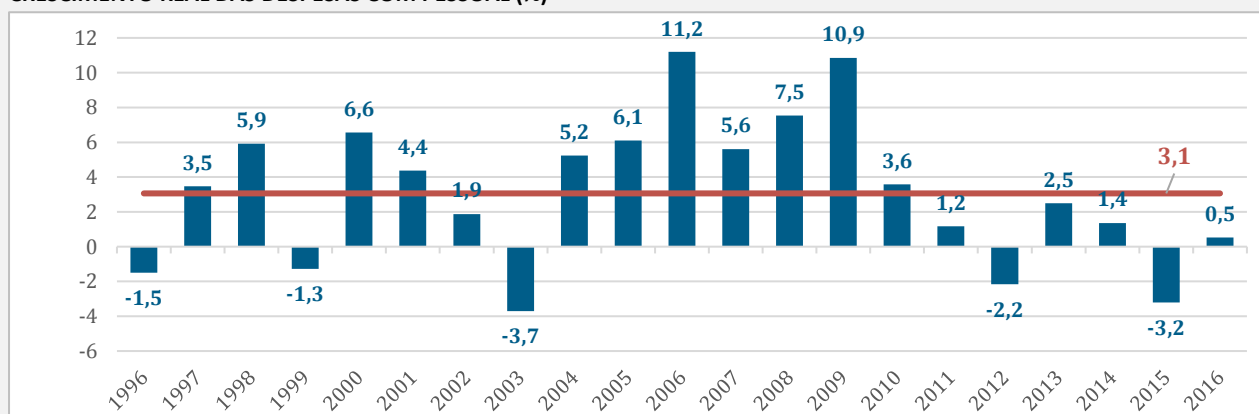
COMPARATIVO – TRANSFERÊNCIA DE RENDA VERSUS IPCA (BASE 100 = 2004)



Fonte: Tesouro Nacional (despesas) e IBGE (IPCA). Elaboração: IFI.

As despesas de pessoal são outro item relevante no Orçamento da União. Em 2016, esses gastos consumiram 18% do total das despesas primárias da União sujeitas ao teto. Assim como nas transferências de renda, as despesas de pessoal tiveram importante crescimento real ao longo do tempo, embora, neste caso, possam ser observados períodos com padrões distintos de crescimento desde 1996.

CRESCIMENTO REAL DAS DESPESAS COM PESSOAL (%)



Fonte: Ministério do Planejamento (despesas) e IBGE (IPCA). Elaboração: IFI.

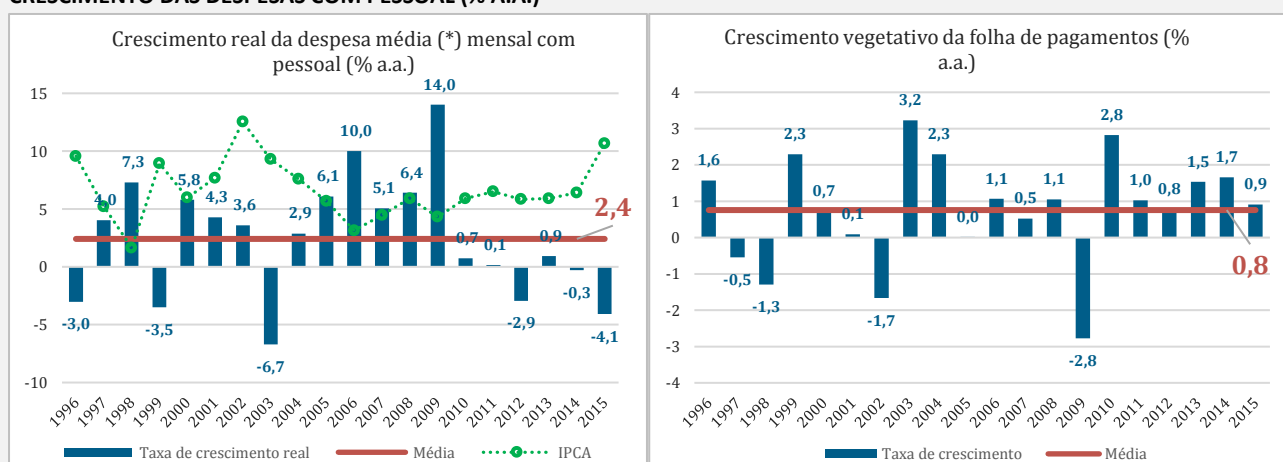
Entre 1996 e 2016, a despesa com pessoal cresceu, em média, 3,1% acima da inflação. Após um período de crescimento real médio moderado, entre 1996 e 2003, a despesa evoluiu de forma acentuada entre 2004 e 2010, e desde então tem se mantido relativamente estável em termos reais.

A dinâmica das despesas de pessoal é resultado basicamente do comportamento das remunerações dos servidores (efeito preço) e do crescimento vegetativo da folha de pagamentos (efeito quantidade). Ambos os fatores contribuíram positivamente para o aumento real da despesa observado no período (ver gráficos a seguir).

De 1996 a 2015, a despesa mensal por servidor (efeito preço) cresceu em média 2,4% acima da inflação – com um período de expansão mais robusto entre 2004 e 2009 e redução em termos reais de 2010 a 2015. O comportamento mais recente, com queda real da despesa, decorre em boa medida do efeito combinado da aceleração inflacionária, a partir de 2010, e da política de concessão de reajustes salariais em bases plurianuais. De modo geral, os reajustes contratados *ex ante* levaram em consideração uma expectativa de inflação que se revelou muito otimista, impactando negativamente o valor real das remunerações. Nos próximos anos, é possível que o efeito seja contrário. Boa parte dos reajustes contratados, em sua maioria até 2019, leva em conta uma expectativa de inflação para o período superior às projeções mais recentes. O efeito, portanto, pode ser uma elevação moderada do valor real das despesas médias no período.

O quantitativo de servidores, por sua vez, cresceu em média 0,8% ao ano, com trajetória de crescimento um pouco mais consistente, tendo sido interrompida apenas uma vez (2009) entre 2003 e 2015.

CRESCIMENTO DAS DESPESAS COM PESSOAL (% A.A.)



Fonte: Ministério do Planejamento (despesas) e IBGE (IPCA). Elaboração: IFI.

**A despesa média por servidor é diferente da remuneração média dos servidores, pois inclui itens de despesa que não compõem a remuneração, a exemplo da contribuição patronal paga pela União. Ainda assim, é uma boa forma de captar o impacto dos reajustes salariais sobre a despesa total de pessoal.*

A despesa com pessoal pode ser decomposta em ativos, aposentados e instituidores de pensão. Esse desdobramento é relevante, entre outros motivos, para avaliar efeitos de regras que garantem paridade e integralidade de vencimentos entre ativos e inativos. Sob tais regras, a concessão de reajustes a servidores ativos tem impacto direto e proporcional nas despesas com aposentadorias e pensões. Esse é um aspecto relevante da questão previdenciária, dada a repercussão fiscal que é gerada – tanto no presente quanto numa perspectiva atuarial.

A comparação entre o nível de preços (medido pelo IPCA) e a despesa mensal por servidor nos mostra que, em qualquer caso – ativos ou inativos – houve um acentuado descolamento da despesa com pessoal em relação aos demais preços da economia, quando considerado o período mais longo, desde 1995. Essa dinâmica, como observamos anteriormente, se arrefeceu últimos anos, especialmente a partir de 2012, sem contudo, compensar o efeito acumulado ao longo do tempo.

COMPARATIVO – DESPESA MENSAL POR SERVIDOR VERSUS IPCA (BASE 100 = 1995)



Fonte: Ministério do Planejamento (despesas) e IBGE (IPCA). Elaboração: IFI.

3. RESULTADO PRIMÁRIO EM 2017

3.1 Resultado primário de abril

Em abril, o governo central teve superávit primário de R\$ 12,6 bilhões, pelo critério acima da linha¹⁶. É melhor

resultado para o mês desde 2014 (em termos reais). Na comparação com abril de 2016, houve crescimento de 23%. Ainda assim, o desempenho é inferior à média histórica para o mês (R\$ 17,4 bilhões nos últimos dez anos). No acumulado do primeiro quadrimestre, houve expansão de 34,6% em relação a igual período de 2016.

¹⁶ Apurado pelo Tesouro Nacional, é obtido por meio do balanceamento entre receitas e despesas primárias.

TABELA 6. RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL – ABRIL (R\$ BILHÕES)

Item	Mensal				Acumulado no Ano				Taxa de crescimento em 12 Meses (t/t-1) - %		
	Abr-17	Abr-16	Δ	%	Abr-17	Abr-16	Δ	%	Abr-17	Mar-17	Fev-17
Resultado Primário	12,6	10,2	2,3	23,0	-5,6	-8,6	3,0	34,6	-3,2	-5,6	-11,3
Tesouro Nacional e Banco Central	24,6	19,1	5,5	28,7	46,5	30,8	15,8	51,2	132,1	116,2	120,2
Previdência Social	-12,0	-8,9	-3,1	-35,4	-52,2	-39,4	-12,8	-32,5	-50,5	-55,1	-57,8

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

O desempenho positivo ocorreu mesmo a despeito da expressiva deterioração do resultado da previdência, que apenas em abril atingiu o déficit de R\$ 12,0 bilhões, aumento de 35,4% em relação a abril de 2016. No acumulado do ano, o crescimento do déficit da previdência é de 32,5%.

O sólido avanço no déficit previdenciário reflete o importante descasamento das taxas de crescimento de suas receitas e despesas, que registraram recuo de 1,7% e expansão de 6,4% em termos reais frente a abril de 2016, respectivamente.

No acumulado em doze meses, o resultado primário do governo central apresenta ligeira queda (3,2%), embora o resultado negativo tenha diminuído nos últimos meses. O desempenho global é fortemente impactado pelo resultado da previdência, cujo déficit nos últimos doze meses aumentou 51,8% em relação ao período anterior. Tesouro Nacional e Banco Central, por sua vez, mostram expressiva recuperação no período (132,1%).

O comparativo dos últimos doze meses com igual período anterior, contudo, é influenciado pelo pagamento de passivos das chamadas “pedaladas fiscais” em dezembro de 2015, no valor de R\$ 55,6 bilhões. Sem o impacto desse pagamento, o resultado primário do governo central teria apresentado queda da ordem de 64,3% no período (ao invés de 3,2%), com Tesouro Nacional e Banco Central mostrando crescimento de 26,2% (ao invés de 132,1%).

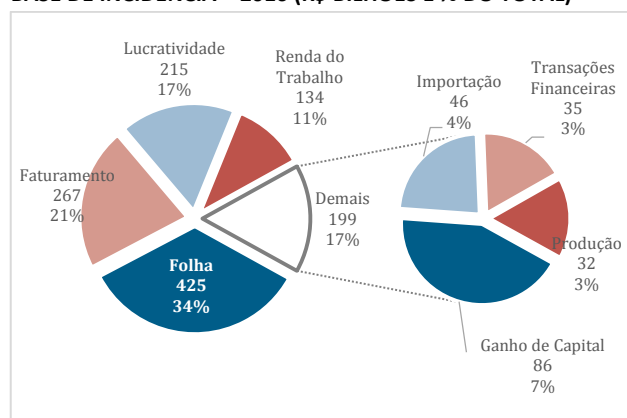
O resultado primário de abril reflete uma moderada recuperação da arrecadação federal, na comparação mês a mês, combinada com ligeira queda na execução da despesa.

De acordo com os dados divulgados pela Receita Federal do Brasil (RFB)¹⁷, a arrecadação em abril avançou 2,3%

em relação ao mesmo mês de 2016 (em detalhe na Tabela 9). A melhora, contudo, está mais associada a receitas administradas por outros órgãos, em particular, ao elevado recolhimento de *royalties* no mês (no primeiro quadrimestre, o crescimento real dessas receitas alcançou 128%, em relação ao mesmo período do ano anterior). As receitas administradas pela RFB, na direção contrária, recuaram 1,3% em abril e acumulam queda de 0,9% no quadrimestre.

As receitas administradas, incluindo o resultado da previdência social, têm sido especialmente afetadas pela deterioração dos níveis de emprego e renda. É o caso, por exemplo, dos tributos associados ao faturamento – PIS/PASEP e Cofins –, que tiveram recuo de 3,1%, em termos reais, em relação a abril de 2016 e de 3,8% no primeiro quadrimestre. A tributação sobre o faturamento, vale destacar, representa parcela importante da receita administrada pela RFB, 21% em 2016, atrás apenas da tributação sobre a folha de pagamentos, que correspondeu a 34% do total arrecadado (Gráfico 8).

GRÁFICO 8. COMPOSIÇÃO DA ARRECADAÇÃO FEDERAL POR BASE DE INCIDÊNCIA – 2016 (R\$ BILHÕES E % DO TOTAL)



Fonte: Receita Federal do Brasil. Elaboração: IFI.

¹⁷ Análise da Arrecadação das Receitas Federais – Abril de 2017. Disponível em: <http://bit.ly/2rc11wc>.

Outros importantes tributos correlacionados com a atividade econômica, como os incidentes sobre a lucratividade (-15,6% em relação ao mesmo mês do ano anterior e -2,0% no acumulado no ano) e importação (-8,0% em relação ao mesmo mês do ano anterior e -14,9% no acumulado no ano) também têm apresentado recuo destacado.

A tributação sobre lucros, que agrega o Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), reponde, em média, por 17% da arrecadação anual da RFB. Vale notar que essas receitas são recolhidas via diferentes regimes de tributação, o que pode ser relevante do ponto de vista de análise da carga tributária brasileira e suas condicionantes. Como ilustração, a Tabela 8 traz os dados da arrecadação cuja base de incidência é a lucratividade.

TABELA 7. ARRECADAÇÃO DE IRPJ E CSLL POR REGIME DE TRIBUTAÇÃO – A PREÇOS DE ABRIL/2017 (R\$ MILHÕES)

Regime de Tributação	Mensal					Acumulado no Ano					Taxa de crescimento em 12 Meses (t/t-1) - %		
	Peso	abr/17	abr/16	Δ	%	Peso	abr/17	abr/16	Δ	%	abr/17	mar/17	fev/17
Estimativa mensal	34,8	6.558	9.799	-3.240	-33,1	48,1	40.333	39.058	1.275	3,3	6,0	13,1	12,8
Declaração de ajuste	0,8	157	36	121	340,9	11,0	9.200	10.548	-1.347	-12,8	-13,1	-14,3	-6,6
Balanço trimestral	12,0	2.266	2.279	-13	-0,6	6,3	5.247	5.562	-314	-5,7	-4,2	-4,4	-5,0
Lucro presumido	40,8	7.706	7.999	-294	-3,7	23,9	19.989	20.732	-743	-3,6	-6,4	-7,4	-7,7
Outros	11,6	2.181	2.250	-69	-3,1	10,7	8.999	9.622	-623	-6,5	76,8	76,1	76,8
TOTAL	100	18.867	22.363	-3.495	-15,6	100	83.769	85.522	-1.752	-2,0	11,8	14,6	14,8

Fonte: Receita Federal do Brasil. Elaboração: IFI.

Como se percebe, o resultado de abril foi basicamente definido pela arrecadação sob o regime de tributação por estimativa, R\$ 3,2 bilhões inferior a abril de 2016, em termos reais. Esse regime apura a tributação devida pelas empresas optantes pelo pagamento mensal estimado dos tributos, com base em percentual definido sobre seu faturamento. Por essa razão, o recuo acentuado, cuja base é o faturamento, aponta dinâmica ainda bastante enfraquecida do volume de vendas de parte majoritária das companhias. As empresas podem ainda, nesse regime, se utilizar de balancetes de redução ou suspensão. Essa mecânica é possível quando a

companhia demonstra que o valor pago até o período excede aquele apurado com base no lucro real.

Pesaram a favor da arrecadação de abril a tributação sobre os rendimentos do trabalho (+9,0%), ganhos de capital (+10,9%), transações financeiras (+11,5%) e produção (+12,3%). Nesse último caso, o resultado do quadrimestre, com crescimento de 3,2%, ainda reflete o aumento no volume de vendas de automóveis no período e nos dados positivos da produção industrial, especialmente nos primeiros três meses do ano.

TABELA 8. ARRECADAÇÃO FEDERAL – A PREÇOS DE ABRIL/2017 (R\$ MILHÕES)

Base de incidência	Mensal					Acumulado no Ano					Taxa de crescimento em 12 Meses (t/t-1) - %		
	Peso	Abr-17	Abr-16	Δ	%	Peso	Abr-17	Abr-16	Δ	%	Abr-17	Mar-17	Fev-17
Renda do Trabalho	15,4	18.152	16.657	1.495	9,0	11,6	52.152	48.611	3.541	7,3	2,9	1,1	0,2
Lucratividade	16,0	18.867	22.363	-3.495	-15,6	18,7	83.769	85.522	-1.752	-2,0	11,8	14,6	14,8
Faturamento	18,5	21.872	22.567	-695	-3,1	19,6	87.722	91.173	-3.450	-3,8	-6,0	-6,4	-6,6
Importação	2,8	3.263	3.548	-285	-8,0	3,1	13.810	16.220	-2.410	-14,9	-22,7	-24,6	-26,3
Produção	2,6	3.036	2.704	333	12,3	2,4	10.839	10.499	340	3,2	-3,3	-5,2	-6,4
Transações Financeiras	2,8	3.347	3.002	345	11,5	2,6	11.562	11.833	-271	-2,3	-9,7	-11,2	-11,1
Combustíveis	0,4	507	491	16	3,2	0,4	1.879	1.991	-112	-5,6	2,2	11,6	24,1
Ganho de Capital	5,7	6.734	6.070	664	10,9	5,8	26.074	24.627	1.447	5,9	1,4	1,0	-0,4
Folha de Pagamentos	28,7	33.901	33.916	-16	0,0	30,2	135.305	136.113	-808	-0,6	-1,9	-2,3	-2,7
Outras Receitas Administradas	2,4	2.789	2.631	159	6,0	2,4	10.741	11.353	-612	-5,4	25,9	21,0	21,3
RECEITAS ADMINISTRADAS	95,3	112.469	113.948	-1.479	-1,3	96,8	433.853	437.942	-4.088	-0,9	-0,2	-0,6	-1,0
Administrada por Outros Órgãos	4,7	5.578	1.474	4.103	278,3	3,2	14.428	7.464	6.964	93,3	12,4	-9,7	-12,4
TOTAL	100,0	118.047	115.423	2.624	2,3	100,0	448.281	445.406	2.876	0,6	0,0	-0,8	-1,3

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 importação: II e IPI – vinculado à importação; Tributos sobre produção: IPI (exceto IPI – vinculado à importação); Tributos sobre transações financeiras: IOF e CPME; 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.

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 S¹⁸ (contribuições parafiscais), que figuram apenas nos dados da Receita. A depender da fonte utilizada, essas diferenças podem afetar o cálculo da carga tributária federal.

TABELA 9. DIFERENÇA ENTRE DADOS DE ARRECADAÇÃO – RFB X TESOURO NACIONAL (R\$ MILHÕES)

Item	Abril de 2017		
	RFB	Tesouro	Diferença
Administradas	81.105	77.406	3.699
Previdenciária	31.364	31.132	232
Não administradas	5.578	17.577	-11.999
Incentivos fiscais	-	-17	17
Total	118.047	126.098	-8.051

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

Pelo lado da despesa primária, em abril, houve queda real de 2,2% em relação a abril de 2016. No quadrimestre, a despesa teve redução de 4,3% na comparação com igual período de 2016. Esse desempenho reflete em maior medida o esforço fiscal centrado no controle das despesas discricionárias. Com efeito, esse grupo, somado aos investimentos do PAC, acumula um decréscimo de 25,6% no primeiro quadrimestre, equivalente a R\$ 19,2 bilhões, na comparação com 2016.

As despesas discricionárias, historicamente, têm sido a principal variável de ajuste no âmbito das despesas primárias. Isso porque as despesas obrigatórias, em sua maioria, têm dinâmica própria, derivada das normas que regem seu financiamento. Essa dinâmica, nos últimos anos, tem gerado trajetórias de crescimento acima da inflação. Com a imposição de um limite para o crescimento das despesas primárias, a partir de 2017, é premente o controle do ritmo de evolução das despesas obrigatórias (conforme já exploramos box sobre a margem fiscal).

Em abril, o avanço das despesas com pessoal e transferências de renda foi de 7,7% e 5%,

respectivamente (no ano, o crescimento é de 7,3% e 3,8%, respectivamente). Além da pressão exercida pelas despesas com benefícios previdenciários, os benefícios assistenciais e o programa Bolsa Família contribuíram para o crescimento das despesas. Por outro lado, houve queda nas despesas com abono e seguro desemprego (11,1% em abril e 9% no ano), bem como nos subsídios e subvenções (20,4% em abril e 37,2% no ano). Nesse último caso, a queda já reflete a reversão de parte da desoneração da folha (com queda no valor da compensação paga pelo Tesouro ao RGPS) e a redução dos subsídios concedidos pelo BNDES no âmbito do Programa de Sustentação dos Investimentos (PSI).

¹⁸ 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).

TABELA 10. RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL – A PREÇOS DE ABRIL/2017 (R\$ MILHÕES)

Item	Mensal					Acumulado no Ano					Taxa de crescimento em 12 Meses (t/t-1)		
	Peso	Abr-17	Abr-16	Δ	%	Peso	Abr-17	Abr-16	Δ	%	Abr-17	Mar-17	Fev-17
Receita Bruta (A)	100,0	126.098	124.300	1.798	1,4	100,0	462.035	471.190	-9.155	-1,9	-1,9	-2,6	-3,3
Administrada	61,4	77.406	79.005	-1.599	-2,0	63,8	294.586	296.190	-1.604	-0,5	1,0	0,7	0,3
Previdenciária	24,7	31.132	31.674	-542	-1,7	25,1	115.783	119.777	-3.994	-3,3	-5,1	-5,6	-5,7
Não administrada	13,9	17.577	13.621	3.956	29,0	11,2	51.683	55.234	-3.551	-6,4	-9,3	-13,1	-16,1
Incentivos Fiscais (-)	0,0	-17	0	-17	-	0,0	-17	-11	-6	58,6	652,2	576,1	1.292,2
Transferências a E&M (B)	100,0	18.028	16.384	1.644	10,0	100,0	77.161	71.892	5.269	7,3	9,0	7,7	5,8
Transferências Constitucionais	82,0	14.789	13.419	1.369	10,2	80,4	62.008	58.665	3.343	5,7	12,2	10,5	8,4
Fundos Constitucionais	3,9	712	633	79	12,4	3,6	2.743	2.561	182	7,1	9,6	9,3	10,6
Salário Educação	5,2	935	962	-27	-2,8	5,8	4.462	4.583	-121	-2,6	-4,4	-4,7	-4,9
Compensações Financeiras	6,5	1.177	910	267	29,3	8,9	6.870	5.111	1.759	34,4	-10,2	-12,5	-15,5
CIDE – Combustíveis	2,2	396	430	-34	-7,8	1,1	833	772	61	8,0	7,4	67,5	67,5
Demais	0,1	19	29	-10	-34,4	0,3	245	200	46	22,9	-2,0	-1,2	-0,7
Receita Líquida (C=A-B)	-	108.070	107.916	154	0,1	-	384.874	399.298	-14.424	-3,6	-3,9	-4,6	-5,0
Despesa Total (D)	100,0	95.500	97.693	-2.193	-2,2	100,0	390.498	407.892	-17.394	-4,3	-3,2	-3,5	-3,3
Pessoal	22,5	21.483	19.939	1.544	7,7	22,8	89.187	83.128	6.059	7,3	2,5	1,7	1,0
Transferência de Renda	55,7	53.218	50.698	2.519	5,0	55,5	216.721	208.870	7.852	3,8	5,6	5,5	5,7
Benefícios Previdenciários	45,2	43.125	40.534	2.591	6,4	43,0	167.953	159.149	8.804	5,5	7,4	7,4	7,5
Abono e Seguro Desemprego	3,3	3.186	3.583	-397	-11,1	5,5	21.353	23.467	-2.113	-9,0	-6,7	-7,3	-5,9
Benefícios assistenciais	4,7	4.490	4.252	239	5,6	4,5	17.659	16.845	814	4,8	6,2	6,1	6,1
Bolsa Família	2,5	2.416	2.329	87	3,7	2,5	9.755	9.409	346	3,7	0,3	-1,0	-2,5
Subsídios e Subvenções (ampliado) ¹	3,5	3.320	4.171	-851	-20,4	4,1	15.910	25.345	-9.435	-37,2	-63,1	-64,3	-63,4
Discricionárias (exceto Bolsa Família)	13,6	12.990	15.883	-2.893	-18,2	13,0	50.788	62.181	-11.392	-18,3	4,7	6,6	7,0
Legislativo, Judiciário, MPU e DPU	0,9	841	1.051	-210	-20,0	0,8	3.169	3.945	-776	-19,7	-4,2	-2,4	-3,0
PAC (exceto MCMV)	1,7	1.583	3.180	-1.598	-50,2	1,2	4.838	12.624	-7.787	-61,7	-16,5	-8,4	1,9
Créditos Extraordinários (exceto PAC)	0,1	49	258	-209	-81,1	0,1	285	1.842	-1.556	-84,5	-65,4	-63,2	-59,7
Precatórios e Sent. Judiciais	0,2	181	121	60	50,0	0,1	510	455	55	12,0	-2,1	-2,3	-2,8
Outras de Custeio	1,9	1.837	2.392	-556	-23,2	2,3	9.088	9.503	-415	-4,4	-24,0	-27,4	-30,1
Resultado Primário (C-D)	-	12.570	10.223	2.347	23,0	-	-5.624	-8.594	2.970	34,6	-3,2	-5,6	-11,3
Tesouro Nacional e Banco Central		24.563	19.083	5.479	28,7		46.546	30.778	15.768	51,2	132,1	116,2	120,2
Previdência Social		-11.993	-8.861	-3.132	-35,4		-52.170	-39.372	-12.798	-32,5	-50,5	-55,1	-57,8

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”.

Conforme destacamos no RAF de maio, em síntese, 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 despeito da esperada reação dos indicadores de atividade econômica, conforme comentamos na seção anterior, sua transmissão para a arrecadação deverá ter contribuição modesta neste 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.

3.2 Análise das metas fiscais do primeiro quadrimestre

O resultado do governo federal no primeiro quadrimestre de 2017 foi deficitário em R\$ 3,9 bilhões pelo critério **abaixo da linha**¹⁹, composto por montantes negativos de R\$ 2,7 e R\$ 1,2 bilhões para o governo central e para as empresas estatais federais, respectivamente. Com esses resultados, as metas para o quadrimestre foram cumpridas, uma vez que, apesar das estatais terem registrado déficit maior do que o estipulado, pode haver compensação²⁰ destas com o governo central, e vice-versa (Tabela 11).

¹⁹ Calculado pelo Banco Central, como indica a mensagem que encaminhou o projeto de Lei Orçamentária de 2017, por força do art. 11, inciso IV, da LDO 2017 (Lei nº 13.408/16).

²⁰ Conforme previsto no art. 2º, § 3º da LDO 2017. Importa ainda notar que as metas são definidas tanto para o governo central quanto para

suas respectivas estatais, denominados governo federal, bem como para os governos regionais (estados, municípios e suas respectivas empresas estatais).

A folga com que o objetivo foi cumprido (R\$ 14,7 bilhões) merece alguns comentários. As metas quadrimestrais são estabelecidas por meio dos decretos de programação orçamentária e financeira (DPOF) e podem ser revistas a qualquer tempo, apesar da tradicional revisão bimestral. Em 2017, o primeiro DPOF (decreto nº 8.961/17) fixou meta de déficit de R\$ 9,4 bilhões para o governo federal no primeiro quadrimestre, posteriormente ampliada para R\$ 18,6 bilhões, cujo patamar foi mantido nas demais reavaliações (decretos nº 9.018/17 e nº 9.040/17).

TABELA 11. RESULTADOS DO 1º QUADRIMESTRE

Descrição	Resultado primário		
	Meta	Apurado	Diferença
Governo Federal	-18.617	-3.878	14.739
Governo Central	-17.573	-2.712	14.861
Empresas Estatais Federais	-1.044	-1.167	-123

Fonte: Relatório de Avaliação do Cumprimento das Metas Fiscais - 1º Quadrimestre de 2017 e Decretos de Programação Orçamentária e Financeira de 2017. Elaboração: IFI.

A tabela 13 decompõe os principais valores previstos para o quadrimestre, no que diz respeito aos componentes da meta de resultado primário.

TABELA 12. DECOMPOSIÇÃO E EVOLUÇÃO DA META DO 1º QUADRIMESTRE

Rubricas	(A) Decreto 8.961 (Jan/17)	(B) Decreto 9.040 (Abr/17)	(C) Realizado	(C - A)	(C - B)
1. Receita Total	363.561	345.397	345.094,20	-18.467	-303
1.1 Receita Administrada	313.119	297.332	293.560,40	-19.559	-3.772
1.2 Receitas Não Administradas	50.442	48.064	51.533,90	1.092	3.470
2. Transferências a E&M	75.950	76.572	76.908,20	958	336
2.1 Fpe/Fpm/Ipi-Ee	61.544	61.284	61.804,70	261	521
2.2 Demais	14.406	15.289	15.103,50	698	-186
3. Receita Líquida (1-2)	287.611	268.825	268.186,00	-19.425	-639
4. Despesas	243.099	231.177	221.827,40	-21.272	-9.350
4.1 Pessoal & Encargos	87.161	89.287	88.897,40	1.736	-390
4.2 Outras Correntes & de Capital	155.938	141.890	132.929,90	-23.008	-8.960
4.2.1 Não Discricionárias	67.596	63.969	64.057	-3.539	88
4.2.2 Discricionárias - Todos Os Poderes	88.342	77.921	68.873	-19.469	-9.048
4.2.2.1 LEJU/MPU/DPU	4.315	3.528	3.161	-1.154	-367
4.2.2.2 Poder Executivo	84.027	74.393	65.712	-18.315	-8.681
5. Resultado Do Tesouro (3-4)	44.513	37.648	46.358,60	1.846	8.711
6. Resultado Da Previdência (6.1-6.2)	-53.201	-55.221	-52.002,30	1.199	3.219
6.1 Arrecadação Líquida Inss	116.525	112.577	115.437,60	-1.087	2.861
6.2 Benefícios Da Previdência	169.726	167.799	167.439,90	-2.286	-359
7. Resultado Primário Do Of E Do Oss (5+6)	-8.689	-17.573	-5.644	3.045	11.929
8. Resultado Primário Das Empresas Estatais Federais	-700	-1.044	-1.167	-467	-123
9. Resultado Primário Do Governo Federal (7+8)	-9.389	-18.617	-6.811	2.578	11.806
10. Ajuste metodológico Itaipu	0	0	1.299	1.299	1.299
11. Discrepância estatística	0	0	1.634	1.634	1.634
12. Resultado do Governo Central	-9.389	-18.617	-3.878	5.511	14.739

Fonte: Relatório de Avaliação do Cumprimento das Metas Fiscais - 1º Quadrimestre de 2017 e Decretos de Programação Orçamentária e Financeira de 2017. Elaboração: IFI. Do ponto de vista das receitas totais (exclusive RGPS), houve frustração de R\$ 18,5 bilhões entre o primeiro decreto e o realizado no primeiro quadrimestre, sendo R\$ 19,6 bilhões de recuo nas administradas e ampliação de R\$ 1,1 bilhões nas não administradas. Levando em conta as transferências a Estados e Municípios, que oscilaram negativamente em R\$ 1 bilhão, houve frustração de R\$ 19,4 bilhões na receita líquida.

A arrecadação da previdência no período, por sua vez, registrou valor inferior em R\$ 1,1 bilhão em relação à primeira avaliação, apesar de ter registrado avanço de R\$ 2,9 bilhões entre as duas revisões mais recentes, conforme explicitamos na análise do relatório de avaliação do 2º bimestre (próximo tópico).

Já as despesas realizadas (exceto RGPS) vieram abaixo do inicialmente previsto em R\$ 21,3 bilhões, com destaque para a queda nas discricionárias (R\$ 23 bilhões), em especial as do Poder Executivo (-R\$ 18,1 bilhões). Essas reduções, importa notar, devem-se à execução limitada a 1/18 avos nos três primeiros meses do ano bem como do contingenciamento formalmente estabelecido em março²¹. As despesas previdenciárias também vieram abaixo do inicialmente estimado (-R\$ 2,3 bilhões).

Diante dessa evolução, o resultado primário apurado no primeiro quadrimestre, pelo critério **acima da linha**, foi de R\$ -6,8 bilhões²², bastante melhor que a meta de -R\$ 18,6 bilhões.

A Tabela 13 detalha por fonte as previsões de receitas da União no primeiro quadrimestre e as compara com o realizado. Dentre as receitas arrecadadas pelo Tesouro, destacam-se as frustrações das administradas (R\$ 19,6 bilhões, detalhados na Tabela 14 a seguir) e das concessões e permissões (R\$ 3,1 bilhões), seguidos pelo excesso de arrecadação das compensações financeiras (R\$ 4,1 bilhões). No grupo de tributos arrecadados por outros órgãos, destaca-se a frustração das receitas do INSS (R\$ 1,1 bilhão) e a melhor arrecadação das demais receitas (R\$ 1,7 bilhão).

TABELA 13. EVOLUÇÃO DAS RECEITAS POR FONTE - 1º QUADRIMESTRE

Receitas	(A) Decreto 8.961 (Jan/17)	(B) Decreto 9.040	(C) Realizado	(C - A)	(C - B)
Receita Arrecadada Pelo Tesouro Nacional	342.100	325.547	322.836	-19.264	-2.711
Administrada Pela RFB (*)	313.119	297.332	293.560	-19.559	-3.772
Compensações Financeiras	10.881	14.340	14.971	4.090	631
CPSS	4.165	4.091	4.083	-82	-8
Concessões & Permissões	5.131	758	2.030	-3.101	1.272
Demais	8.804	9.025	8.191	-613	-834
Receita Arrecadada Por Outros Órgãos	137.986	132.427	137.696	-290	5.269
INSS	116.525	112.577	115.437	-1.088	2.860
Salário Educação	7.825	7.486	7.428	-397	-58
Fontes Próprias	5.017	3.909	4.517	-500	608
Demais	8.619	8.455	10.313	1.694	1.858
Total	480.086	457.974	460.532	-19.554	2.558

Fonte: Resultado Fiscal do Governo Central (STN), Relatório de Avaliação do Cumprimento das Metas Fiscais - 1º Quadrimestre de 2017 (STN) e Decretos de Programação Orçamentária e Financeira de 2017. Elaboração: IFI.

²¹ Qualitativamente, os pagamentos de restos a pagar realizados, em particular nos últimos meses do ano anterior, podem ter contribuído para a verificada redução do gasto discricionário.

²² A diferença em relação à apuração abaixo da linha deve-se à chamada discrepância estatística, fruto das diferentes metodologias utilizadas nas duas formas de apuração.

A Tabela 14 faz a decomposição das receitas administradas pela RFB, comparando as previsões de cada decreto com o efetivamente realizado. O objetivo é avaliar, além do volume, a composição da frustração de receita administrada. Dentre as principais frustrações em relação ao previsto no primeiro DPOF, chama atenção a COFINS (R\$ 6,2 bilhões), seguida do imposto sobre importação (R\$ 2,9 bilhões), IPI (R\$ 2,8 bilhões) e CSLL (R\$ 2,2 bilhões), grupo de tributos que caminha mais próximo da atividade econômica.

Quanto às surpresas positivas, observa-se excesso em relação ao previsto no imposto de renda retido na fonte – IRRF (R\$ 4 bilhões), com destaque para a renda do trabalho (R\$ 1,5 bilhão), função do crescimento dos recolhimentos de participação nos lucros e resultados (PLR), e para as remessas ao exterior (R\$ 2,7 bilhões), resultado de arrecadação atípica ocorrida em abril/17 na conta de juros e comissões em geral (R\$ 1 bilhão), além de crescimento de juros sobre o capital próprio. Esse montante, no entanto, foi mais do que compensado pela queda na arrecadação do IR pessoa jurídica (R\$ 5,3 bilhões).

TABELA 14. EVOLUÇÃO DAS RECEITAS ADMINISTRADAS - 1º QUADRIMESTRE

Receitas Administradas (líquidas de restituições e incentivos fiscais)	(A) Decreto 8.961 (Jan/17)	(B) Decreto 9.040 (Abr/17)	(C) Realizado	(C - A)	(C - B)	(B - A)
Imposto sobre Importação	12.526	9.263	9.598	-2.928	335	-3.263
Imposto sobre Produtos Industrializados	16.802	14.455	13.969	-2.833	-486	-2.347
Imposto sobre a Renda	134.306	133.254	134.009	-297	755	-1.052
I.R. - Pessoa Física	12.408	13.009	13.335	927	326	601
I.R. - Pessoa Jurídica	57.809	56.256	52.558	-5.251	-3.698	-1.553
I.R. - Retido na Fonte	64.089	63.989	68.116	4.027	4.127	-100
I.R.R.F. - Rendimentos do Trabalho	36.634	36.629	38.185	1.551	1.556	-5
I.R.R.F. - Rendimentos do Capital	16.386	15.860	16.422	36	562	-526
I.R.R.F. - Remessas para o Exterior	7.386	7.998	10.079	2.693	2.081	612
I.R.R.F. - Outros Rendimentos	3.681	3.503	3.430	-251	-73	-178
I.O.F. - Imposto s/ Operações Financeiras	12.290	11.636	11.469	-821	-167	-654
Cofins - Contribuição Seguridade Social	73.795	68.927	67.619	-6.176	-1.308	-4.868
Contribuição para Pis/Pasep	19.927	18.859	18.677	-1.250	-182	-1.068
CSLL - Contribuição Social s/ Lucro Líquido	33.634	33.129	31.376	-2.258	-1.753	-505
Cide - Combustíveis	1.967	1.860	1.875	-92	15	-107
Outras Receitas Administradas	7.872	7.838	7.866	-6	28	-34
Total	313.119	297.332	293.560	-19.559	-3.772	-15.787

Fonte: Resultado Fiscal do Governo Central (STN), Relatório de Avaliação do Cumprimento das Metas Fiscais - 1º Quadrimestre de 2017 (STN) e Decretos de Programação Orçamentária e Financeira de 2017. Elaboração: IFI.

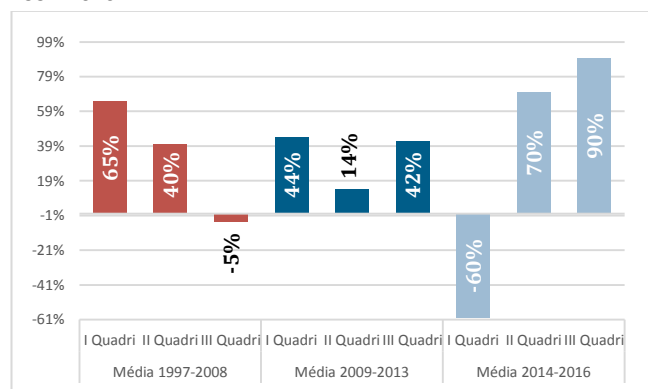
A frustração total de receitas administradas no primeiro quadrimestre em relação ao decreto de janeiro foi de R\$ 19,6 bilhões, divididos em R\$ 6,1 no primeiro bimestre e R\$ 13,4 bilhões no segundo. O decreto de março, que já contemplou a realização de receitas do primeiro bimestre e cujos valores foram mantidos no decreto de abril, promoveu uma reestimativa de R\$ 15,8 bilhões a menor para o segundo bimestre e, mesmo assim, observou-se nova frustração de R\$ 3,8 bilhões.

Retomando a questão do cumprimento da meta fiscal no quadrimestre, vale salientar ainda que as estimativas para 2017 parecem ter sido estabelecidas em valores abaixo do que sugere o histórico de realização para o

quadrimestre, o que, em princípio, facilita seu cumprimento.

O Gráfico 9 traz a média histórica, por quadrimestre, do resultado primário do governo central, como percentual do total obtido no ano, para três períodos distintos: 1997-2008, 2009-2013 e 2014-2016.

GRÁFICO 9. PERCENTUAL DA META POR QUADRIMESTRE – 1997-2016



Fonte: Resultado Fiscal do Governo Central (STN). Elaboração: IFI

A primeira fase analisada (1997-2008) corresponde a um período de obtenção regular de superávits primários, quando o País experimentou crescimento econômico mais regular. Nesse intervalo, observa-se que a maior parte do resultado primário anual (65%) foi obtido já no primeiro quadrimestre, com o segundo respondendo pelo restante do resultado positivo (40%), enquanto os últimos quatro meses levaram a pequeno déficit primário (5%).

No período seguinte (2008-2013), de resultados primários ainda em terreno positivo mas em menor nível, a crise financeira internacional e a mudança no mix de política econômica alteraram a distribuição sazonal dos resultados fiscais. Nesse intervalo, o primeiro quadrimestre sofreu redução de sua importância relativa, a despeito de continuar respondendo pela maior parte do resultado (44%), enquanto os últimos quatro meses do ano, antes deficitários, passam a responder por percentual significativo do resultado (42%). O segundo quadrimestre passa a ter participação menor (14%, vindo de 40% na fase anterior).

A terceira e última fase é caracterizada pela inversão dos resultados primários, que passam a ser deficitários, em meio ao recrudescimento da crise econômica. Assim

como nas duas fases anteriores, o primeiro quadrimestre ainda responde pela parcela mais importante do resultado do ano. Dado o déficit primário do período, o percentual negativo do primeiro quadrimestre (-60%) revela que o que ocorreu nos três primeiros meses foi resultado superavitário, seguido por déficits no segundo (70%) e no terceiro quadrimestres (90%), situação em que não só se consumiu o saldo positivo inicial como gerou os déficits anuais observados nos três anos enfocados.

Essa caracterização ajuda a colocar em perspectiva o cumprimento recente da meta fiscal do primeiro quadrimestre, já esperada como deficitária no primeiro DPOF (R\$ 9,4 bilhões), tendo sido ampliada para déficit de R\$ 18,6 bilhões nos decretos seguintes.

O resultado primário obtido, como já verificado nos parágrafos acima, foi de R\$ -3,8 bilhões (R\$ -6,8 bilhões no critério acima da linha) o que, apesar do cumprimento da meta prevista, dá a dimensão do desafio que será atingir a meta anual para 2017.

3.3 Relatório de avaliação do 2º bimestre

O relatório de avaliação de receitas e despesas do bimestre encerrado em maio (Decreto nº 9.062/17), permitiu descontingenciamento de R\$ 3,1 bilhões. Esse valor é resultado, principalmente, da ampliação de R\$ 7,1 bilhões nas receitas líquidas e expansão de R\$ 3,7 bilhões nas despesas obrigatórias.

Do ponto de vista da arrecadação, o destaque foi a ampliação de R\$ 11,7 bilhões nas receitas não administradas e de R\$ 3,9 bilhões na arrecadação líquida do RGPS, já que as receitas administradas pela Receita Federal do Brasil (RFB) recuaram R\$ 8,4 bilhões em relação à avaliação extemporânea de março (Decreto nº 9.018/17), conforme destacado na Tabela 15.

TABELA 15. COMPARATIVO DAS RECEITAS ANUAIS DOS RELATÓRIOS DO 1º E 2º BIMESTRES (R\$ MILHÕES)

Discriminação	Decreto 9.018/17		Decreto 9.062/17		Diferença Decretos	
	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB
I. RECEITA TOTAL	1.378.810	21,2	1.386.024	21,4	7.215	0,1
I.1 - Receita Administrada pela RFB	848.750	13,1	840.364	13,0	-8.386	-0,1
I.2 - Incentivos Fiscais	0	0,0	0	0,0	0	0,0
I.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS	371.737	5,7	375.599	5,8	3.862	0,1
I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB	158.323	2,4	170.061	2,6	11.738	0,2
I.4.1 Concessões e Permissões	20.916	0,3	27.952	0,4	7.035	0,1
I.4.2 Dividendos e Participações	9.393	0,1	8.837	0,1	-556	0,0
I.4.3 Operações com Ativos	2.956	0,0	2.976	0,0	20	0,0
I.4.5 Demais Receitas	125.058	1,9	130.297	2,0	5.238	0,1
II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	234.788	3,6	234.916	3,6	128	0,0
III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)	1.144.022	17,6	1.151.108	17,7	7.086	0,1

Fonte: Relatórios de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias de março (Extemporâneo) e maio de 2017. Elaboração: IFI.

Dentre os destaques na reestimativa das receitas não administradas, chama atenção a elevação de R\$ 7 bilhões com concessões e permissões, decorrentes do incremento tanto na receita com as concessões vigentes (R\$3,8 bilhões) quanto de novas (R\$3,2 bilhões). Enquanto a primeira decorre principalmente dos efeitos da reprogramação do pagamento²³ das concessões vigentes (R\$2,5 bilhões) e de R\$ 0,9 bilhão relativo ao pagamento de outorga em abril do aeroporto do Galeão, a segunda é explicada pela combinação da inclusão da 3ª Rodada de Petróleo e Gás e redução de R\$ 1,1 bilhão no bônus de assinatura de usinas hidrelétricas não renovadas.

Dentre os demais componentes relevantes desta rubrica, destacam-se ainda a elevação de R\$ 2,0 bilhões nas receitas com *royalties* e participação especial de petróleo²⁴ e R\$ 3,4 bilhões devido à MP nº 780/17, que institui Programa de Regularização de Débitos **não tributários**²⁵, ambos reunidos na categoria de demais receitas da Tabela 15.

No tocante às receitas previdenciárias, a reestimativa positiva em +R\$ 3,9 bilhões deve-se principalmente a dois fatores: o primeiro, decorrente da elevação de R\$5,9 bilhões na arrecadação bruta do RPPS e, o segundo, derivado da reestimativa para baixo do ganho com a reversão da desoneração da folha de pagamentos (de -R\$2,2 bilhões). Quanto ao acréscimo da arrecadação bruta previdenciária, importa notar ainda que, a despeito da revisão negativa do crescimento da massa salarial nominal (de 4% para 3,2%) ter subtraído R\$0,9 bilhão da expectativa de receita, o melhor resultado no primeiro quadrimestre (de R\$2,9 bilhões frente ao orçado) e a incorporação de R\$2,2 bilhões do programa de refinanciamento de dívidas previdenciárias²⁶, exerceram importante influência na reestimativa.

Em relação as receitas administradas (-R\$ 8,4 bilhões), o relatório de maio aponta os seguintes fatores como responsáveis pela frustração: a) alteração de indicadores

²³ A MP nº 779, publicada em 19/05/17, celebrou aditivos contratuais no setor aeroportuário, com alteração do cronograma de pagamento das outorgas. Para maiores detalhes, acesse: <http://bit.ly/2qQHnTX>.

²⁴ A despeito da redução na premissa de preço do petróleo (para 53 US\$/barril (ante 56), houve avanço da produção doméstica acima do previsto em janeiro e fevereiro (em 4% e 2%, respectivamente). Adicionalmente, houve correção para cima na correlação de preços relativos doméstico e internacional, para 0,86 (ante 0,81).

²⁵ Trata-se de medida distinta do Programa de Regularização Tributária – PRT (MP 766/17), já contemplado na avaliação do primeiro bimestre.

²⁶ A MP nº 778, publicada em 16/05/17, instituiu o programa de parcelamento de débitos de contribuições previdenciárias devidas por estados, distrito federal e municípios. Para maiores detalhes, acesse: <http://bit.ly/2qJ3Ek2>.

macroeconômicos²⁷; b) R\$ -1,4 bilhão de ajuste na projeção da Cofins²⁸; e c) realização da arrecadação abaixo do previsto, em R\$ 3,8 bilhões, nos meses de março e abril/17 (cujas diferenças entre o realizado e o previsto para o primeiro quadrimestre foram analisadas no tópico antecedente). Importa notar ainda que, subjacente ao recuo nas administradas, houve redução para R\$ 12,1 bilhões no volume de receitas extraordinárias estimadas (ante R\$ 15,2 bilhões no relatório bimestral de março).

Do ponto de vista das despesas primárias (tabela Y), os principais itens que levaram à ampliação de despesas obrigatórias (+R\$ 3,7 bilhões) foram abono e seguro desemprego (+R\$ 1,5 bilhão), compensação ao RGPS (+R\$ 2,6 bilhões) e benefícios previdenciários, que sofreram redução na estimativa (-R\$ 0,8 bilhão).

A redução na estimativa do gasto com benefícios da previdência (-R\$ 0,8 bilhão) resultou, segundo o relatório bimestral de maio, da incorporação dos dados realizados até o mês de abril (abaixo do previsto), bem como da queda no número de beneficiários do auxílio-doença. Os últimos, juntamente com os benefícios de aposentadoria por invalidez, foram alvo de auditorias realizadas pelo Ministério da Transparência, Fiscalização e Controladoria-Geral da União (CGU) e Tribunal de Contas

da União (TCU), que apontaram desconformidades e levaram à edição da MP nº 767/17.

Já a variação observada na compensação ao RGPS (+R\$ 2,6 bilhões) decorreu da reestimativa dos impactos da reoneração da folha de pagamento para alguns setores, instituída pela MP nº 774/17. Finalmente, o aumento de abono e seguro desemprego (+ R\$ 1,5 bilhão) teria ocorrido para atender nova estimativa de gastos encaminhada pelo Ministério do Trabalho.

No que toca às Estatais, a estimativa para o déficit primário do Programa de Dispêndios Globais (PDG) foi revista para déficit de R\$ 3.242,6 milhões, ante meta de R\$ 3,0 bilhões²⁹. Considerando o mecanismo de compensação previsto na LDO-2017, a meta de déficit primário para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social foi reduzido em R\$ 242,6 milhões.

Em síntese, a ampliação na projeção de receitas líquidas (R\$ 7,1 bilhões) permitiu reduzir o volume contingenciado das despesas com controle de fluxo em R\$ 3,1 bilhões, já que previsão para as despesas obrigatórias da União recuou R\$ 3,7 bilhões, assim como houve necessidade de compensar o PDG em 0,2 bilhões.

TABELA 16. COMPARATIVO DAS DESPESAS ANUAIS DOS RELATÓRIOS DO 1º E 2º BIMESTRES

Discriminação	Decreto 9.018/17		Decreto 9.062/17		Diferença Decretos	
	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB
DESPESA TOTAL	1.283.022	19,8	1.289.865	19,9	6.843	0,1
Despesas Obrigatórias	1.034.176	15,9	1.037.873	16,0	3.697	0,1
Benefícios Previdenciários	560.569	8,6	559.770	8,6	-799	0,0
Pessoal e Encargos Sociais	282.973	4,4	283.073	4,4	100	0,0
Abono e Seguro Desemprego	57.441	0,9	58.907	0,9	1.466	0,0
Benefícios de Prestação Continuada LOAS/RMV	53.149	0,8	53.635	0,8	486	0,0
Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	5.295	0,1	5.268	0,1	-27	0,0
Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	11.252	0,2	13.822	0,2	2.571	0,0
FUNDEB (Complem. União)	13.037	0,2	13.037	0,2	0	0,0
Fundo Constitucional DF	1.931	0,0	1.874	0,0	-57	0,0
Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)	3.860	0,1	3.860	0,1	0	0,0
Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC	11.315	0,2	11.273	0,2	-42	0,0
Subsídios, Subvenções e Proagro	26.775	0,4	26.775	0,4	0	0,0
Outras Despesas Obrigatórias	6.580	0,1	6.580	0,1	0	0,0
Despesas com controle de fluxo	248.846	3,8	251.992	3,9	3.146	0,0

Fonte: Relatórios de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias de março (Extemporâneo) e maio de 2017. Elaboração: IFI.

²⁷ Os principais são: redução do crescimento nominal do PIB (-0,1%) e queda do IGP-DI (de 4,6% para 3%).

²⁸ Alteração de alíquotas na importação de bens (MP 774/17).

²⁹ Art. 2º da Lei nº 13.408/16 (LDO 2017).

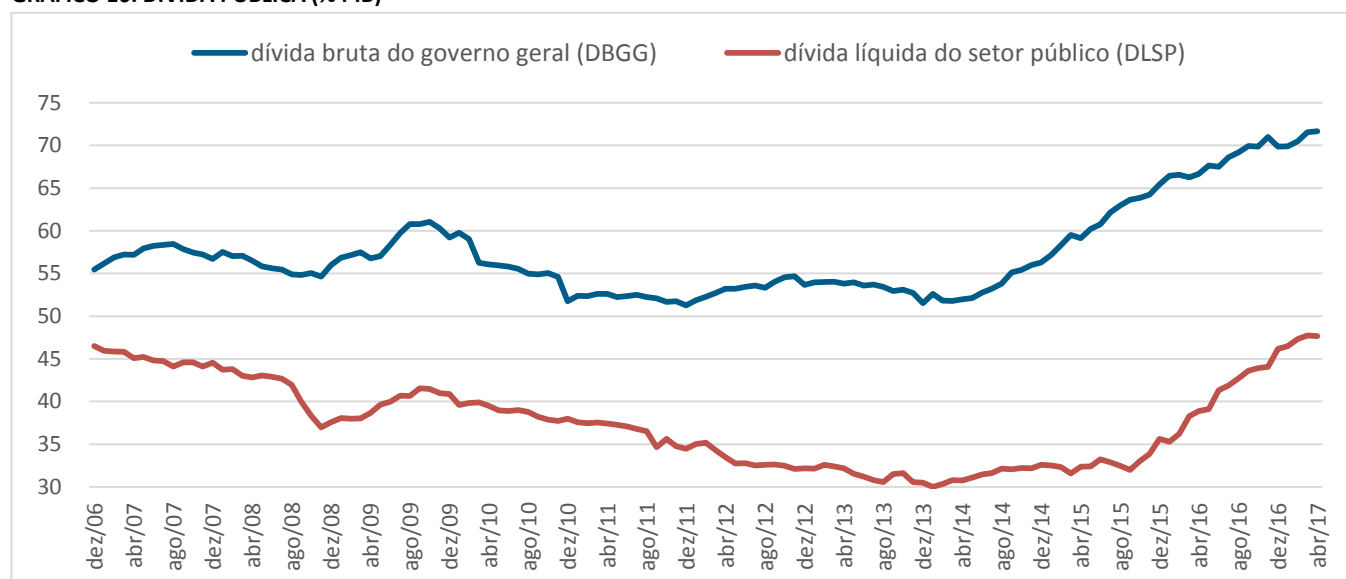
4. DÍVIDA PÚBLICA

4.1 Evolução da dívida pública

A dívida pública permanece em sua persistente tendência de aumento. O Gráfico 10 mostra a evolução da dívida pública pelos dois conceitos mais tradicionais utilizados no Brasil: a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)³⁰. Conforme se pode ver, em ambos os conceitos, a dívida tem subido acentuadamente desde o início de 2014. Ao final de abril de 2017, último dado disponível, a DBGG

chegou a R\$ 4,55 trilhões, o equivalente a 71,7% do PIB. No mesmo mês, a DLSP superou os R\$ 3,03 trilhões, 47,7% do PIB. Vale notar que, em ambos os casos, o nível atual, aferido em relação ao PIB, é recorde, considerando-se a série iniciada em dezembro de 2006. A DBGG já havia atingido o topo da série há cerca de dois anos, pois em julho de 2015 alcançou os 62,2% do PIB, acima do recorde anterior de 61,1% do PIB, vigente em outubro de 2009. Daí em diante, subiu mais dez pontos percentuais do PIB, aproximadamente. A DLSP, entretanto, alcançou o pico apenas em janeiro de 2017, aos 46,5% do PIB, mesmo percentual do recorde anterior de 46,5% do PIB, verificado em dezembro de 2016.

GRÁFICO 10. DÍVIDA PÚBLICA (% PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Vale comentar sucintamente a trajetória da dívida pública em todo período indicado no Gráfico 10. Do início da série, em dezembro de 2006, ao final de 2013, a DBGG manteve-se em torno do mesmo patamar, a despeito das

oscilações³¹. Já a DLSP caiu. Tal fato se deveu à utilização dos superávits primários então gerados na aquisição de ativos, notadamente **reservas internacionais e créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES**. Essa

30 Os dados dos Gráficos 10 e 11 e da Tabela 17 foram retirados das tabelas especiais relativas à dívida pública, disponíveis nas séries temporais do Banco Central. A DBGG engloba os governos federal, estadual e municipal, sem estatais e sem Banco Central. Já a DLSP abarca esses três níveis de governos, o Banco Central e as estatais, exclusive as instituições financeiras públicas e as grandes empresas não dependentes de transferências de recursos do governo controlador, a exemplo de Petrobras e Eletrobras. Outra diferença marcante entre os dois conceitos é que a DBGG não desconta os ativos dos governos, enquanto a DLSP sofre essa dedução, com destaque para os dois

grandes ativos que são as reservas internacionais geridas pelo Banco Central e os créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES.

31 Uma análise mais detida da evolução da dívida pública, entre outras questões relativas ao tema ver Pellegrini, J. A. *Dívida Pública Brasileira: Mensuração, Composição, Evolução e Sustentabilidade*. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/Conleg/Senado, Fevereiro/2017: www.senado.leg.br/estudos.

estratégia explica a coexistência entre a redução da DLSP, conceito de dívida que deduz os ativos, e a relativa estabilidade da DBGG, medida em termos brutos. Se os superávits primários tivessem sido utilizados na amortização do passivo, a dívida, nos dois conceitos, teria caído no período, e o país teria entrado em 2014, no início do agravamento da crise econômica, em situação bem mais favorável.

A partir desse ano, não ocorreram mais aquisições relevantes de ativos, mas, em compensação, houve forte deterioração do resultado primário, com déficits crescentes que alcançaram 2,5% do PIB de déficit consolidado, em 2016. Portanto, desde 2014, o vigoroso aumento da dívida pública, agora nos dois conceitos, se deve aos elevados déficits primários do setor público, notadamente no âmbito federal. Ainda que a venda de ativos possa ajudar a conter o endividamento, não deixará de ser coadjuvante em relação à variável central do ajustamento, que é o resultado primário. Na ausência do ajuste, a dívida alcançará novos patamares, como se verá adiante, nos exercícios de projeção feitos pela IFI.

A situação é ainda mais preocupante quando se relembra que o passivo tem continuamente alcançado o recorde da série histórica. Vale dizer, a gestão da dívida pública, seja o refinanciamento da dívida vencida, seja o financiamento novo requerido pelo déficit primário, encontra-se em terreno desconhecido, de teste contínuo do espaço disponível para o aumento do endividamento.

Em situações como essa, é imprescindível que os agentes econômicos estejam seguros de que o cenário mais provável é o do ajuste fiscal. Ainda que seja gradual, dados os custos do ajuste abrupto, deve ser visto como inexorável. A Emenda Constitucional nº 95, de 2016, que limita o aumento dos gastos primários do governo federal, foi um passo inicial muito importante para a convergência de expectativas em direção a esse cenário desejável. Entretanto, as reformas voltadas ao controle dos gastos obrigatórios, notadamente os benefícios previdenciários, complemento lógico do teto de gastos, permanecem envoltas em incerteza.

4.2 Composição da dívida pública

Em um contexto de incerteza quanto ao espaço disponível para o endividamento público, torna-se oportuno avaliar a evolução da composição, prazos e custos da dívida pública, especialmente a partir de 2014,

quando o passivo passou a subir rapidamente. A normalidade nesse caso é indicação de que não há um limite iminente, embora não se possa descartar sobressaltos e até rupturas no mercado financeiro, mesmo em ambiente de aparente tranquilidade.

A Tabela 17 tem como propósito mostrar a composição da dívida pública, tomando-se como base a DBGG, dados de abril de 2017. Há três fatos marcantes evidenciados por esses dados. Quanto ao **primeiro**, grande parte do passivo, 94,5%, é de responsabilidade do governo federal. Isso não quer dizer que os estados e municípios não tenham problemas com endividamento. Muito pelo contrário. O passivo desses entes é elevado e a incompatibilidade entre o respectivo serviço da dívida e sua capacidade de pagamento têm levado a frequentes mudanças nos termos que regem esse passivo. Tal fato não transparece na tabela, pois grande parte da dívida estadual e municipal tem a União como contraparte credora e a DBGG não inclui dívida intergovernamental.

TABELA 17. PRINCIPAIS COMPONENTES DA DBGG - ABRIL DE 2017

Item	R\$ bilhões	% PIB	Peso
TOTAL	4.547.705	71,7	100,0
Federal	4.297.076	67,7	94,5
Mobiliária interna	3.073.556	48,4	67,6
Compromissadas*	1.096.102	17,3	24,1
Bancária	13.198	0,2	0,3
Externa**	114.221	1,8	2,5
Estadual	216.152	3,4	4,8
Bancária	120.728	1,9	2,7
Externa	95.425	1,5	2,1
Municipal	34.476	0,5	0,8
Bancária	24.054	0,4	0,5
Externa	10.423	0,0	0,0

Fonte: Bacen. Elaboração: IFI.

* Operações compromissadas realizadas pelo Banco Central.

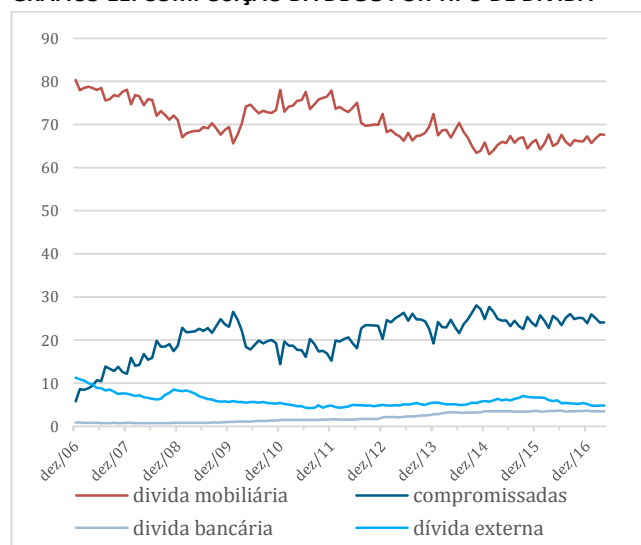
** Dívida contratual e mobiliária externa.

Já o **segundo fato** é o baixíssimo peso da dívida externa, apenas 4,6% da DBGG (2,5% de responsabilidade do governo federal e 2,1% dos estados), comparativamente aos 95,4% de dívida interna, cujos pagamentos são feitos em moeda nacional. Trata-se de uma situação distinta da observada em outros momentos históricos do país, em que a dívida externa correspondia à parcela importante da dívida pública. Nesses casos, a crise de dívida assumia também perfil de crise cambial, o que não parece ter ocorrido no Brasil nos últimos anos, a despeito da fragilidade da economia nacional.

Por fim, o **terceiro fato** será visto com mais cuidado. Trata-se da forte concentração da DBGG em apenas dois componentes: dívida mobiliária interna do Tesouro Nacional em poder do mercado e operações compromissadas realizadas pelo Banco Central, com participação de 67,6% e 24,1% da DBGG, respectivamente, em abril de 2017, 91,7% da DBGG, quando somados. O percentual restante compõe-se de dívida bancária e externa das três esferas de governo.

A predominância desses dois itens não é nova, conforme se observa no Gráfico 11. Desde o início da série, em dezembro de 2006, a dívida mobiliária interna predomina amplamente. Já as operações compromissadas ganharam relevância nos anos seguintes e, em 2013, seu atual percentual de participação já havia se consolidado. Vale analisar com mais detalhes cada um desses dois principais componentes da DBGG.

GRÁFICO 11. COMPOSIÇÃO DA DBGG POR TIPO DE DÍVIDA



32 A explicação para a inclusão das operações compromissadas e a exclusão da carteira de títulos do Banco Central é que a primeira é dívida pública em poder do mercado, enquanto a segunda é dívida do Tesouro Nacional junto ao próprio Banco Central. Os dois métodos – do FMI e do Banco Central – são úteis, mas o primeiro é mais rigoroso.

33 A participação dos títulos com correção cambial não superou o 1% em todo o período, razão pela qual não foi informada no Gráfico 12. A demanda por remuneração atrelada à taxa de câmbio tem sido atendida por meio das operações de *swap* cambial oferecidas pelo Banco Central. A partir de meados de 2013, com a maior incerteza em relação à trajetória da taxa de câmbio, essas operações ganharam importância crescente, mas, ao longo de 2016, foram em boa parte desfeitas. Se forem consideradas em conjunto com os papéis corrigidos pela taxa de câmbio, a participação de ambos dentro os principais índices de

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

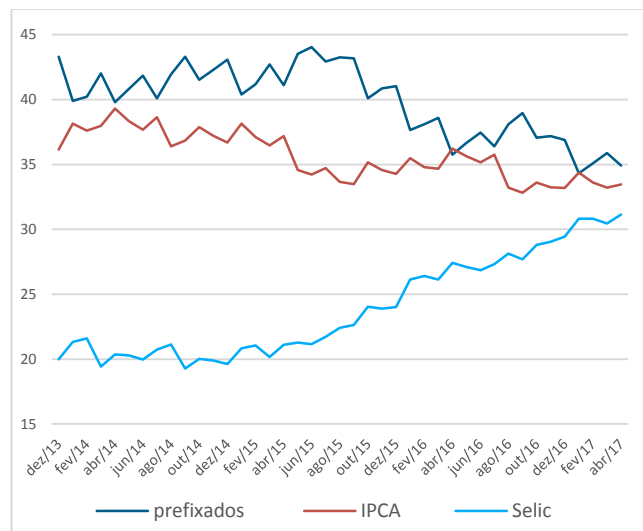
Dívida mobiliária interna

A dívida mobiliária interna corresponde aos títulos públicos, vendidos pela Secretaria do Tesouro Nacional, no mercado interno, normalmente por meio de leilões públicos, embora ocorram também emissões diretas ao destinatário final. A DBGG não inclui os títulos em posse do Banco Central, apesar da Autarquia não integrar o governo geral. Tal procedimento diferencia a DBGG do conceito utilizado pelo FMI, como já explicamos em edições anteriores do RAF. Em compensação, a DBGG inclui as operações compromissadas feitas pelo Banco Central³².

Os títulos públicos são emitidos em diferentes condições de remuneração e prazo. A remuneração é dada pela taxa de juros e pelo indexador do papel, se houver. Os quatro principais modos de remuneração são: a) taxa Selic, que é uma taxa pós-fixada, conhecida após transcorrido o prazo do papel; b) taxa prefixada, informada já na emissão do título; c) taxa prefixada, combinada com correção pela inflação no período, aferida pela variação do IPCA; e d) taxa de juros prefixada, combinada com correção pela variação cambial. O Gráfico 12 a seguir mostra a evolução da composição da dívida mobiliária interna, por tipo de remuneração dos papéis, desde o início de 2014, período do rápido incremento da dívida pública³³.

correção da dívida pública chegou ao pico de 17,2% em novembro de 2015, caindo desde então para os atuais 2,3%. Outro fato a registrar a respeito dos dados do Gráfico 12 e de outros que serão apresentados em seguida é que são originados do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal elaborado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Há uma pequena diferença entre a dívida mobiliária divulgada pelo Banco Central em suas tabelas que aferem a DBGG e a apresentada pela STN em suas publicações. Trata-se dos títulos públicos em posse de entidades da administração federal e do Fundo Garantidor de Exportação (FGE), excluídos do cálculo feito pelo Banco Central, para não incluir dívida intragovernamental em sua medida. Já a preocupação da STN é informar a dívida mobiliária existente, não importando o detentor. Em abril de 2017, a diferença entre os dois conceitos era de 1,6%.

GRÁFICO 12. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA POR TIPO DE TÍTULO - %



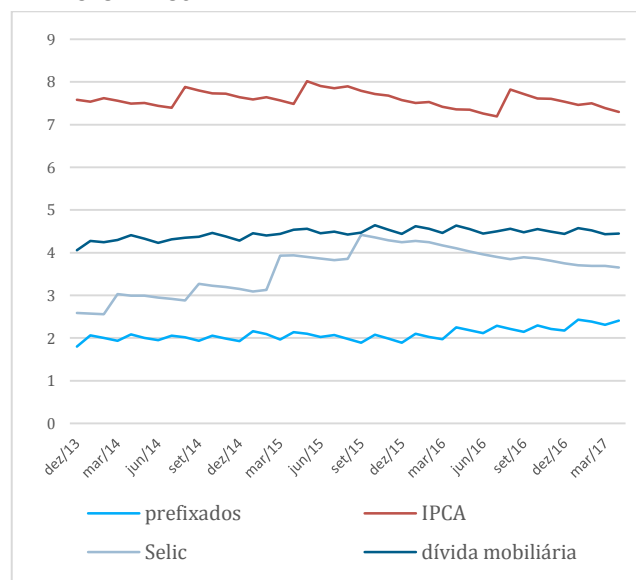
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Conforme se pode ver, houve importante aumento da participação dos papéis corrigidos pela Selic, na composição da dívida mobiliária interna. Em compensação, a participação dos títulos prefixados e corrigidos pelo IPCA seguiu a direção oposta. Comparando-se a média observada no quadrimestre janeiro-abril de 2017 e a média de igual período de 2014, enquanto a participação dos títulos corrigidos pela Selic subiu 10,1 pontos percentuais, a queda no peso dos papéis prefixados e corrigidos pelo IPCA caiu 5,4 e 4,6 pontos, respectivamente. Essa mudança reverte parte do espaço conquistado por esses dois últimos tipos de papéis em anos anteriores.

A mudança de composição acima retratada pode significar uma busca pela segurança dos investidores em um período economicamente conturbado e com rápido aumento do endividamento público. Nesse ambiente, os investidores tendem a preferir papéis cuja remuneração se ajusta automaticamente aos acontecimentos, como se dá com os títulos corrigidos pela Selic. Entretanto, outros fatores explicativos podem ter atuado também, e exemplo da mudança na importância relativa dos diferentes grupos de investidores. Destaque-se, por exemplo a redução da importância dos não residentes nos últimos anos, notadamente após o rebaixamento da nota do governo brasileiro pelas agências de classificação de risco de crédito. Tais investidores possuem certa preferência por papéis prefixados, pelo menos relativamente ao perfil dos investidores residentes.

Além do tipo de remuneração, outro aspecto importante para mapear as condições que regem a dívida mobiliária interna são os prazos de vencimento dos títulos públicos. A incerteza econômica tende a levar a uma maior preferência dos investidores por prazos mais curtos. O Gráfico 13 abaixo mostra o prazo médio dos títulos remunerados pela Selic, IPCA e prefixados, bem como de toda a dívida mobiliária interna. Conforme se pode ver, não houve alteração expressiva nos últimos anos. O prazo médio do estoque de títulos em mercado subiu 2,3 meses, de 4,3 anos para 4,5 anos, comparando-se a média do quadrimestre janeiro a abril de 2014 e a média de igual período de 2017. Esses números são frutos do aumento do prazo médio dos títulos remunerados pela Selic (de 2,8 para 3,7 anos) e prefixados (de 2 para 2,4 anos) e redução do prazo médio dos papéis corrigidos pelo IPCA (de 7,6 para 7,4 anos).

GRÁFICO 13. PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA POR TIPO DE TÍTULO - ANOS



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

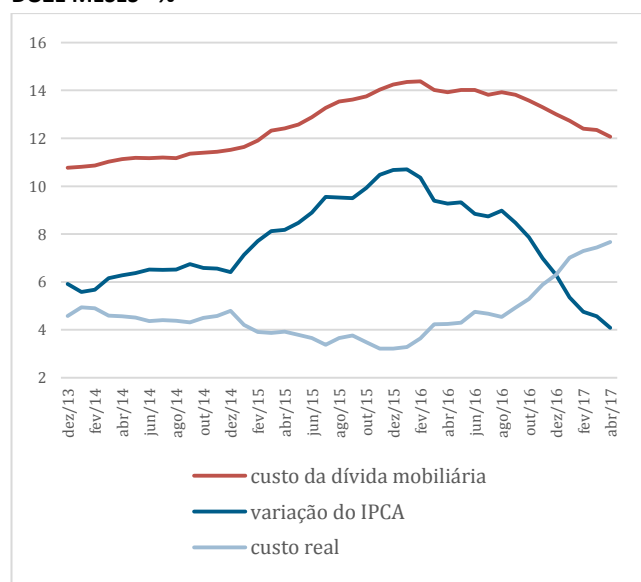
Outra informação complementar a respeito do prazo de vencimento dos títulos públicos é a da parcela dos títulos com vencimento inferior a doze meses. O desempenho nos últimos anos também foi positivo, pois essa parcela caiu de 25,6% para 16,1%, comparando-se os primeiros quadrimestres de 2014 e de 2017.

Por fim, cabe comentar o custo da dívida pública. O Gráfico 14 abaixo mostra o custo médio acumulado em doze meses da dívida mobiliária interna, desde o final de 2013. A observação dessa variável é importante, pois o

forte aumento da dívida pública observado no período poderia levar ao aumento da remuneração demandada pelos investidores, em vista do maior risco associado ao financiamento do governo.

Entretanto, em boa parte do período coberto pelo Gráfico 14, a custo real da dívida mobiliária interna manteve-se próximo de 4%, no acumulado de doze meses, descontado pelo IPCA. É uma taxa elevada, mas não em relação aos padrões históricos do país. Nos anos anteriores a 2013, por exemplo, o custo real esteve próximo de 6%. É fato que esse custo passou a subir em meados de 2016, mas isso se deveu à rápida diminuição da inflação, em ritmo bem mais intenso do que a redução do custo da dívida mobiliária interna. Em abril de 2017, o custo real estava em 7,7%. Essa taxa deverá cair nos próximos meses em função dos seguidos ajustes na Selic promovidos pelo Banco Central. Entretanto, ainda não é possível saber em que patamar o custo real se acomodará, dadas as enormes incertezas que cercam a economia do país e o contínuo aumento da dívida pública.

GRÁFICO 14. CUSTO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA – ACUMULADO EM DOZE MESES - %



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Enfim, observando-se a evolução das condições da dívida mobiliária interna, nos últimos anos, não se nota deterioração evidente das condições de financiamento do governo federal no mercado de títulos públicos. Houve de fato aumento relevante da participação de títulos corrigidos pela Selic na composição da carteira em

poder do mercado, mas não de outros aspectos que poderiam indicar essa deterioração, como redução dos prazos de vencimento dos títulos ou incremento pronunciado da remuneração exigida. Em que pese a aparente normalidade, a evolução das condições do financiamento do governo federal no mercado de títulos públicos precisa ser monitorada com atenção, especialmente enquanto não estiver garantido o ajuste fiscal necessário à sustentabilidade da dívida pública. É preciso considerar também as dificuldades trazidas à gestão da dívida pública pela existência de elevado montante de operações compromissadas, o que se faz a seguir.

Operações compromissadas

O outro componente predominante na composição da DBGG são as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central. Por meio dessas operações, o Banco vende parte dos títulos públicos da sua carteira ao mercado, com compromisso de recomprá-los em prazo determinado. Portanto, diferentemente das operações feitas pelo Tesouro Nacional, nas quais os títulos ficam em princípio com o mercado até o vencimento, nas operações compromissadas, os títulos públicos permanecem temporariamente em posse do mercado, retornando à carteira do Banco Central no prazo estipulado para recompra.

Vistas de outra perspectiva, essas operações correspondem a empréstimos tomados pelo Banco Central junto ao mercado, garantidos por títulos públicos. É um instrumento de controle da liquidez da economia, por excelência. Por exemplo, se o Tesouro Nacional decidir não rolar integralmente os títulos vencidos nos leilões de títulos públicos (resgates acima das emissões), por entender que os investidores estão demandando remuneração elevada, a liquidez excedente pode ser eliminada pela venda temporária de títulos da carteira do Banco Central. Normalizada a situação, os títulos podem ser vendidos e as operações desfeitas.

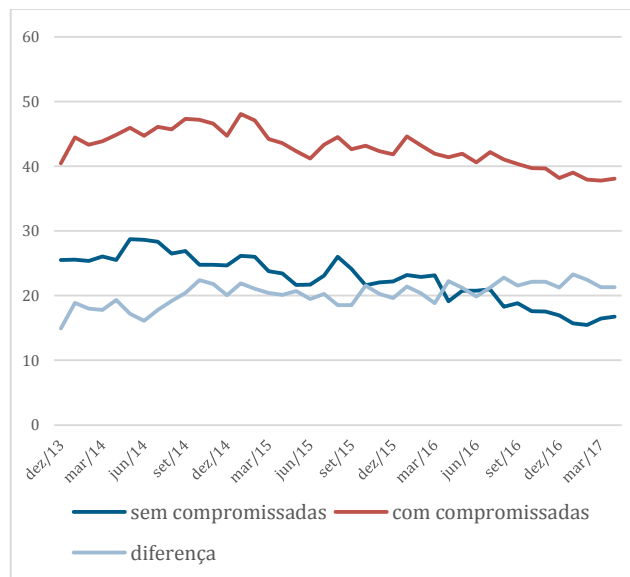
O problema surge com o uso continuado e excessivo das operações compromissadas, tendo em vista duas de suas principais características: prazos curtos de vencimento e

correção pela Selic³⁴. As compromissadas ultrapassaram o R\$ 1 trilhão há cerca de um ano. A cada três reais de dívida mobiliária interna, há cerca de um real de compromissada. Por isso, quando essas operações são consideradas juntamente com a dívida mobiliária interna, o perfil geral da dívida pública muda bastante, com a diminuição do prazo de vencimento e o aumento da participação do passivo remunerado pela Selic.

A mudança observada no perfil da dívida pública quando se considera as compromissadas não é desejável por dois motivos. Quanto ao primeiro, o Tesouro Nacional prefere prazos mais longos e bem distribuídos no tempo. A preocupação nesse caso são os riscos de refinanciamento, pois as condições no momento do vencimento podem não ser apropriadas, notadamente quanto aos juros e prazos vigentes. Em relação ao segundo, o passivo corrigido pela Selic traz o inconveniente de ser integral e imediatamente onerado sempre que o Banco Central se vê obrigado a elevar essa taxa no âmbito da execução da política monetária³⁵.

Os Gráficos 15 e 16 retratam as mudanças de perfil da dívida pública quando as compromissadas são consideradas juntamente com a dívida mobiliária interna. O Gráfico 15 mostra a parcela da dívida pública com vencimento em até doze meses, sem e com a inclusão das operações compromissadas. Conforme se pode ver, essa parcela sobe consideravelmente com a inclusão. Em abril de 2017, por exemplo, esse percentual sobe 16,8% para 38,1% quando as compromissadas são levadas em conta, aumento de mais de vinte pontos percentuais. Curiosamente, essa diferença tem se mantido relativamente estável em praticamente todo o período considerado, informação também apresentada no Gráfico 15.

GRÁFICO 15. PARCELA DA DÍVIDA PÚBLICA COM VENCIMENTO EM ATÉ 12 MESES - %



Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

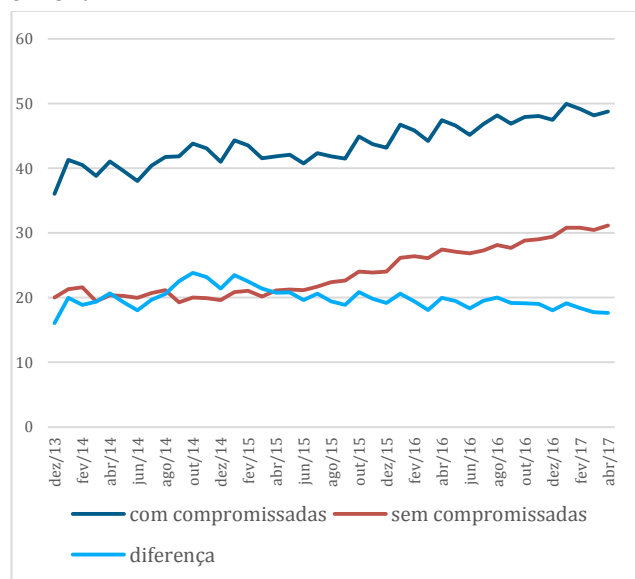
Já o Gráfico 16 informa a mudança na participação da dívida pública corrigida pela Selic, novamente com e sem a inclusão das compromissadas. A diferença entre os dois percentuais também se encontra no gráfico. É fácil perceber o aumento significativo da participação dos papéis *selicados* em todo o período coberto pelo gráfico, quando as compromissadas são consideradas. Em abril de 2017, a participação passa de 31,2% para 48,8, diferença de mais de dezessete pontos percentuais. A exemplo da parcela com dívida a vencer em doze meses, a diferença aqui também não mudou de modo significativo desde 2014.

34 Os prazos das operações compromissadas podem ser vistos na Tabela 3 das Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa, relativas ao mercado aberto, divulgadas na página eletrônica do Banco Central. Nesta tabela, é possível ver que, na média, as operações compromissadas vencem em 24 dias úteis. Já a sua correção é prefixada, mas, dados os prazos envolvidos, na prática, é como se elas fossem corrigidas pela Selic. A propósito dessa informação, o Banco Central, quando informa a composição da dívida pública por indexador, inclui a totalidade do saldo das operações compromissadas na parcela da

dívida corrigida pela Selic. Ver o Quadro XI das Notas para a Imprensa, relativas à política fiscal.

35 Quando a Selic é elevada com vistas a controlar a inflação, os efeitos sobre a remuneração ocorrem em todos os tipos de títulos públicos. Entretanto, no caso dos papéis cuja remuneração (integral ou parcialmente) seja prefixada, isso se dá ao longo do tempo, a medida que novas emissões são feitas. Já em relação aos títulos indexados à própria Selic, o aumento de custo se dá imediatamente, sobre todo o estoque existente.

GRÁFICO 16. PARCELA DA DÍVIDA PÚBLICA CORRIGIDA PELA SELIC - %



Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Em que pese a evidente piora do perfil da dívida pública, quando se considera as operações compromissadas juntamente com a dívida mobiliária interna, é importante observar que o tamanho das compromissadas e seus efeitos sobre o perfil da dívida pública não são fatos recentes, conforme se observa nos Gráficos anteriores, notadamente o 11, 15 e 16. Assim, embora criem dificuldades para a gestão da dívida pública, não podem ser apontados como indicação da deterioração das condições de financiamento do estado brasileiro, por conta da rápida expansão do endividamento público desde 2014. De qualquer modo, a exemplo da evolução do perfil da dívida mobiliária interna, a evolução das operações compromissadas deve ser analisada com cautela nos próximos meses e até anos.

4.3 Resultado primário, juros nominais e resultado nominal

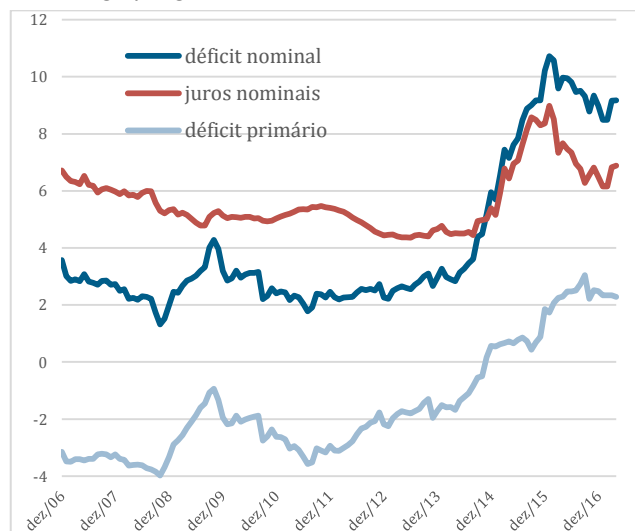
Conforme visto anteriormente, o rápido aumento da dívida pública desde 2014 deve como fator explicativo decisivo a deterioração do resultado primário.

36 O cálculo abaixo da linha, feito pelo Banco Central, distingue-se do cálculo acima da linha, feito pela Secretaria do Tesouro Nacional. Por contas das distintas metodologias, os resultados encontrados não coincidem, embora as diferenças não sejam significativas, pelo menos não no âmbito do governo central.

Entretanto, o efeito dos juros devidos também deve ser considerado. O Gráfico 17 mostra a evolução do resultado primário do setor público, dos juros nominais e do resultado nominal.

O resultado primário é calculado abaixo da linha, como resultado da diferença entre a variação da dívida pública e os juros devidos pelo setor público. Assim calculado, o resultado negativo apontado no Gráfico 17 indica superávit e o positivo indica déficit primário³⁶. À exceção de 2009, quando a política fiscal foi utilizada para conter os efeitos recessivos da crise internacional, o superávit primário manteve-se elevado até meados de 2011, quando iniciou trajetória persistente de redução até alcançar o déficit de 2,5% do PIB, em 2016, em grande parte de responsabilidade do governo federal.

GRÁFICO 17. DÉFICIT NOMINAL, JUROS NOMINAIS E DÉFICIT PRIMÁRIO - % DO PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O Gráfico 17 mostra também a importância dos juros nominais como fator explicativo da evolução da dívida pública. Os juros informados no gráfico são líquidos dos rendimentos gerados pelos ativos de propriedade do setor público. Conforme se pode ver, os juros oscilaram em boa parte do período entre 4% e 6% do PIB, mas, a partir de 2015, têm se mantido no intervalo de 6% a 8% do PIB³⁷. Embora o gráfico retrate os juros líquidos, a sua

37 No biênio 2015-2016, o cálculo dos juros foi bastante afetado por conta da inclusão do resultado com as operações de swap cambial. Se essa parcela for excluída, a trajetória dos juros devidos torna-se mais suave, com redução em 2015 e aumento em 2016, relativamente ao cômputo com a inclusão dos swaps.

evolução se deve, em boa medida, à trajetória do custo da dívida mobiliária interna, dado o peso desse passivo no total da dívida pública. Nos últimos anos, deve estar pesando também o próprio aumento da dívida, já que os juros decorrem a grosso modo da aplicação de taxas sobre o passivo anterior.

Consta ainda no Gráfico 17, o resultado nominal que, por equivaler à soma do resultado primário com os juros nominais. Informa o impacto conjugado dessas duas últimas variáveis sobre a dívida pública. Até 2011, boa parte dos juros nominais era compensado pelo resultado primário, impedindo que a dívida subisse em ritmo mais acentuado. Tal fato é retratado pela posição da curva do resultado nominal, entre a curva do resultado primário e a curva dos juros nominais. Nos anos seguintes, a atuação compensatória do resultado primário diminuiu e, a partir de 2014, os déficits primários se somaram aos juros para pressionar o endividamento.

Em abril de 2017, por exemplo, no acumulado dos últimos doze meses, a soma dos juros e dos déficits primários elevaram a DLSP em mais de novo pontos percentuais do PIB. Trata-se de uma situação claramente insustentável a ser evitada por meio da combinação de superávits primários e reduções de taxa de juros propiciadas pelo espaço aberto em decorrência do ajuste fiscal.

Há quem advogue que se concentre o esforço para conter a expansão do endividamento na redução dos juros devidos e não no aumento do superávit primário. Entretanto, os juros devidos decorrem basicamente da aplicação da taxa de juros média sobre o saldo da dívida pública. Em cada período, esse saldo é dado por decisões tomadas em períodos anteriores. Já a taxa de juros é ditada endogenamente pelas condições gerais da economia. Nunca é demais lembrar que o déficit primário atual do setor público está acima de 2% do PIB. Se a necessidade de financiamento daí advinda não for satisfeita por conta da redução forçada da taxa de juros, o efeito seria um ajuste fiscal imediato da mesma dimensão do déficit primário, independentemente de qualquer decisão nesse sentido.

5. TRÊS CENÁRIOS PARA A DÍVIDA PÚBLICA

A seção anterior trouxe a análise conjuntural e o histórico recente dos indicadores de endividamento público. Como se sabe, a principal variável para avaliar o grau de solidez

fiscal de uma nação é a sustentabilidade de sua dívida pública. Países que conseguem se financiar bem – a custos baixos e com dívida de prazo longo – são menos arriscados, atraem mais investimentos e crescem mais.

O Brasil passa por momento conturbado – no quadro interno institucional – o que aumentou as incertezas a respeito da trajetória de recuperação da atividade econômica e, conseqüentemente, afetou o desenho dos cenários fiscais. Ocorre que tais turbulências impactam a percepção de risco dos agentes econômicos e alteram o comportamento de variáveis sensíveis ao campo fiscal, com o que é o caso das taxas de juros.

A presente seção dedica-se à apresentação de três cenários elaborados pela IFI para ajudar a compreender e a mensurar os riscos que ameaçam a solvência do Estado brasileiro. Para tanto, considerando-se os parâmetros macroeconômicos (PIB, inflação, taxa de câmbio e taxa de juros) apresentados na Seção 1 e as projeções para o resultado primário avaliados na Seção 2, proporemos três possíveis tendências para a relação DBGG/PIB.

5.1 Comentários e premissas gerais

Os cenários preditivos para a dívida pública baseiam-se em projeções por tipo de papel, segundo o indexador empregado. Assim, a partir da evolução prevista para a Selic, derivamos as estimativas para a parte *selicada* da dívida do Tesouro e para as operações compromissadas. A parte atrelada à inflação depende das expectativas para o IPCA e, no caso da parcela prefixada, adotamos premissas para as taxas guardando correlação com a Selic.

Daremos maior atenção aos dois principais componentes da DBGG, que correspondem a mais de 90% desse passivo, conforme visto na seção anterior: dívida mobiliária do governo federal e operações compromissadas.

Ainda há que se considerar as projeções de câmbio, que afetam a evolução da dívida em moeda estrangeira, bem como dos *swaps* cambiais, que não entram no cômputo da dívida, mas a afetam indiretamente, pois os resultados obtidos com essas operações são somados aos juros devidos pelo governo central.

Outro ponto importante é a fixação de hipóteses para a evolução do perfil da dívida pública. A ideia básica é que

transcorrerá um período inicial de aumento da participação de papéis atrelados à Selic, até que os títulos prefixados tornem-se novamente atrativos a taxas de juros menos proibitivas ao Tesouro. Isso dependerá de um fator primordial: o sucesso do ajuste fiscal, incluindo reformas estruturais nos gastos obrigatórios e mudanças nas despesas discricionárias contendo avaliações sobre a chamada margem fiscal (ver box).

Como as diferenças dos três conjuntos de parâmetros adotados para as projeções dos três cenários, por si só, já produzem efeitos bastante significativos sobre as trajetórias esperadas para a DBGG, optamos por manter o mesmo perfil de dívida nos três cenários, alterando apenas as premissas principais.

Sabemos que maior crescimento econômico e estabilidade monetária tendem a facilitar o alongamento dos prazos e a redução dos custos médios da dívida. Dito de outra forma, tendem a melhorar o perfil do endividamento público. Mas, por simplificação, e considerando-se que os resultados obtidos já evidenciam claramente as nuances de cada situação – da mais otimista à mais pessimista – julgamos plausível não estabelecer, nos exercícios apresentados, trajetórias distintas para o perfil da dívida, ou seja, para cada fatia de títulos. Isso poderá ser feito em atualizações posteriores ou estudos específicos.

Portanto, para ter claro: os cenários variam de acordo com mudanças apenas no resultado primário, na taxa de câmbio, na taxa de juros, na inflação e no PIB.

Assim, sobre o perfil da dívida, seguem-se algumas considerações importantes, que **valem para os três cenários**. Para a parcela prefixada, assumimos que metade da dívida vincenda será substituída, em 2017 e em 2018, por LFTs – Letras Financeiras do Tesouro, atreladas à Selic. O restante será refinanciado. Em 2017, por exemplo, dos cerca de R\$ 360 bilhões de títulos prefixados vincendos, serão renovados apenas R\$ 180 bilhões. O restante (50%), será substituído por LFTs (ou operações compromissadas).

O déficit primário, por sua vez, será coberto com emissões adicionais de LFTs, bem como os juros decorrentes desse incremento na dívida. Dito de outra forma, os déficits – despesas não cobertas por receitas – terão de ser financiados e, em contexto de incerteza, assumimos que títulos pós-fixados deverão ser emitidos

para fazer frente a essa necessidade de financiamento adicional.

Ainda sobre 2017 e 2018, determinamos que os juros prefixados ficarão acima da Selic à razão de 1,1 vez.

Para o período de 2019 a 2030, o Tesouro passará a refinarciar 100% dos títulos prefixados vincendos e os títulos atrelados à Selic continuarão evoluindo pela mesma regra: juros sobre o estoque, déficit primário e juros sobre o déficit primário adicional. Consideramos o cronograma de vencimentos divulgado pelo Tesouro no relatório mensal da dívida pública, disponibilizado no portal do órgão mensalmente.

Ainda sobre o período de 2019 a 2030, adotamos a premissa de que os juros prefixados continuarão próximos da Selic, mas agora à razão de 0,9 vez, isto é, abaixo da taxa básica de juros.

Nos três cenários, sempre que se começa a gerar superávit primário, a hipótese é de que todo esse excedente será utilizado para pagar juros e amortizar dívida atrelada à Selic.

Antecipamos algumas nuances dos três cenários a respeito do resultado primário. No **cenário 1**, que chamamos de básico (maior probabilidade de ocorrência), o primário ficará positivo em 2023, um pouco antes do que previmos no primeiro RAF (fevereiro), quando o resultado só passaria ao campo positivo entre 2024 e 2025. No **cenário 2**, denominado otimista, o superávit primário já ocorrerá a partir dos idos de 2022. Finalmente, no **cenário 3**, chamado de pessimista, o resultado positivo aparecerá apenas em 2026.

Feitas essas considerações iniciais, passaremos à explicitação dos cenários para a evolução da dívida pública, dados os três conjuntos de parâmetros econômicos estimados.

5.2 Cenário 1 – básico: Dívida em queda gradual a partir de 2024

O cenário básico para as projeções de médio e longo prazo piorou. O motivo central foi a mudança nas previsões para os juros. A evolução do primário também explica os novos números. Mostraremos a seguir a Tabela 18 com as premissas centrais. O quadro político-institucional afeta as projeções, evidentemente, mas é

preciso separar esses efeitos exógenos da dinâmica própria dos indicadores econômico-fiscais.

O déficit primário, em 2017, já considerado o contingenciamento da ordem de R\$ 39 bilhões (R\$ 42,1 bilhões anunciados inicialmente, deduzidos de R\$ 3,1 bilhões descontingenciados recentemente), ficará em R\$ 142,9 bilhões, conforme visto em seção anterior. A parcela correspondente ao governo central é um déficit de R\$ 144,1 bilhões, compensado em R\$ 4,5 bilhões pelo superávit esperado para os estados e municípios (dados do Banco Central, pela metodologia abaixo da linha, que têm mostrado significativa diferença em relação aos dados consolidados pelo Tesouro³⁸). As estatais apresentarão déficit de R\$ 3,3 bilhões.

Ao incorporar o novo primário na revisão das projeções de dívida, o que ainda não havíamos feito após o anúncio do contingenciamento, a projeção para a DBGG de 2017 melhorou discretamente. Já a trajetória para os próximos anos, agora estendida até 2030, piorou um pouco, resultado dos juros mais altos, dentre outros fatores.

TABELA 18. CONJUNTO DE PARÂMETROS DO CENÁRIO 1

	PIB Var.% real	Selic % ao ano	Resultado primário % do PIB	Inflação (IPCA) % ao ano	Taxa de câmbio R\$/US\$
2016*	-3,59%	13,75%	-2,49%	6,29%	3,26
2017	0,46%	9,00%	-2,18%	4,16%	3,43
2018	1,93%	9,00%	-2,33%	4,60%	3,59
2019-2022	2,05%	9,00%	-0,99%	4,47%	3,71
2023-2026	2,08%	9,00%	0,95%	4,42%	3,77
2027-2030	2,10%	9,00%	2,78%	4,42%	3,83

* Dados realizados. Fonte e elaboração: IFI.

Diante do exposto, projetamos que a dívida encerrará 2017 em 76,2% do PIB, ante projeção de 76,9% sustentada até maio pela IFI. O nível atual, como vimos na seção anterior, é de 71,7% do PIB (abril). Isto é, em oito meses a dívida avançará mais 4,5 pontos de percentagem do PIB.

O resultado nominal projetado no cenário 1 é um déficit de 8,5% do PIB para o final de 2017, ante déficit atual (abril) de 9,2% do PIB. A melhora é explicada pela

redução da Selic, cujos ganhos devem se materializar no pagamento de juros do setor público.

A conta de juros poderá encerrar o ano a 6,3% do PIB, ante os atuais (abril) 6,9% do PIB. O peso dos *swaps* cambiais pode alterar essas perspectivas, a depender da necessidade de intervenção do Banco Central no mercado futuro de dólares, o que está estritamente relacionado às turbulências políticas com efeito sobre a taxa cambial.

No longo prazo, nossas projeções apontam para uma redução importante do déficit nominal, fruto da melhora do resultado primário. Como alertado em seção anterior, a redução dos déficits primários, seguida da reversão para superávits adequados dependerá do compromisso deste e dos próximos governos com a agenda das reformas dos gastos obrigatórios e da adoção de medidas voltadas à fatia discricionária da despesa, onde há margem, ainda que reduzida, para mudanças.

No cenário básico, consideramos que a agenda fiscal em curso, sobretudo a **reforma da previdência**, será encaminhada, mas com um prazo mais longo em relação ao inicialmente esperado.

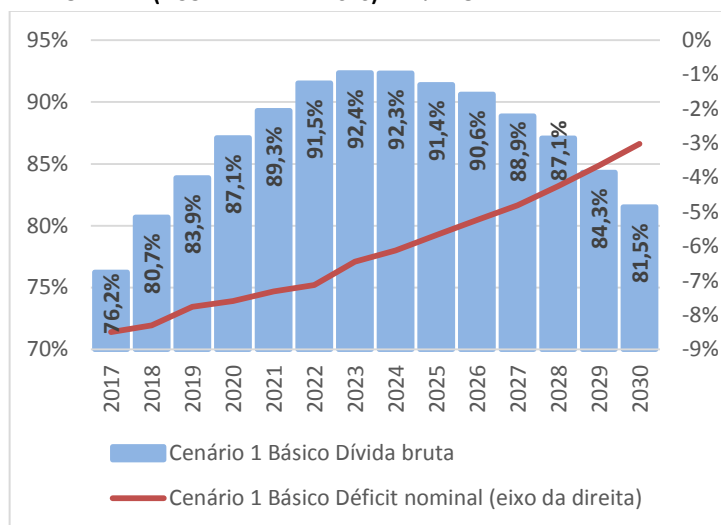
O Gráfico 18, a seguir, traz as projeções do cenário 1 consolidadas. Neste quadro, a DBGG subirá por alguns anos, atingindo o pico de 92,4% do PIB, em 2023, e cairá gradualmente daí em diante. Quanto ao déficit nominal, deverá chegar à casa de -3,0% do PIB até 2030, no cenário básico.

É importante notar o peso do resultado primário na trajetória da dívida. A recuperação dos saldos primários para o campo positivo, convergindo a uma média de 2,8% do PIB, no quadriênio 2027-2030, será essencial para garantir que as projeções deste cenário se concretizem.

O crescimento econômico tímido, na casa de 2,1% ao ano, torna ainda mais complexo o desafio de recobrar o equilíbrio fiscal. Evidentemente, quanto mais intensas e mais cedo vierem as medidas complementares de ajuste, tanto maior será a convergência para um quadro fiscal mais equilibrado, o que ficará claro quando o cenário otimista for visto.

³⁸ Ver Estudo Especial nº 02, da IFI, publicado aqui - <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529826/Estudo%20Especial%20n%202.pdf?sequence=1>

GRÁFICO 18. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL E RESULTADO NOMINAL (ACUM. EM 12 MESES) EM % DO PIB



Fonte: Elaboração e projeções: IFI

5.3 Cenário 2 – otimista: Dívida em queda acentuada a partir de 2023

Neste segundo cenário, classificado como otimista, há nítida convergência da dívida a níveis sustentáveis, com a recuperação do resultado primário e a geração de superávit nominal (incluindo pagamento de juros) entre 2029 e 2030.

Conforme se pode verificar na Tabela 19, há um quadro bem mais positivo para os juros, o PIB, a inflação e o esforço fiscal. Trata-se de um cenário em que o governo produziria resultados fiscais mais elevados e com maior rapidez, fruto um programa abrangente de ajuste fiscal, para além da reforma da previdência.

O cenário tem baixa probabilidade, porque sua concretização depende de adoção de medidas ditas impopulares, como a revisão das regras do abono salarial, do Benefício de Prestação Continuada (BPC), das regras do salário mínimo e de outras ações com efeito fiscal relevante sobre o gasto com pessoal e demais despesas obrigatórias.

Além de serem medidas mais rigorosas, precisariam ser adotadas em tempo menor, produzindo efeitos mais rápidos do ponto de vista da convergência da dívida a níveis sustentáveis.

A Tabela 19 mostra também o peso do PIB na evolução da dívida. Aqui, diferentemente do cenário básico, o PIB convergiria para a casa de 3% no quadriênio final do período preditivo. Os juros continuariam a cair, na presença de um quadro fiscal mais equilibrado, com expectativas mais bem ancoradas. Além disso, o primário supera a casa de 4% do PIB, o que só aconteceu na primeira metade dos anos 2000, ainda assim, na série antiga, que incluía os resultados da Eletrobras e da Petrobras, à época superavitárias em algo como 0,5% do PIB.

TABELA 19. CONJUNTO DE PARÂMETROS DO CENÁRIO 2

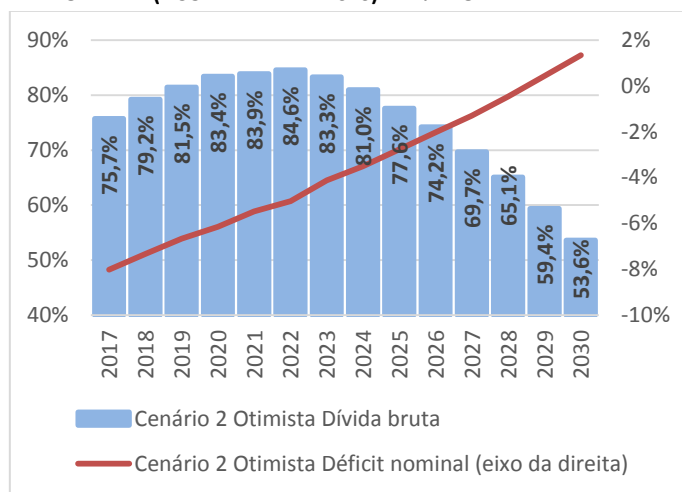
	PIB Var. % real	Selic % ao ano	Resultado primário % do PIB	Inflação (IPCA) % ao ano	Taxa de câmbio R\$/US\$
2016*	-3,59%	13,75%	-2,49%	6,29%	3,26
2017	0,71%	8,00%	-2,08%	4,00%	3,26
2018	2,68%	8,00%	-2,16%	3,95%	3,35
2019-2022	2,68%	7,63%	-0,49%	3,90%	3,46
2023-2026	2,91%	7,50%	1,98%	4,02%	3,53
2027-2030	3,05%	7,50%	4,32%	4,03%	3,58

* Dados realizados. Fonte e elaboração: IFI.

Neste cenário 2, conforme se vê no Gráfico 19, a dívida também continuaria a subir, mas chegaria ao pico em 2022, aos 84,6% do PIB (antes, portanto, do que se observa no cenário básico, e em nível inferior). A partir de 2023, a DBGG/PIB iniciaria uma trajetória consistente de queda, atingindo o nível de 53,6% do PIB até 2030.

Praticamente, toda a piora observada nos oito anos encerrados em 2022, seria revertida nos oito anos subsequentes. O resultado nominal do setor público consolidado passaria a ser superavitário entre 2029 e 2030, superando 1% do PIB.

GRÁFICO 19. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL E RESULTADO NOMINAL (ACUM. EM 12 MESES) EM % DO PIB



Fonte: Elaboração e projeções: IFI

5.4 Cenário 3 – pessimista: Dívida em trajetória de aumento contínuo

O terceiro e último cenário traçado pela IFI para ajudar a mensurar os riscos fiscais pode ser classificado como pessimista. O PIB estacionaria na casa de 1,2% a 1,3%, os juros permaneceriam elevados e o resultado primário convergiria para níveis positivos, em ritmo incompatível com o exigido para estabilizar a dívida bruta como proporção do PIB (ver Tabela 20).

TABELA 20. CONJUNTO DE PARÂMETROS DO CENÁRIO 3

	PIB	Selic	Resultado primário	Inflação (IPCA)	Taxa de câmbio
	Var.% real	% ao ano	% do PIB	% ao ano	R\$/US\$
2016*	-3,59%	13,75%	-2,49%	6,29%	3,26
2017	-0,27%	10,00%	-2,31%	4,80%	3,86
2018	0,00%	11,00%	-2,74%	5,38%	4,29
2019-2022	1,36%	11,00%	-1,73%	5,25%	4,59
2023-2026	1,31%	11,00%	-0,29%	5,05%	4,65
2027-2030	1,23%	11,00%	1,05%	5,04%	4,72

* Dados realizados. Fonte e elaboração: IFI.

O resultado primário, no cenário 3, ficaria positivo na casa de 1% do PIB, no quadriênio 2027-2030, e a mudança de déficit para superávit só ocorreria em 2026 para ocorrer. Neste caso, a dívida não estacionaria no horizonte de 13 anos coberto pela projeção (2030),

indicando um quadro grave de insolvência do setor público.

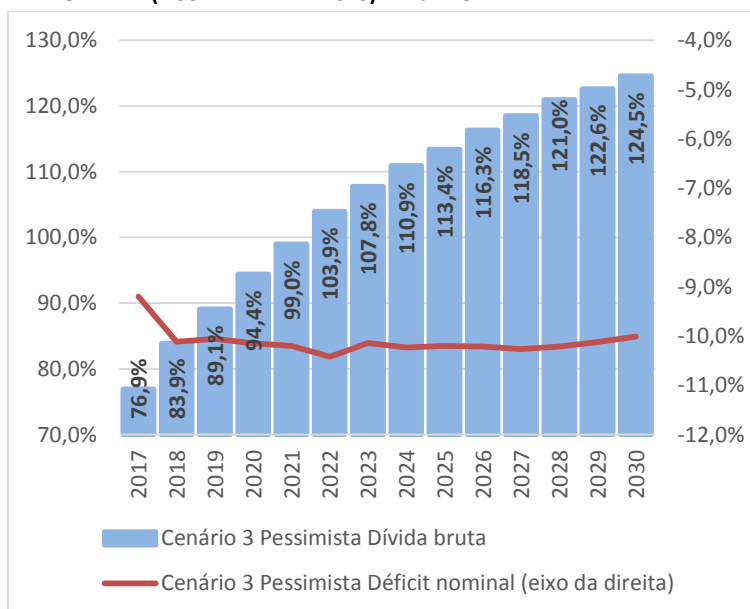
O Gráfico 20, abaixo, permite avaliar o grau de insolvência a que a economia estaria sujeita no caso de realização desse cenário. A DBGG poderia atingir quase 125% do PIB, em 2030, chegando a 100% do PIB já entre 2021 e 2022. O déficit nominal, por sua vez, ficaria estacionado na casa de 10% do PIB, muito distante do desejável equilíbrio das contas públicas.

Apesar de parecer distante, é preciso ressaltar que algo similar ao cenário 3 poderá ocorrer se a dinâmica dos gastos obrigatórios e discricionários não for ajustada à realidade orçamentária e econômica brasileira. Além do desequilíbrio fiscal, haveria também estagnação econômica e social.

Adicionalmente, os juros poderiam crescer ainda mais, no caso de os agentes econômicos anteciparem as consequências de um quadro mais grave, o que reforçaria a tendência de alta da dívida pública.

Assim como o cenário otimista, o cenário pessimista ajuda a compreender o **tamanho do desafio fiscal** que se apresenta ao país. Decisões acertadas ou erradas, focadas na responsabilidade fiscal ou no expansionismo fiscal, poderiam levar rapidamente a quadros diametralmente opostos, como se pode depreender dos resultados dessas duas simulações.

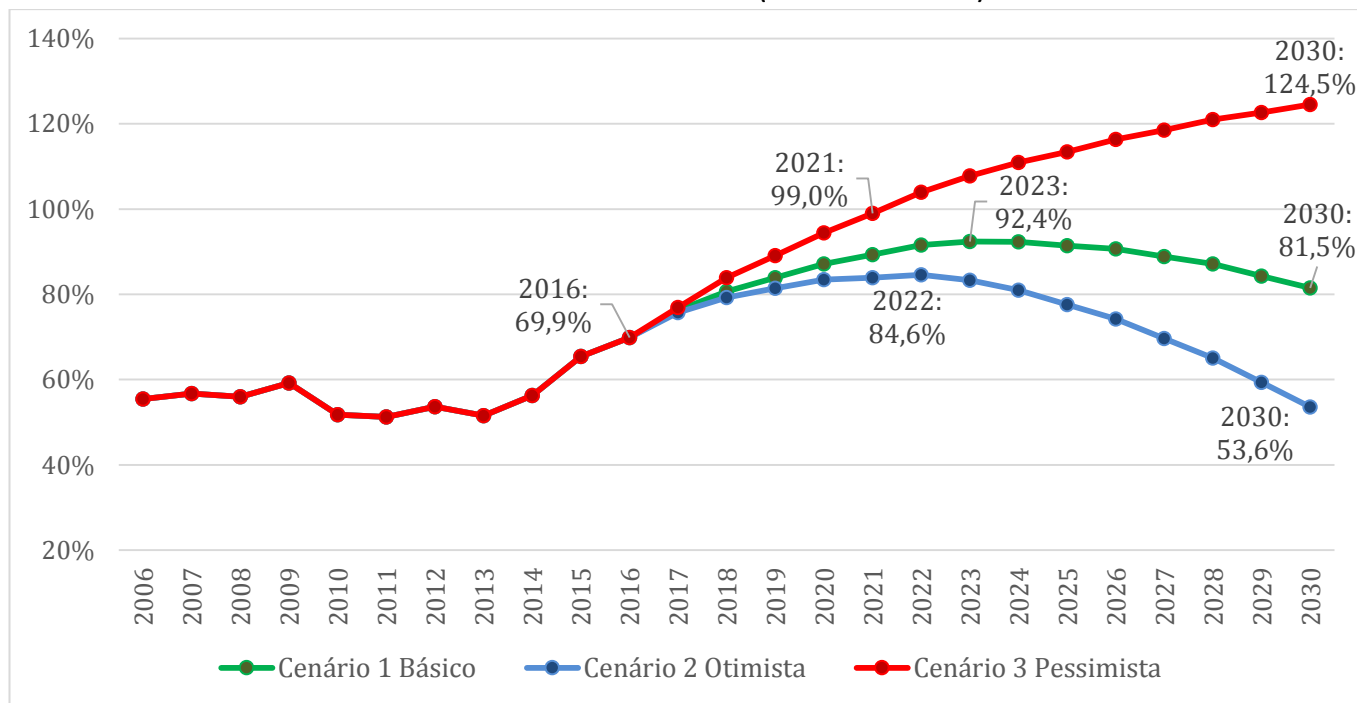
GRÁFICO 20. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL E RESULTADO NOMINAL (ACUM. EM 12 MESES) EM % DO PIB



Fonte: Elaboração e projeções: IFI

Por fim, o Gráfico 21 resume as simulações apresentadas nos tópicos anteriores.

GRÁFICO 21. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (ACUM. EM 12 MESES) EM % DO PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração e projeções: IFI.

Tabelas fiscais

TABELA 21. 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	1,2	0,5
I.1 - Receita Administrada pela RFB	840.364	12,8	839.660	12,8	-705	-0,1	-1,6	-1,6
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	0,7	0,5
I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB	170.061	2,6	162.453	2,5	-7.607	-4,5	19,0	13,7
I.4.1 Concessões e Permissões	27.952	0,4	24.000	0,4	-3.952	-14,1	22,5	5,2
I.4.2 Dividendos e Participações	8.837	0,1	7.700	0,1	-1.137	-12,9	197,9	159,6
I.4.3 Operações com Ativos	2.976	0,0	3.500	0,1	524	17,6	270,5	335,8
I.4.5 Demais Receitas	130.297	2,0	127.253	1,9	-3.043	-2,3	12,0	9,4
II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	234.916	3,6	228.225	3,5	-6.691	-2,8	-0,6	-3,4
III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)	1.151.108	17,6	1.148.818	17,5	-2.290	-0,2	1,6	1,4
IV. DESPESA TOTAL	1.289.865	19,7	1.292.901	19,7	3.035	0,2	-0,3	-0,1
IV.1 Despesas Obrigatórias	1.037.873	15,8	1.036.000	15,8	-1.873	-0,2	3,9	3,8
IV.1.1 Benefícios Previdenciários	559.770	8,5	560.466	8,5	696	0,1	5,8	6,0
IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais	283.073	4,3	284.000	4,3	927	0,3	5,4	5,7
IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego	58.907	0,9	57.865	0,9	-1.042	-1,8	1,0	-0,8
IV.1.4 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	53.635	0,8	53.998	0,8	363	0,7	5,1	5,8
IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	5.268	0,1	5.978	0,1	710	13,5	-10,1	2,0
IV.1.6 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	13.822	0,2	12.913	0,2	-909	-6,6	-24,6	-29,5
IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)	13.037	0,2	13.236	0,2	199	1,5	-8,5	-7,1
IV.1.8 Fundo Constitucional DF	1.874	0,0	2.314	0,0	440	23,5	53,2	89,2
IV.1.9 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)	3.860	0,1	3.900	0,1	40	1,0	-36,7	-36,1
IV.1.10 Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC	11.273	0,2	11.315	0,2	42	0,4	6,5	6,9
IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro	26.775	0,4	23.073	0,4	-3.702	-13,8	10,2	-5,0
IV.3.12 Outras Despesas Obrigatórias	6.580	0,1	6.943	0,1	363	5,5	-39,9	-36,6
IV.2 Despesas com controle de fluxo	251.992	3,8	256.900	3,9	4.908	1,9	-14,7	-13,1
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	-13,6	-10,3

TABELA 22. AVALIAÇÃO MENSAL - VALORES REALIZADOS, TAXAS DE VARIAÇÃO

Discriminação	mar/17	abr/17	Variação real em abr-17		Acum. no ano (Acum Ano t/ Acum Ano t-12)
			Em Um ano	Acum. 12 meses	
			(t/t-12)	(Acum 12m t/ Acum 12m t-12)	
I. RECEITA TOTAL	102.907	126.098	1,4%	0,1%	-1,9%
<i>I.1 - Receita Administrada pela RFB</i>	<i>62.449</i>	<i>77.406</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>-0,5%</i>
<i>I.2 - Incentivos Fiscais</i>	<i>0</i>	<i>-17</i>	<i>-</i>	<i>11,3%</i>	<i>58,6%</i>
<i>I.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS</i>	<i>29.006</i>	<i>31.132</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-3,3%</i>
<i>I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB</i>	<i>11.452</i>	<i>17.577</i>	<i>29,0%</i>	<i>2,9%</i>	<i>-6,4%</i>
I.4.1 Concessões e Permissões	116	1.470	14,8%	1,7%	-85,1%
I.4.2 Dividendos e Participações	1.707	222	3,4%	0,2%	219,0%
I.4.3 Operações com Ativos	79	80	10,3%	0,8%	136,8%
I.4.5 Demais Receitas	9.550	15.805	0,3	0,0	0,2
II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	15.337	18.028	10,0%	0,7%	7,3%
III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)	87.570	108.070	0,1%	0,0%	-3,6%
IV. DESPESA TOTAL	98.548	95.500	-2,2%	-0,2%	-4,3%
<i>IV.1 Despesas Obrigatórias</i>	<i>78.324</i>	<i>77.397</i>	<i>3,6%</i>	<i>0,3%</i>	<i>1,3%</i>
IV.1.1 Benefícios Previdenciários	42.095	43.125	6,4%	0,5%	5,5%
IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais	21.314	21.483	7,7%	0,6%	7,3%
IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego	6.868	3.186	-11,1%	-0,7%	-9,0%
IV.1.4 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	4.422	4.490	5,6%	0,5%	4,8%
IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	831	0	-	-7,9%	-29,0%
IV.1.6 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	1.070	2.829	-18,2%	-4,1%	-36,7%
IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)	919	1.233	47,9%	2,8%	10,7%
IV.1.8 Fundo Constitucional DF	135	122	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	132	181	50,0%	0,6%	12,0%
IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro	82	217	43,9%	0,3%	-30,2%
IV.3.12 Outras Despesas Obrigatórias	295	368	-13,5%	-0,6%	-56,1%
<i>IV.2 Despesas com controle de fluxo</i>	<i>20.224</i>	<i>18.103</i>	<i>-21,3%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-23,6%</i>
IV.2.1 Bolsa Família	2.428	2.416	3,7%	0,3%	3,7%
IV.2.2 PAC (Ex MCMV)	1.469	1.583	-50,2%	-5,5%	-61,7%
IV.2.3 MCMV	75	274	-49,2%	-4,0%	-77,3%
IV.2.4 LEJU/MPU	1.016	841	-20,0%	-1,6%	-19,7%
IV.2.4 Demais Discricionárias	15.235	12.990	-15,5%	-1,2%	-15,5%
V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL	0	0	-	-	-
VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL	-10.977	12.570	23,0%	-1,5%	-34,6%

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)	5779	6001	6267	6557	6992	7469	7954	8472
IPCA – acum. (% no ano)	6,4	10,7	6,3	4,2	4,6	4,6	4,5	4,4
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	2,66	3,90	3,26	3,43	3,59	3,69	3,71	3,72
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	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Juros reais <i>ex-post</i> (% a.a.)	5,0	3,2	7,0	4,6	4,2	4,2	4,3	4,4
Juros reais <i>ex-ante</i> (% a.a.)	6,0	8,3	6,5	4,8	4,8	4,2	4,3	4,4
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0,56	-1,85	-2,49	-2,18	-2,33	-1,72	-1,24	-0,73
d/q Governo Central	-0,39	-1,97	-2,56	-2,20	-2,39	-1,82	-1,36	-0,87
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