

Para acessar o relatório completo clique [aqui](#).

## 2. CONJUNTURA FISCAL

A partir deste mês a seção de conjuntura fiscal inaugura um novo formato para avaliação dos resultados das contas públicas, que está organizado em três subseções: A primeira subseção aborda a trajetória da dívida pública apurada sob diferentes óticas, tanto doméstica quanto internacional; a segunda, avalia a dinâmica dos resultados primário e nominal, tecnicamente denominado de necessidades de financiamento do setor público (NFSP) e, a terceira e última seção, mergulha um pouco mais sobre os determinantes não financeiros, das receitas e despesas, das finanças públicas do governo central.

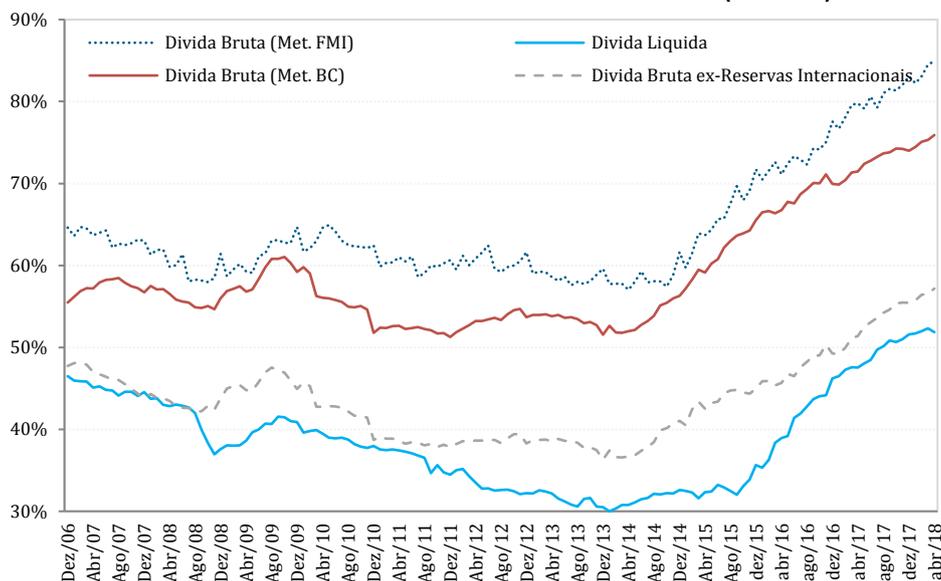
Diante do novo formato para organização da análise fiscal, mostra-se oportuno revisitar brevemente alguns conceitos subjacentes as estatísticas fiscais analisadas. Enquanto o Governo Central (GC) é composto pelo Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central, as estatísticas reportadas para o Governo Geral (GG) levam em consideração, além do Governo Central, os Governos Estaduais e Municipais. Quanto ao Setor Público Consolidado (SPC), conceito utilizado nas estatísticas da dívida líquida, sua composição é definida através da consideração das contas tanto do GG quanto das empresas estatais não financeiras, com exceção das empresas Petrobras e Eletrobras, retiradas das estatísticas fiscais em maio de 2009 e novembro de 2010, respectivamente.

### 2.1 Dívida Pública

Com exceção da dívida líquida do setor público (DLSP), todas as demais métricas para o endividamento público registraram avanço em abril. Enquanto a dívida bruta do governo geral (DBGG) apurada na metodologia doméstica avançou para 75,9% do PIB (ante 75,3% em março e 71,5% em abril/17), houve avanço para 84,9% do PIB (ante 84,5% e 79,8%, na mesma base de comparação) na metodologia internacional. Quando descontado os US\$ 382 bilhões ou 18,7% do PIB das reservas internacionais, a dívida bruta apurada na metodologia doméstica também registrou expansão para 57,2% do PIB, um crescimento de 0,6 e 5,8 pontos de percentagem (p.p) do produto em relação à março deste ano e abril do ano anterior, respectivamente, de 56,5% e 51,4% do PIB.

No tocante à DLSP, enquanto o resultado mensal registrou recuo de 0,5 p.p do PIB em relação ao mês imediatamente anterior, frente à abril/17 houve expansão de 4,3 p.p do PIB, para 51,9% do PIB. Apesar do recuo em relação à março/17, particularmente influenciado pelo efeito da desvalorização cambial nos ativos do governo, notadamente as reservas internacionais, a trajetória ascendente da dívida líquida (Gráfico 8) permanece pressionada pelas necessidades de financiamento do setor público.

**GRÁFICO 8: DIFERENTES MEDIDAS PARA A DÍVIDA PÚBLICA (% DO PIB)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

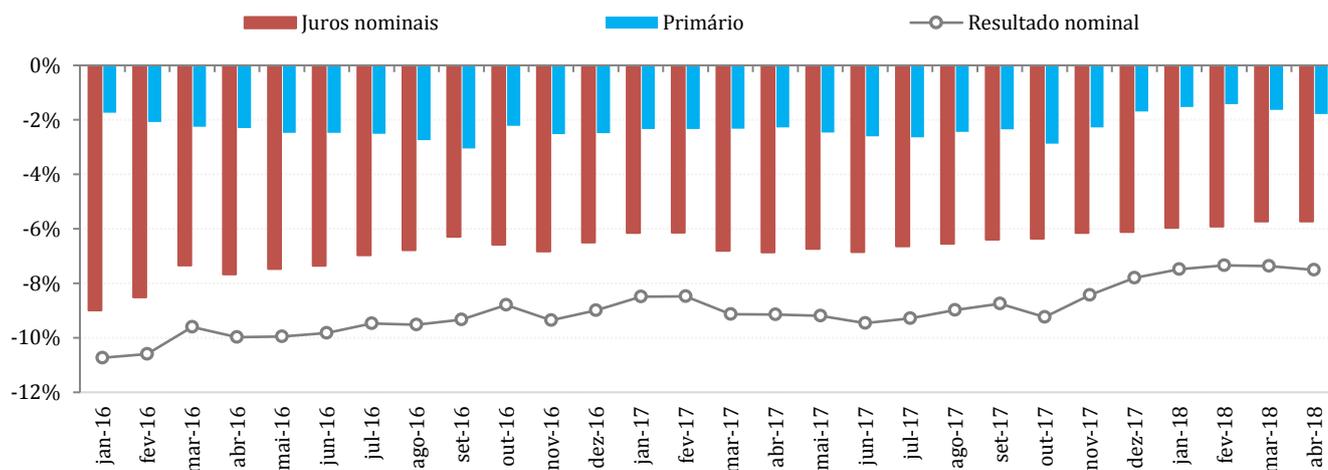
No acumulado para o ano, enquanto a DBGG na metodologia do Banco Central avançou 1,9 p.p do produto (para 75,9% ante 74% do PIB), a DLSP cresceu apenas 0,3 p.p (para 51,9% ante 51,6% do PIB) influenciada pela contribuição positiva do câmbio de 0,8 p.p do PIB ou R\$ 52,6 bilhões. A esse respeito vale notar que como o país é credor externo líquido, depreciações na taxa de câmbio (US\$/R\$) ampliam o valor dos ativos na moeda local (em R\$), contribuindo assim para um avanço mais modesto do endividamento líquido. O componente mais estrutural, todavia, o déficit primário do setor público, o pagamento de juros bem como as emissões líquidas de títulos de dívida, permanecem exercendo pressão significativa na elevação da dívida pública.

## 2.2 Necessidades de Financiamento do Setor Público

As estatísticas das NFSP são compostas pelos indicadores do resultado nominal, primário e pelo pagamento de juros nominais líquidos, equivalentes ao resultado entre o juro pago e recebido pelo setor público não financeiro junto ao setor privado e público financeiro. No mês de abril, o SPC registrou déficit nominal de R\$ 26,8 bilhões, resultado do pagamento líquido de R\$ 29,6 bilhões de juros nominais (inclusive as operações de swap cambial) e do superávit primário de R\$ 2,9 bilhões. No mês, a perda decorrente das operações de swap cambial foi de R\$ 2,6 bilhões, de maneira que o pagamento de juro nominal de natureza mais recorrente, livre dos efeitos destas operações, alcançou R\$ 27 bilhões.

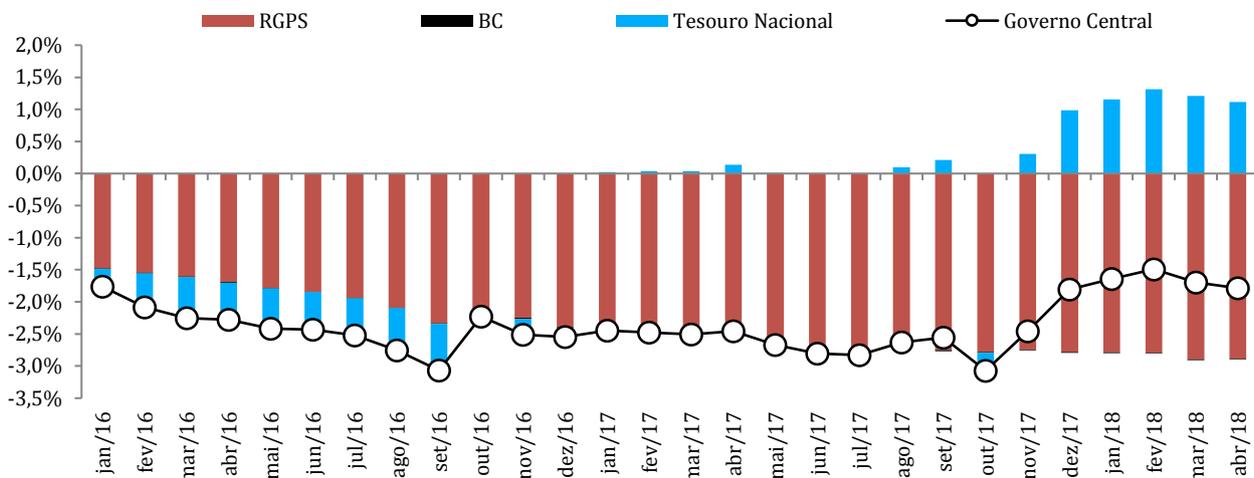
Para o acumulado nos últimos doze meses, houve importante redução do déficit nominal para 7,5% do PIB (ante 9,1% do PIB em abril/17), particularmente influenciado pela retração na conta de juro nominal que contribuiu com 70% ou 1,1 p.p da melhora global de 1,6 p.p. do PIB. Os 30% restantes, equivalentes a 0,5 p.p do PIB, foram majoritariamente influenciados pela redução do déficit primário no governo central (GC) para 1,8% do PIB. O progresso no resultado primário do GC, destaque-se, permanece ancorado no melhor desempenho do tesouro nacional do que na previdência social (RGPS) que, respectivamente, registraram avanço e piora de 1 p.p e 0,3 p.p do PIB no período. Os gráficos 9 e 10 revelam a evolução das NFSP bem como a composição do resultado primário do GC.

**GRÁFICO 9. EVOLUÇÃO DAS NFSP (% DO PIB)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

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



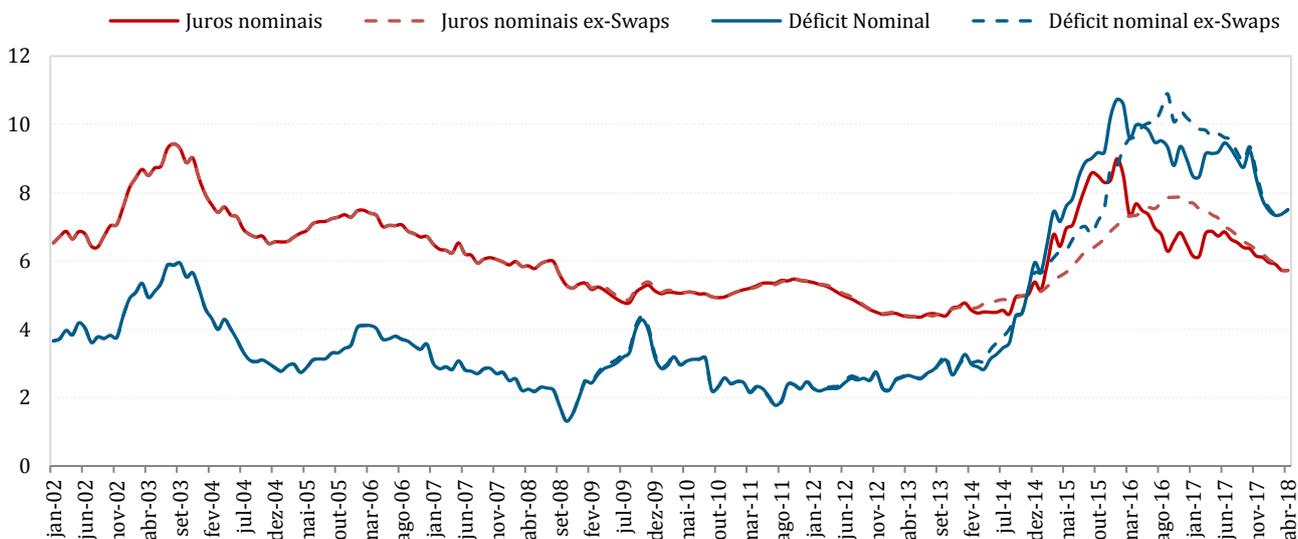
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Vale destacar ainda que a perda decorrente das operações de swap cambial nos últimos doze meses findos em abril foi quase nula, de apenas R\$ 0,85 bilhão, de maneira que o juro e o déficit nominal oficialmente reportado bem como seu cálculo recorrente, apurado pela IFI, encontram-se no mesmo patamar de 5,7% e 7,5% do PIB, respectivamente (Gráfico 11). Para o primeiro quadrimestre, a perda com as operações de swap cambial é de R\$ 2,5 bilhões. Na medida em que o Banco Central tem renovado e ampliado a oferta de contratos de venda de dólar no mercado futuro<sup>1</sup> como forma de

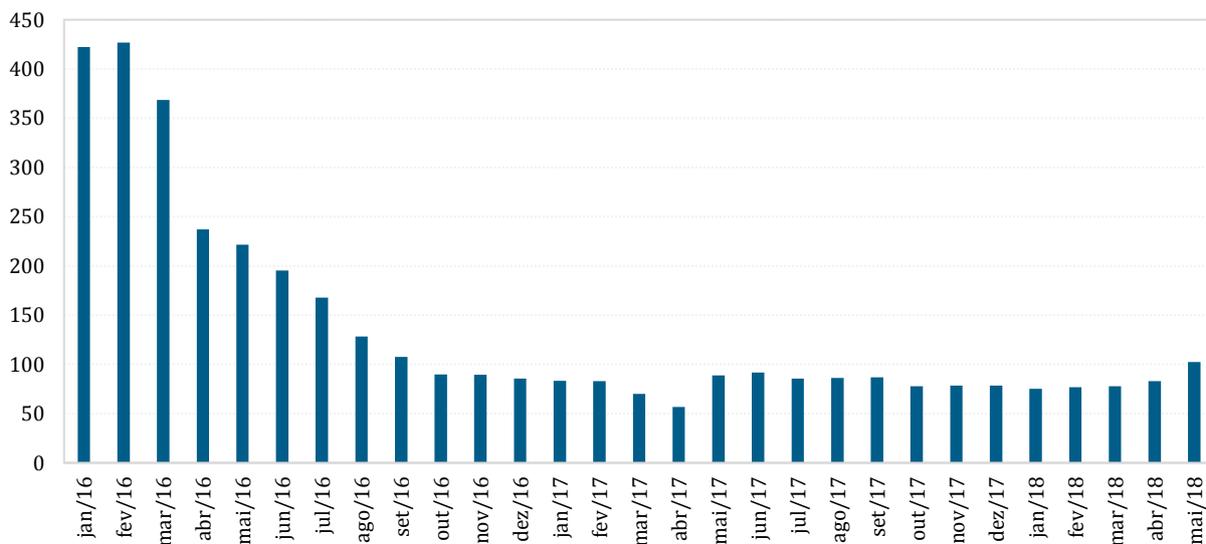
<sup>1</sup> Recentemente, o Banco Central manteve e ampliou a oferta de swaps cambiais para o final do mês de maio e junho. Para maiores detalhes, acesse: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#/c/notas/16490>.

oferecer proteção (*hedge*) cambial e liquidez no período de maior instabilidade da moeda estrangeira, é esperado que o resultado dessas operações pressione a conta de juro nominal líquido nos próximos meses. Tomando dados preliminares para o mês de maio, o volume de posição passiva nestas operações atingiu R\$ 102,5 bilhões, superior ao verificado ao final dos últimos dois anos, de R\$ 78,3 bilhões em 2017 e R\$ 85,5 bilhões em 2016 (Gráfico 12).

**GRÁFICO 11. EVOLUÇÃO DO JURO E DÉFICIT NOMINAL COM E SEM O CUSTO COM AS OPERAÇÕES DE SWAP CAMBIAL (% DO PIB)**



**GRÁFICO 12. EVOLUÇÃO DO ESTOQUE DE SWAPS (R\$ BILHÕES)**



### 2.3 Resultado Primário do Governo Central

No tocante ao resultado do GC, enquanto o superávit apurado pelo Banco Central (BC)<sup>2</sup> foi de R\$ 5,4 bilhões, na metodologia do Tesouro Nacional (TN) ele foi de R\$ 7,2 bilhões. O contraste de R\$ 1,8 bilhão deve-se a diferenças metodológicas entre o resultado acima (do TN) e abaixo-da-linha (do BC). Tomando dados apurados pelo TN, que nos permite conhecer os determinantes do resultado fiscal tanto pelo lado da receita quanto da despesa não financeira (primária), o superávit em abril foi, em valores corrigidos pela inflação (em termos reais), 43,2% inferior ao apurado em igual período do ano anterior (de R\$ 12,7 bilhões). Assim como em março, as estatísticas fiscais do GC seguem sendo influenciadas pela antecipação do pagamento de precatórios e sentenças judiciais.

Pela ótica das despesas, apesar do pagamento de sentenças judiciais e precatórios de custeio e capital ter sido antecipado<sup>3</sup> para abril (ante junho/17), o resultado mensal não trouxe mudança substancial na dinâmica do gasto: aproximadamente 75% da despesa permanece registrando avanço real importante em decorrência do pagamento de salários e encargos de servidores ativos, aposentados e pensionistas do serviço público (RPPS) bem como de benefícios subjacentes ao regime privado de previdência (RGPS). Vale notar ainda que o avanço nos gastos discricionários (de 15,8%) e com investimentos do PAC (9,1%) verificados no mês anterior (ante igual período do ano passado) voltaram a se repetir em abril ao registrarem taxa real de crescimento de 13,9% e 4,6%, respectivamente. A Tabela 16 resume os resultados fiscais.

Quanto ao desempenho da arrecadação, a receita bruta registrou avanço de 6,3% (ou R\$ 8,2 bilhões) enquanto a receita líquida de transferências para os estados e municípios apontou expansão de 7,4% (ou R\$ 8,2 bilhões), ambos em termos reais. Não obstante maiores transferências a título de compensações financeiras, reflexo da maior arrecadação em função da elevação da cotação do preço do petróleo, o recuo das transferências constitucionais e da Cide-combustível mantiveram estáveis as transferências para os estados e municípios.

Com o intuito de expurgar as receitas com reduzida correlação com a atividade econômica para fins de ampliação da qualidade da avaliação dos resultados fiscais, a IFI procura estimar o desempenho da arrecadação livre destes fatores. Para tanto, é feito um inventário mês a mês do volume de receitas extraordinárias como, por exemplo, o refinanciamento de dívidas tributárias e previdenciárias (“Refis”), alterações na legislação tributária como a decorrente de elevação da alíquota de PIS/Cofins sobre combustíveis, bem como as derivadas da elevação da cotação internacional do petróleo e de concessões e outorgas.

Nossos apontamentos revelam que em abril, ante igual período do ano anterior, a receita bruta líquida destes fatores avançou 5,3% ou R\$ 6,2 bilhões, um pouco abaixo do apurado pelo indicador oficial (de 6,3% ou R\$ 8,2 bilhões). Já para o acumulado no ano, enquanto a receita bruta oficialmente reportada registra avanço de 7,3% ou R\$ 34,6 bilhões, nossas estimativas revelam avanço mais modesto, de 3,5% ou R\$ 15,7 bilhões. De outra forma, significa dizer que o volume de receitas com baixa correlação com a atividade econômica teve expansão de 64% ou R\$ 18,9 bilhões frente ao primeiro quadrimestre do ano anterior. Os Gráficos 13 e 14 destacam a relevância das receitas extraordinárias na melhoria da arrecadação, equivalentes a 55% do crescimento da receita bruta, bem como sua composição no período de janeiro a abril.

---

<sup>2</sup> A metodologia de apuração do resultado primário pelo Banco Central é feita de forma residual, através da dedução do resultado nominal (RN) e da apropriação do ônus com a conta de juros (J). Enquanto o DN é calculado através da variação do saldo da DLSP, excetuado alguns ajustes patrimoniais e metodológicos, os juros nominais são apropriados por competência. A IFI fará, no futuro próximo, estudo acerca deste tema. Nesse ínterim, detalhes metodológicos podem ser encontrados no sítio do BC, disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf>.

<sup>3</sup> Conforme destacado em edições anteriores do RAF, existem variados tipos de precatórios e sentenças judiciais. Em março, foram antecipados os pagamentos a título dos benefícios previdenciários, assistenciais e os subjacentes as despesas de pessoal e encargos, pagos no ano anterior em abril. Já os precatórios e sentenças de custeio e capital, pagos em junho no ano anterior, foram antecipados para o mês abril. Na medida em que tais despesas são corrigidas pela taxa Selic e ou pela inflação, o pagamento antecipado permite auferir algum ganho e economia fiscal.

GRÁFICO 13. COMPOSIÇÃO DO AVANÇO DA RECEITA BRUTA NO QUADRIMESTRE (EM R\$ MILHÕES E PARTICIPAÇÃO)

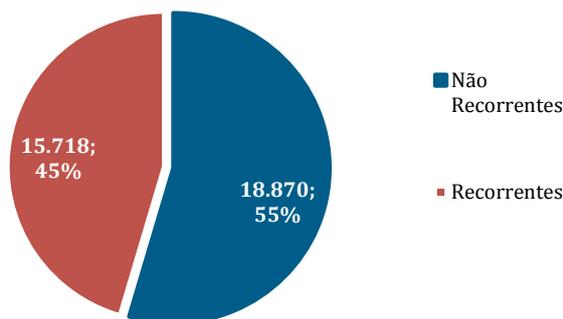
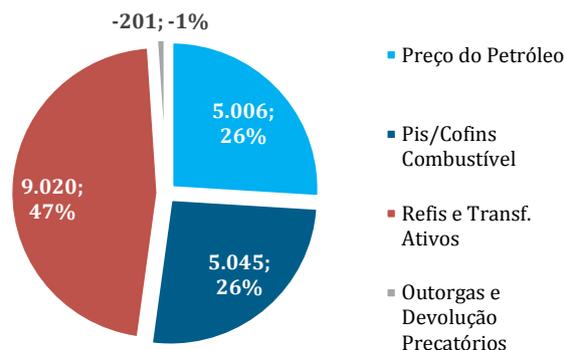


GRÁFICO 14. COMPOSIÇÃO DO AVANÇO DAS RECEITAS COM BAIXA CORRELAÇÃO COM A ATIVIDADE ECONÔMICA (R\$ BILHÕES E PARTICIPAÇÃO)



Fonte: Receita Federal e Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

Não obstante a participação de fatores com baixa correlação com a atividade econômica exercerem destacada influência no desempenho da arrecadação no primeiro quadrimestre, o avanço real de 3,5% (ou R\$ 15,7 bilhões) da receita bruta recorrente é importante e está em linha com as nossas expectativas para o déficit primário ao final deste ano, de R\$ 141,8 bilhões para o GC.

O balanço de riscos, todavia, tem registrado piora destacada, conforme evidenciado na seção 1. A greve dos caminhoneiros e seu impacto sobre a confiança dos agentes econômicos em torno da velocidade de recuperação do crescimento econômico, bem como os custos fiscais decorrentes da solução observada para debelar a referida greve – detalhada na seção 4 -, deverão produzir reflexos negativos sobre os principais fatores determinantes (*drivers*) do equilíbrio fiscal de curto e médio prazo.

A incorporação destes fatores nos cenários macrofiscais elaborados pela IFI será realizada nos próximos meses, quando os efeitos macroeconômicos de primeira e segunda ordem se materializarem, permitindo assim a atualização dos três cenários macrofiscais, tanto para este quanto para os próximos anos. Até o próximo mês, quando serão divulgados os resultados de maio, as estatísticas fiscais deverão refletir um quadro defasado do cenário macrofiscal de curtíssimo prazo.

O viés de baixa na expectativa de crescimento econômico e no vigor do mercado de trabalho, associado à ampliação da despesa com subvenção, pode contaminar não apenas este como também os próximos anos, de maneira que não se pode desprezar um choque negativo na velocidade do processo de consolidação fiscal do país. A reversão de déficit para superávit primário, esperado apenas para 2023 no cenário básico, pode sofrer importante deterioração em resposta as surpresas macroeconômicas supracitadas.