

Destaques

- Para 2017, projetamos crescimento do PIB de 0,46%, mas há probabilidade de queda da ordem de 45%.
- O déficit primário no ano deve alcançar R\$ 182 bi (2,8% do PIB), ante meta de R\$ 143 bi (2,2% do PIB).
- O contingenciamento necessário para cumprir a meta fiscal de 2017 exigiria queda real do gasto de 0,5%.
- O gasto tributário atingirá R\$ 284,8 bilhões em 2017, um quinto de toda a arrecadação da Receita Federal.
- O gasto com juros diminuiu em 2016, mas ainda é o maior entre as principais economias (6,6% do PIB).
- A dívida pública deve atingir 76,9% do PIB ao final de 2017 e 84,3% em 2021.

Sumário

- Para 2017, projetamos crescimento do PIB de 0,46%, muito inferior à projeção da LOA 2017 (1,6%). A dinâmica da atividade é essencial para definir o rumo das receitas públicas e, em última análise, a evolução do resultado primário e da dívida pública.
- Apesar do cenário positivo traçado pela IFI, a chance de uma queda do PIB em 2017 é de 45%. Isso evidencia que o processo de recuperação será lento e permeado por riscos, sobretudo na área fiscal. Na ausência de condições externas similares à do último ciclo econômico, os vetores domésticos terão relevância maior.
- O déficit primário deverá encerrar 2017 em R\$ 182 bilhões (ou 2,8% do PIB). Nossas projeções embutem um aumento real de 0,2% para as receitas totais e um avanço de 2,4% para os gastos primários do governo central. Até 2021, haverá melhora paulatina, mas o resultado permanecerá por bom tempo no vermelho.
- A renúncia com gastos tributários poderá chegar a R\$ 284,8 bilhões, em 2017, o equivalente a 4,2% do PIB e a 21,3% da arrecadação administrada pela Receita Federal. É preciso dar maior transparência aos custos e resultados dessas políticas.
- Simulação feita pela IFI mostra que as metas fixadas na LDO, se perseguidas, exigiriam um ajuste muito mais concentrado pelo lado dos gastos e/ou das receitas.
- O contingenciamento necessário para cumprir a meta fiscal de 2017, de pelo menos R\$ 38,9 bilhões, exigiria queda real do gasto de 0,5% no ano. Para fins de comparação, a mera aplicação da regra do teto permite crescimento real da despesa primária da ordem de 2,2%.
- O Brasil convergirá para patamares mais baixos de juro real a partir do novo ciclo de redução da Selic iniciado pelo Banco Central. No curto prazo, as despesas com juros do setor público serão diretamente afetadas: cada ponto de redução da Selic gera economia de R\$ 28 bilhões anualizados.
- A reversão do custo dos *swaps* cambiais, entre 2015 e 2016, gerou uma folga importante nos gastos financeiros, apesar do aumento dos juros pagos nos títulos pré-fixados e pós-fixados. Apesar disso, nosso gasto líquido com juros ainda é o maior entre as principais economias (6,6% do PIB).
- A dívida pública deve atingir 76,9% do PIB ao final de 2017 e 84,3% em 2021. O esforço primário necessário para estabilizar este nível de endividamento, sob uma série de premissas teria de ser positivo em pelo menos 1,2% do PIB, bem acima do déficit de 1,2% do PIB projetado para 2021.

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

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE

Diretor-Executivo

Felipe Scudeler Salto

Analistas

Carlos Eduardo Gasparini | Daniel Veloso Couri | Josué Alfredo Pellegrini | Rogério Boueri Miranda

Apresentação

O RAF – Relatório de Acompanhamento Fiscal é um produto mensal publicado pela IFI – Instituição Fiscal Independente. A proposta é avaliar os principais indicadores fiscais e econômicos, com foco prospectivo, atendendo ao disposto na Resolução do Senado nº 42/2016. Instalada no final de 2016, a IFI nasceu com um objetivo claro: ampliar a transparência das contas públicas.

Nesta primeira edição do RAF, avaliamos a situação das contas do governo e apresentamos projeções para o quadro fiscal, dado o cenário previsto para as variáveis macroeconômicas: PIB, inflação e juros. Analisamos os resultados fiscais de 2016, estimamos o déficit primário para 2017 e calculamos a trajetória para a dívida/PIB.

As projeções da IFI apontam um resultado negativo para o setor público consolidado da ordem de R\$ 182 bilhões em 2017 (ou 2,8% do PIB), ante R\$ 155,8 bilhões em 2016 (2,5% do PIB). A meta fixada na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) é de R\$ 143,1 bilhões (2,2% do PIB), incluídos o governo central, as empresas estatais e os governos regionais.

Assim, o contingenciamento orçamentário necessário para cumprimento da meta atual é de R\$ 38,9 bilhões. Se for executada uma contenção desse porte, a despesa terá queda real de 0,5%, em 2017, um quadro muito mais restritivo do que o imposto pela regra do teto do gasto (alta real de 2,2%). Isso evidencia a dimensão do desafio fiscal. Aliás, no cômputo agregado (incluindo a conta de juros), o déficit encerrou 2016 em 9,1% do PIB.

Nos últimos anos, o desmonte das instituições e regras erigidas sob o espírito da responsabilidade fiscal trouxe-nos a esse quadro de severo desequilíbrio nas contas públicas. Os números mostram que reverter os danos causados pela contabilidade criativa será um processo lento e árduo.

A redução do déficit fiscal com vistas ao restabelecimento de uma trajetória sustentável para a dívida pública – que ainda avançará nos próximos anos até 84,3% do PIB – é o passo zero para retirar a economia e o País do atoleiro.

Na IFI, esperamos que o RAF e as demais publicações em geral ajudem a qualificar esse debate e, em última análise, colaborem para a execução de boas políticas econômicas, fiscais e orçamentárias. *Alea jacta est.*

Felipe Scudeler Salto

Diretor-Executivo

Contexto macroeconômico

PIB

O PIB é a variável mais importante para analisar as repercussões da conjuntura macroeconômica sobre a situação fiscal. Ele afeta direta e indiretamente tanto as receitas quanto as despesas públicas, tendo ainda impacto sobre a sustentabilidade da dívida.

Os efeitos sobre as receitas se dão por canais diretos e indiretos. A via direta é clara: quanto maior o PIB, maior a base de arrecadação de diversos impostos e contribuições. Já a via indireta se manifesta por várias formas, sendo o mercado de trabalho a mais importante delas. Uma vez que o PIB aumenta, as contratações de mão-de-obra passam a crescer, embora com uma certa defasagem. O aquecimento do mercado de trabalho, por sua vez, incrementa a arrecadação de impostos e contribuições, em especial as previdenciárias.

As despesas públicas ainda apresentam certo grau de vinculação direta ao PIB, mesmo depois da desvinculação dos gastos com saúde, uma vez que outros gastos importantes seguem regras específicas de reajuste. A variação do salário mínimo, por exemplo, é calculada pelo crescimento (defasado em dois anos) do PIB. Como o mínimo é aplicado para corrigir pagamentos previdenciários e assistenciais, sua elevação tem impacto automático nas despesas primárias. Este é só um caso, dentre muitos.

No caso da dívida pública, o principal impacto é sobre a sustentabilidade. Como os principais indicadores têm o PIB como referência, quanto maior o seu valor, menor será o índice e, conseqüentemente, maior o grau de sustentabilidade da dívida.

Dada a importância do PIB para o desenho das variáveis fiscais, é essencial traçar um cenário preditivo para este parâmetro e compará-lo às previsões consideradas para a elaboração da política fiscal e orçamentária.

A tabela 1 apresenta três conjuntos de projeções com origens distintas. Na segunda coluna, observam-se as projeções realizadas pela IFI a partir de modelos estatísticos próprios. A terceira coluna apresenta as

projeções de mercado (mediana da pesquisa Focus do Banco Central) e a quarta coluna mostra o crescimento embutido na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para 2017.

TABELA 1 – CRESCIMENTO PROJETADO DO PIB REAL

ANO	IFI	FOCUS ¹	LDO/LOA ²
2017	0,46	0,50	1,60
2018	1,93	2,20	2,50
2019	2,38	2,50	2,50

1. Mediana do ranking top 5 para a taxa de fim de ano. Apuração em 20/01/2017.

2. Considerou-se o valor da LOA para 2017 e da LDO para os anos seguintes.

Fontes: IFI, Banco Central, LDO 2017 e LOA 2017. Elaboração: IFI.

Como se pode observar, as projeções da LDO são invariavelmente mais otimistas que as demais, com exceção da de 2019, quando se iguala à projeção de mercado.

Como as receitas dependem do crescimento do PIB, é crucial que se avalie o realismo das estimativas contidas na LDO. Para realizar essa avaliação, propomos utilizar um modelo econométrico de séries temporais¹ para calcular a probabilidade de que o PIB implícito naquela lei seja alcançado ou superado.

A taxa de crescimento expressa na LDO (1,2%), por exemplo, tem probabilidade de ocorrência de 35%. Quando se considera o crescimento de 1,6% projetado pela Lei Orçamentária Anual (LOA) para 2017, estima-se pelo modelo aqui utilizado que a probabilidade de atingimento ou superação desse patamar seja de 28%.

Essas projeções são consideradas otimistas, uma vez que a probabilidade de ocorrência dos eventos é inferior a 50% (o que classificaria a projeção como neutra), não sendo, contudo, irrealistas.

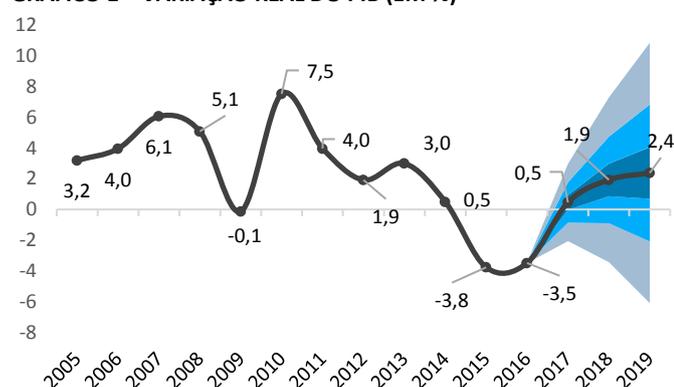
As previsões de crescimento do produto para 2018 e 2019 contidas na LDO tendem à neutralidade, segundo o modelo de projeções utilizado pela IFI. Em 2018, a probabilidade de que o PIB cresça 2,5% ou mais é de

¹ Nota metodológica com as especificações detalhadas do modelo será publicada em breve.

45%. Em 2019, essa faixa de crescimento tem probabilidade de 49%.

O gráfico 1 (*fan chart*) mostra a trajetória projetada pelo modelo IFI, bem como os mapas de probabilidades associados. A faixa mais escura compreende um intervalo que cobre, segundo o modelo utilizado, 20% de chance de conter o valor a ser observado do PIB ao final de cada ano considerado; a faixa intermediária, 50% de chance², e a faixa mais clara, 80% de chance.

GRÁFICO 1 – VARIAÇÃO REAL DO PIB (EM %)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Por exemplo, a faixa de 50% para 2017 compreende taxas de variação entre -0,86% e 1,78%. Isso quer dizer que a taxa de crescimento do PIB em 2017 tem 50% de chance de estar entre esses valores.

Vale observar que as projeções geradas pelo modelo apontam uma probabilidade de 45% de que o PIB brasileiro tenha variação negativa em 2017, um dado relevante, sobretudo no contexto de recuperação econômica ainda incerto.

Para que se assegure crescimento do PIB, alguns elementos são imprescindíveis. Em primeiro lugar, o retorno da confiança na economia brasileira e nas contas públicas. O retorno da credibilidade proporcionará aos agentes econômicos um cenário benéfico à retomada dos investimentos em infraestrutura.

Depois, a redução das taxas de juros permitirá um alívio nos balanços das empresas e nos orçamentos das famílias

o que, por sua vez, incentivará o consumo e o investimento.

Para que esse cenário benéfico se materialize, o controle das contas públicas é fundamental, tanto para que não ocorram mais abalos na confiança, quanto para que as taxas de juros possam manter trajetória declinante.

Mesmo nesse cenário positivo, a retomada tenderá a ser gradual. A produção industrial deverá apresentar reação em 2017, mas a grande capacidade ociosa existente no setor indica que esse crescimento se dará com baixo efeito sobre o mercado de trabalho. Isso sustenta nossa projeção de 0,46% para o crescimento em 2017.

Já em 2018 e 2019, com a confiança de consumidores e da indústria consolidada em patamares mais elevados e dada a tendência de redução da capacidade ociosa e a melhoria das condições de endividamento das empresas e da população em geral, projetamos taxas de crescimento mais robustas para o PIB: 1,93% e 2,38% respectivamente.

No longo prazo, as taxas médias de crescimento do PIB convergem para 2,2%. Esse número pode ser interpretado como a produtividade tendencial da economia brasileira, expurgada dos choques de curto prazo. O crescimento desse parâmetro basal deve nortear a política econômica, uma vez que permitiria elevar as taxas de crescimento médias por prazos mais longos.

Juros

O principal canal de influência da taxa de juros sobre as contas públicas é, naturalmente, o pagamento de juros sobre a dívida pública que dela resulta. Dado um determinado nível de dívida, quanto maior a taxa de juros, maior será o montante de juros a ser pago – ou rolado – pelas contas públicas.

Diante disso, uma solução bastante ventilada para a redução desses pagamentos é a diminuição da taxa de juros pura e simplesmente. No entanto, a execução dessa proposta depende de uma confluência de fatores econômico-fiscais.

² A chance de ocorrência de 50% é o nível de tolerância que o *Office of Budget Responsibility* inglês utiliza para avaliar o realismo das metas fiscais propostas pelo governo daquele país.

Nos últimos anos, a conta de juros foi utilizada para realização de despesas com características de gasto primário. Há diversas formas de se operacionalizar tal subterfúgio. Uma delas é via empréstimos a bancos ou fundos públicos de modo que a operação se apresenta contabilmente como despesa financeira. De posse desses recursos, a entidade receptora passa a financiar despesas tais como construção de moradias, pagamentos de mensalidades universitárias etc., que possuem característica de despesa primária, mas se esquivam da contabilização como tal.

Outra forma de se alavancar tal prática é injetar títulos do governo em entidades públicas. Dessa maneira, os juros auferidos por esses títulos são utilizados para o financiamento de gastos com características de despesa primária. Mais uma vez, essas despesas não aparecem “acima da linha”.

Esse tipo de estratégia contraria o espírito da responsabilidade fiscal e da transparência nas contas públicas, já que permitem a contabilização de despesas com característica primária na rubrica de juros (gastos financeiros). Como a meta fiscal é fixada anualmente apenas para o resultado primário, essa estratégia se traduz, na prática, em uma geração de resultados primários melhores do que se a operação estivesse sendo feita de maneira condizente com a responsabilidade fiscal.

Além disso, a efetividade da política monetária diminui, posto que elevações da taxa de juros aumentam a capacidade de gasto das entidades públicas que detêm estes títulos, causando, portanto, o efeito contrário ao desejado sobre a demanda.

A conjuntura atual – recessão por mais de dois anos combinada com arrefecimento intenso da inflação – contempla condições suficientes para início de um ciclo de ajuste nos juros nominais e reais. A adoção de medidas no sentido de reequilibrar as contas públicas combinada com a convergência das expectativas de inflação em direção ao centro da meta, para 2017, abre espaço para que o Banco Central continue a reduzir os juros. O ritmo de 0,75 ponto percentual (p.p.) é adequado e produzirá um alívio importante para os gastos e a dívida pública.

Feitas essas considerações, a tabela 2 apresenta os cenários para a Selic sob o ponto de vista da IFI e do mercado.

O esperado pela IFI é que a SELIC sofra quatro reduções de 0,75 p.p. ao longo de 2017, saindo do patamar atual de 13% ao ano (a.a.) e terminando o ano em 9%. Essa trajetória resultaria em uma taxa real de 4,3% no final de 2017.

Os juros nominais e a taxa real devem convergir para 7,5% e 3,4%, respectivamente até 2021.

TABELA 2 – JUROS REAIS E NOMINAIS – PROJEÇÕES

ANO	META – SELIC			SELIC REAL		
	IFI	FOCUS*	LDO	IFI	FOCUS*	LDO
2017	9,0	9,5	11,25	4,3	4,8	6,2
2018	8,5	9,5	10,75	3,8	4,8	5,2
2019	8,5	9,0	10,0	3,8	4,3	5,3
2020	8,0	9,0	-	3,8	4,3	-
2021	7,5	8,8	-	3,4	5,1	-

* Mediana do ranking top 5 para a taxa de fim de ano.

Fonte: Boletim FOCUS/Banco Central, LDO 2017 e IFI. Elaboração: IFI.

Vale ressaltar que esse cenário pressupõe que a condução da política econômica, sobretudo do lado fiscal, seja austera e que a reforma da previdência seja executada de maneira a estancar o déficit em médio prazo. Outras mudanças do lado das receitas e dos gastos serão necessárias para que se conquiste o reequilíbrio das contas públicas, com restabelecimento de uma trajetória de estabilidade e queda para a relação dívida bruta/PIB.

O nível de taxa real de juros atual ainda é muito elevado quando comparado ao resto do mundo. A tabela 3 mostra esse quadro geral.

TABELA 3 - JUROS NOMINAIS E REAIS EM PAÍSES SELECIONADOS

PAÍS	JUROS NOMINAIS	INFLAÇÃO	JUROS REAIS ¹
Brasil ²	13,00%	4,70%	7,93%
Rússia	10,00%	4,91%	4,85%
Argentina	24,75%	20,50%	3,53%
México	5,75%	3,14%	2,53%
China	4,35%	2,30%	2,00%
Turquia	8,00%	6,17%	1,72%
África do Sul	7,00%	5,50%	1,42% (cont.)

Índia	6,25%	5,26%	0,94%
Chile	3,50%	3,00%	0,49%
Indonésia	4,75%	4,40%	0,34%
Zona do Euro	0,00%	0,96%	-0,95%
Estados Unidos	0,75%	2,56%	-1,76%

$$1. \text{ Juros Reais} = [(1 + \text{Juros Nominais}) / (1 + \text{Inflação})] - 1$$

Fonte: FMI - World Economic Outlook e IFI. Elaboração: IFI.

Retrações mais fortes nos juros poderão ocorrer caso outras reformas sejam implantadas no sentido de elevar a produtividade da economia e reduzir a ineficiência gerada pelo sistema tributário.

Outro problema importante – e que será alvo de Estudo Especial a ser publicado nos próximos meses pela IFI – é a presença de um efeito contágio relevante entre a política fiscal e a política monetária. O uso intenso de operações compromissadas, hoje na casa de R\$ 1 trilhão, reduz a potência da política monetária, uma vez que fatia importante da dívida pública mobiliária total continua atrelada ao próprio instrumento de gestão da política monetária – a Selic.

Inflação

A IFI projeta inflação de 4,5% para o ano corrente e uma trajetória cadente até o patamar de 3,0% em oito anos. O ajuste em curso das contas públicas e a possibilidade de retomada gradual da economia, depois de um biênio marcado por recessão superior a 7%, implicam probabilidade elevada para um quadro de estabilização monetária.

Do ponto de vista fiscal, a inflação afeta tanto a receita quanto a despesa. No lado da receita, o descasamento entre o fato gerador do tributo e seu efetivo recolhimento pode reduzir o valor real da arrecadação quando há inflação (efeito Oliveira-Tanzi).

Por outro lado, o diferimento das despesas no decorrer do ano ocasionará sua redução real em cenário de inflação alta (efeito Patinkin). Isto é, como as despesas estão fixadas, no orçamento, a efetiva realização desse gasto – na presença de preços em elevação – equivale a uma redução real. Mas é preciso ter claro: esses efeitos têm relevância maior em um cenário de inflação alta, que não é o prognóstico esperado atualmente.

No panorama atual, a inflação afeta em termos reais o teto de gastos primários. Como a regra atual prevê o reajuste do teto pela inflação passada (Emenda Constitucional nº 95/2016), uma queda na inflação corrente aumentará o valor real do teto de gastos. Por exemplo, em 2017, a inflação observada ficará quase 3 p.p. abaixo do indexador utilizado para gerar o teto de gastos do ano.

Os cenários para a inflação apresentam convergência, como se observa na tabela 4. Isso reflete o voto de credibilidade que foi dado à nova gestão do Banco Central. Para 2017, a previsão mais pessimista para o IPCA é a do governo (4,8%).

TABELA 4 - TAXAS DE INFLAÇÃO (IPCA) - PROJEÇÕES

ANO	IFI (fim de período)	IFI (para efeito do teto)	FOCUS ¹	LDO/LOA ²
2017	4,5	7,2	4,5	4,8
2018	4,5	4,1	4,5	4,5
2019	4,5	4,5	4,5	4,5
2020	4,0	4,5	4,5	-
2021	4,0	4,2	3,5	-

1. Mediana do ranking top 5 para a taxa de fim de ano.

2. Os valores da LOA e da LDO são coincidentes para 2017.

Fonte: Boletim Focus/BANCO CENTRAL e IFI. Elaboração: IFI.

O cenário IFI e o de mercado diferem apenas no médio prazo. O mercado aponta a manutenção da meta de inflação (e seu atingimento) em 4,5% até 2020, quando, então, prevê redução desse parâmetro para 3,5%.

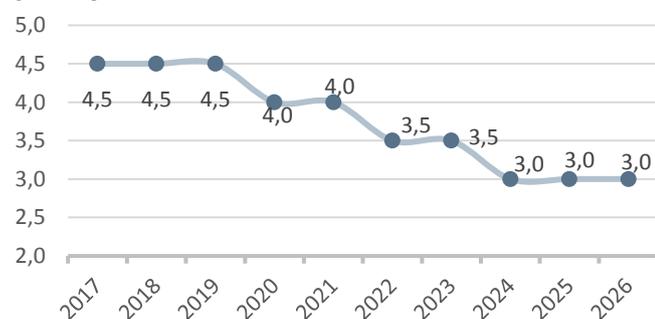
As projeções IFI para fins de efeito do teto foram realizadas pelo método da interpolação sazonal e descrevem os valores esperados de reajuste do teto de gastos.

Vale notar que em 2018 o reajuste do teto será inferior à inflação corrente. Esse efeito decorre da queda brusca da variação do IPCA no segundo semestre de 2016, onde a inflação anualizada foi de 3,6%. Como esse período entra no cômputo de reajuste do teto de 2018, essa será inferior à inflação corrente esperada para aquele ano.

A perspectiva da IFI é de que, uma vez consolidada a meta de 4,5%, o Banco Central procederá sua revisão, mas não se comprometerá com objetivo mais audacioso em

intervalo curto. A trajetória esperada pela IFI para os valores da taxa de inflação é apresentada no gráfico 2.

GRÁFICO 2 - TRAJETÓRIA DA TAXA DE CRESCIMENTO DO IPCA - CENÁRIO IFI



Fonte e Elaboração: IFI.

A meta de inflação em 3% é tomada como objetivo de longo prazo. É interessante observar que esse não é um objetivo muito ambicioso e que outros países latinoamericanos, como Chile e México já o adotam. É perfeitamente plausível imaginar uma convergência a inflação mais baixa, com juros reais igualmente mais baixos e quadro fiscal equilibrado. Uma situação como esta abriria caminho para um avanço mais robusto do crescimento econômico.

TABELA 5 - METAS DE INFLAÇÃO 2017 – PAÍSES SELECIONADOS

PAÍS	META	PAÍS	META
África do Sul	3,0% - 6,0%	Coréia do Sul	2,0%
Área do Euro	< 2,0%	EUA	2,0%
Argentina	entre 12% e 17%	Índia	4,0% +/-2,0%
Austrália	entre 2% e 3%	Japão	2,00%
Brasil	4,5% +/-2,0%	México	3,0% +/-1,0%
Canadá	2,0% +/-1,0%	Reino Unido	2,0%
Chile	3,0% +/-1,0%	Suíça	< 2,0%
China	3,0%	Turquia	5,0% +/-2%

Fonte: CentralBankNews.info. Elaboração: IFI.

Setor Externo

Os eventos externos à economia brasileira têm diversos impactos sobre as finanças públicas nacionais. Em

primeiro lugar, a taxa de câmbio entre o Real e outras moedas afeta o estoque da dívida externa e os ativos mantidos em moedas estrangeiras.

Além disso, variações bruscas na taxa de câmbio induzem o Banco Central a atuar no mercado de divisas e seus lucros ou prejuízos nessas operações são repassados ao Tesouro. Por exemplo, em 2015 as operações de *swap* cambial custaram R\$ 89,7 bilhões aos cofres públicos. Já em 2016, houve um lucro de R\$ 75,6 bilhões.

A condução da política monetária também é afetada pela economia internacional com sérios rebatimentos sobre as contas públicas. Por exemplo, a elevação das taxas de juros americanas causa uma atração de investimentos para aquele país. Tudo o mais constante, para que não haja um fluxo de saída da moeda americana, faz-se necessária a elevação da taxa interna. Isso por sua vez onera o financiamento e o refinanciamento da dívida mobiliária.

Por fim, o comércio internacional – afetado pela taxa de câmbio – gera receitas tributárias, uma vez que as importações e exportações são taxadas, embora em medidas diferentes e com exceções de alguns produtos e serviços.

O panorama da economia mundial mostrou-se bastante conturbado em 2016. Os eventos a serem destacados são a votação para a saída do Reino Unido da União Europeia e a eleição de Donald Trump nos Estados Unidos.

Esses dois eventos apontam para reestruturação do comércio mundial. As indicações de que o novo presidente proporá novas barreiras e taxas contra países que tradicionalmente têm superávit comercial com os EUA poderá estabelecer novos fluxos comerciais.

Esse fenômeno também poderá ser reforçado pela necessidade dos britânicos em desenvolver novas parcerias comerciais estratégicas para o caso de que sua saída da União Europeia seja seguida por aumentos tarifários no comércio com aquela comunidade econômica.

No caso americano, a maior probabilidade é de distúrbio dos fluxos comerciais com China e México, países classificados pela nova administração como competidores desleais em relação aos EUA.

O impacto sobre o comércio internacional será claramente negativo caso essa retórica se transforme em

ação. No entanto, o resultado para o Brasil não é claro. Por um lado, o declínio do volume de comércio seria ruim para nossas exportações, e conseqüentemente para o nosso crescimento (sem falar na arrecadação), por outro, o aumento das barreiras americanas para produtos de países que competem com o Brasil em mercados importantes pode favorecê-lo.

Além disso, se a saída do Reino Unido da União Europeia significar o fim do livre comércio entre eles, poderá resultar em novas oportunidades comerciais para os produtos brasileiros.

QUADRO 1 - PRINCIPAIS INDICADORES – SETOR EXTERNO 2016

BALANÇO DE PAGAMENTOS	R\$ Bilhões	Varição sobre 2015
Transações correntes	-23,5	-60,0%
Balança comercial	45,0	154,9%
Exportações	184,5	-3,0%
Importações	139,4	-19,1%
Investimentos diretos	78,9	6,0%
DÍVIDA EXTERNA E RESERVAS	US\$ Bilhões	Varição sobre 2015
Dívida externa	323,7	-4,1%
Reservas Internacionais	372,2	0,9%
Posição em Swaps Cambiais	105,1	-75,1%
ÍNDICES DO SETOR EXTERNO		
Financiamento de importação com reservas		32 meses
Dívida externa bruta / exportações		1,8
Reservas (liquidez) / serviço da dívida		3,2
OUTRAS VARIÁVEIS	R\$	Varição sobre 2015
Dólar Comercial Compra	3,2492	-19,4%
Euro Compra	3,4253	-20,3%
Dow Jones Industrial Average		15,2%

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O quadro 1 apresenta uma série de valores e índices sobre a situação do setor externo na economia brasileira. Dentre os pontos de destaque está a queda acentuada das importações, que foi fator primordial para o incremento do saldo da balança comercial, a despeito da retração das exportações.

A dívida externa e as reservas internacionais mantiveram-se relativamente estáveis, refletindo um processo inercial e de poucas operações ativas do governo.

Expressiva foi a redução na posição consolidada de *swap* cambial. Durante o ano de 2016, o Banco Central aproveitou o fluxo positivo de dólares para fazer a outra ponta do *swap* e assim reduzir em mais de 75% seu nível de exposição (ver tópico sobre resultado nominal).

Análise da evolução recente da política fiscal e cenário prospectivo

Os resultados fiscais de 2016 ficaram dentro da meta estabelecida em lei. No caso da União, o auxílio de receitas extraordinárias compensou a frustração de receitas derivada do desempenho negativo da economia.

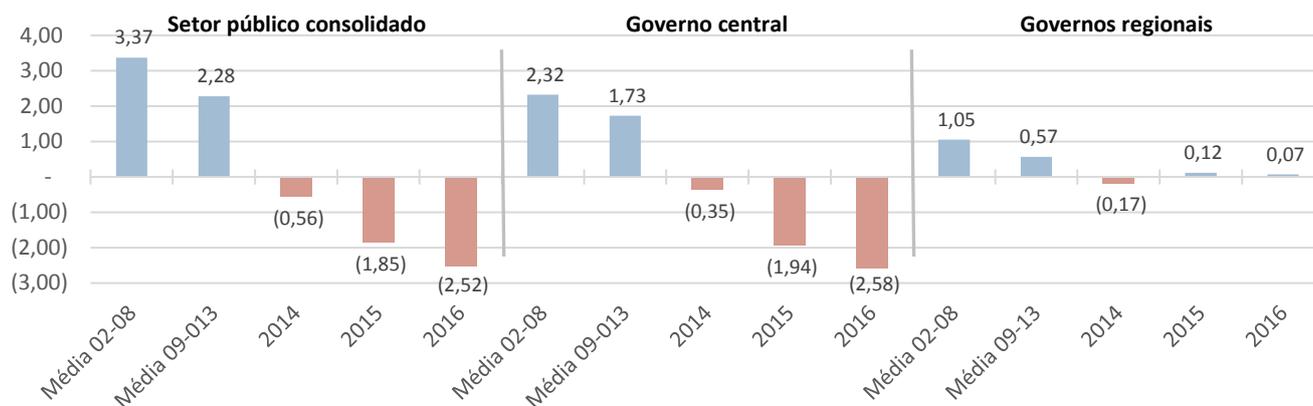
Para o ano corrente, projetamos um déficit para o setor público consolidado de R\$ 182 bilhões ou 2,8% do PIB³, ante meta estabelecida em lei de R\$ 143,1 bilhões ou 2,2% do PIB.

O déficit primário do setor público consolidado, de 2,5% do PIB, foi o pior entre os períodos analisados (ver gráfico 3). Em valores nominais, o déficit foi de R\$ 155,8 bilhões, ante ao saldo negativo de R\$ 111,2 bilhões em 2015 (ou 1,9% do PIB).

O déficit do governo central correspondeu a R\$ 159,5 bilhões. Já os Estados e Municípios apresentaram superávit de R\$ 4,5 bilhões, abaixo dos R\$ 7,1 bilhões observados em 2015.

³ Todas as informações relativas ao PIB consideram as projeções da IFI (inclusive para 2016), o que pode gerar discrepância em relação aos dados oficiais.

GRÁFICO 3 – RESULTADO PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO ACUMULADO ATÉ DEZEMBRO- % PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

É curioso notar que o resultado de dezembro para os estados e municípios foi negativo em R\$ 6,1 bilhões, derrubando fortemente o esforço observado até novembro. Para os próximos anos, entendemos que os governos regionais produzirão déficits que, de maneira paulatina, decrescerão à medida que se restabeleça um quadro de recuperação da atividade econômica e, portanto, das receitas.

A LDO de 2016 estipulava um déficit primário de R\$ 170,5 bilhões como meta para o setor público consolidado. Como se vê, a meta foi cumprida. Por outro lado, a expansão fiscal observada entre 2015 e 2016 foi expressiva, com o resultado primário recorrente tendo piorado entre 0,5 e 1 p.p. do PIB.

Para 2017, projetamos um resultado fiscal negativo em R\$ 182 bilhões, como mencionado, com o governo central respondendo por R\$ 177,9 bilhões. Trabalhamos, por hipótese, com a expectativa de que os governos regionais e as estatais apresentarão déficit primário conjunto de R\$ 4,1 bilhões, em linha com o previsto na LDO.

Receitas primárias da União em 2016 e 2017

Em 2016, a receita bruta apontou queda real de 3,2%, já levando em conta o elevado volume de receitas não recorrentes, da ordem de R\$ 92,9 bilhões, tais como: (a) impostos e multas de repatriação de capitais (R\$ 46,8 bilhões), (b) edições passadas do Refis (R\$16,4 bilhões), concessões e outorgas (R\$21,9 bilhões), bem como (c) outras receitas pontuais (R\$ 7,8 bilhões).

Do ponto de vista da natureza econômica ou da base de incidência da arrecadação, os principais recuos ocorreram nas receitas sobre a importação (26,1%) e

produção (16,6%), transações financeiras (10,9%) e faturamento (7,2%). A tributação sobre a folha de pagamentos e renda do trabalho também apresentou recuo importante, de 5,8% e 0,5%, respectivamente.

Para este ano, esperamos avanço real de 0,2% para a receita bruta, bastante abaixo da expectativa de crescimento contemplada na LOA de 2017. Há duas razões a explicar a discrepância: premissas diferentes para crescimento do PIB (0,46% da IFI versus 1,6% da LOA) e estimativas distintas para as receitas extraordinárias (R\$ 35,6 bilhões da IFI versus R\$ 70,4 bilhões da LOA)

Dentre a composição das receitas não recorrentes, a IFI considera: valores referentes a edições passadas do Refis; o novo programa de regularização tributária (PRT); e as receitas decorrentes da segunda rodada de repatriação de capitais.

Do ponto de vista da receita administrada, que apresenta maior correlação com a atividade econômica, nossos exercícios apontam para uma redução importante na sua elasticidade, isto é, na relação entre as taxas de crescimento. Enquanto a elasticidade da receita-PIB ficou em 1,6 no período de 1997 a 2016, o subperíodo de 2012 a 2016 aponta uma elasticidade abaixo de 1.

Os resultados chamam a atenção tanto pelo recuo da sensibilidade das receitas ao crescimento econômico, quanto pelo seu potencial impacto colateral negativo nas estimativas de resultado fiscal. Dito de outra forma, a recuperação econômica poderá, desta vez, produzir volume menor de receitas do que nos ciclos anteriores.

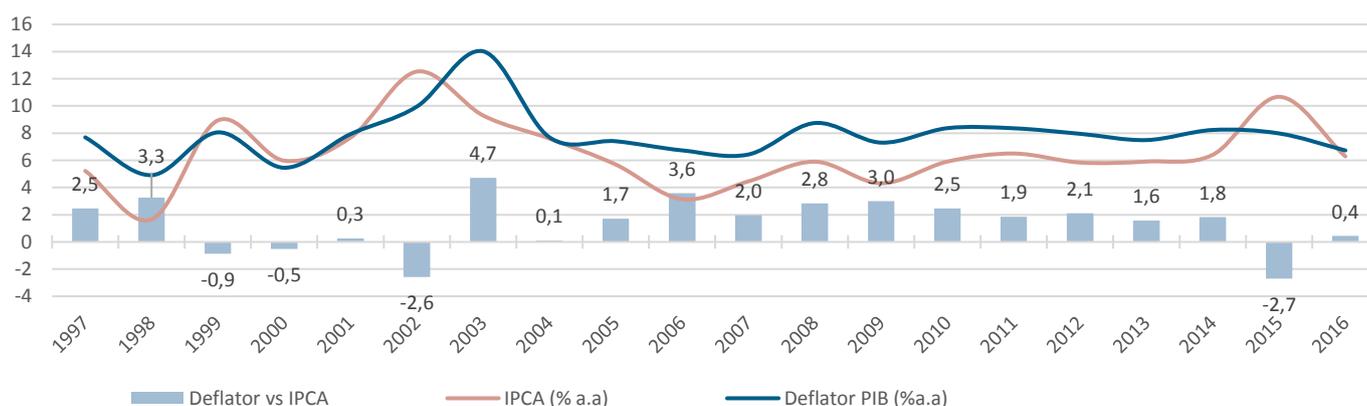
Além da necessidade de depuração dos dados de arrecadação, em particular das operações não recorrentes, os exercícios em torno da sensibilidade da receita ao crescimento trazem uma segunda questão importante, relacionada ao deflator do PIB. Conforme exposto no gráfico 4, a dinâmica do deflator do PIB *vis-à-vis* à inflação apurada pelo IPCA tem apresentado recuo significativo.

Para 2015, período que concentrou notável correção de preços relativos, essa relação foi negativa. Ainda que a dinâmica do deflator do PIB seja impactada por uma gama de variáveis macroeconômicas, nosso interesse neste momento restringe-se a chamar a atenção para o

seu efeito colateral sobre a dinâmica das receitas primárias.

Nesse sentido, tanto em função da menor elasticidade da receita-PIB como em razão da menor expectativa em torno do crescimento econômico para este ano, esperamos uma frustração da receita bruta de R\$ 39 bilhões (em relação à LOA). Vale notar que estamos levando em consideração o efeito indireto positivo sobre a receita tributária proveniente da agenda de venda de ativos como, por exemplo, o IPO da Caixa Seguridade e do IRB, operações aguardadas desde 2016. De outra forma, significa dizer que o sucesso dessas operações está sendo levado em conta, ainda que os riscos em torno da sua operacionalização não sejam desprezíveis.

GRÁFICO 4. DINÂMICA DO DEFLATOR DO PIB VERSUS IPCA



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

No bojo das receitas que possuem maior risco, o destaque fica para as concessões e outorgas (R\$ 24 bilhões), dividendos (R\$ 4,9 bilhões) e operações com ativos (R\$ 3,5 bilhões).

A despeito do pontapé inicial da agenda de concessões neste ano ocorrerem com os projetos aeroportuários, sua contribuição em termos de arrecadação será relativamente modesta. Isso porque as principais receitas com outorga estão concentradas em 2 segmentos: petróleo e gás e de energia elétrica. Diante das mudanças regulatórias e setoriais que têm sido feitas em torno desses segmentos desde o ano passado, sua concretização parece crível.

Já do ponto de vista das receitas com dividendos, esperamos R\$ 2,8 bilhões a menos que o estimado na LOA (ver tabela 6). Diante do notável redimensionamento das operações do BNDES e do tênue equilíbrio financeiro da Caixa⁴, nos parece razoável esperar modesta remessa de dividendos por parte dessas companhias, que deverão utilizar potencial elevação de lucro para financiar suas operações de *funding* ou reforçar sua capacidade financeira.

Por fim, no tocante às operações com ativos, esperamos R\$ 3,5 bilhões (ante R\$ 5,8 bilhões na LOA) decorrentes, dentre outros fatores, da venda de imóveis (R\$1,5 bilhão).

⁴ Apenas a título de exemplificação, o índice de Basileia no terceiro trimestre de 2016 era de 13%, bastante próximo do mínimo regulatório, de 11%.

Box 1. Gasto Tributário: Definição, Experiência Internacional e Brasileira

Definição

O conceito de gasto tributário não é trivial. Em uma primeira acepção, corresponde a um gasto público indireto, realizado por meio do sistema tributário nacional. Em vez de se consumir por meio de uma despesa pública, o gasto tributário efetiva-se por meio de alguma desoneração legal de tributo, acompanhada de renúncia de receita pública.

Mas nem toda desoneração tributária pode ser considerada gasto tributário. Entre os elementos necessários à caracterização do gasto tributário estão a busca de determinado objetivo de interesse público, tal qual ocorre com o gasto público direto, e o desvio em relação à estrutura básica do tributo desonerado.

Esse último atributo é o de mais difícil compreensão. Por exemplo, o dispositivo com as alíquotas diferenciadas por faixa de renda presentes na legislação do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física (IRPF) não é gasto tributário, pois a referida diferenciação imprime a progressividade que se espera de um imposto sobre a renda. Já a dedução dos gastos com saúde e educação enquadra-se na definição de gasto tributário, pois consiste em um desvio da estrutura básica do IRPF, e visa objetivos de interesse público, no caso compensar os gastos realizados pelos contribuintes com serviços não atendidos pelo Estado.

Experiência Internacional

A experiência internacional com gasto tributário tem mostrado uma evolução importante da sociedade no tocante à transparência no uso dos recursos públicos. Inicialmente, a sua existência era praticamente ignorada.

Nas décadas de oitenta e noventa do século passado, em especial nos países desenvolvidos, gradualmente os gastos tributários passaram a receber a devida atenção: definição mais precisa; estimativa de perda de receita mais apurada; maior integração ao orçamento e maior sujeição à avaliação, controle e limites. Esses últimos pontos são importantes, pois, embora o gasto tributário possa ser um instrumento de política pública relevante, constata-se que a disseminação descontrolada desse gasto pode também causar importantes distorções: aumento da regressividade e complexidade do sistema tributário; maior ineficiência na alocação de recursos públicos; aumento do peso da carga tributária sobre os contribuintes não beneficiados e maior dificuldade de controle das contas públicas.

Essas distorções derivam da ausência de regras adequadas que disciplinem o gasto tributário, individualmente, e em conjunto. Tal afirmação vale tanto para a fase de criação, com a facilidade de aprovação no âmbito do Poder Executivo e Legislativo; como na fase de vigência, com a falta de mecanismos de responsabilização, prazo de validade e avaliação periódica. Para ter claro: o gasto tributário precisa ser passível de avaliação quanto ao tamanho, ao propósito e ao resultado do ponto de vista econômico e social.

Experiência Brasileira

No Brasil, a primeira grande inovação em termos de transparência se deu com a aprovação da Constituição Federal de 1988, especialmente no § 6º do art. 165 da Constituição Federal. Esse comando determina que o projeto de lei orçamentária venha acompanhado do demonstrativo dos efeitos da desoneração tributária sobre a receita orçada. Assim, desde 1989, a Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB) calcula as renúncias de receitas advindas dos gastos tributários na órbita federal, a partir das projeções de receitas contidas no orçamento.

Entretanto, apenas em 2011, o órgão passou a calcular a renúncia com base nas receitas efetivamente observadas, mas ainda assim com defasagem de três anos. Vale registrar que se trata de um cálculo metodologicamente complexo, pois, além da identificação prévia de qual dispositivo legal deva ou não ser

considerado como gasto tributário, é preciso ainda estimar qual teria sido a receita não fosse a existência da desoneração.

Os resultados observados no período 2011-2017 podem ser vistos na tabela abaixo, segundo informações obtidas da página eletrônica da RFB⁵. Conforme se pode ver, o uso dos gastos tributários se intensificou no triênio 2012-2014, seguido de aparente estabilização e reversão no biênio seguinte. Em 2013, último ano com dados efetivos disponíveis, as perdas de receita foram de R\$ 223,3 bilhões, o equivalente a 20,3% da receita administrada pela RFB e a 4,2% do PIB. Isso significa que de cada 100 reais arrecadados pelo governo federal, outros 20,3 deixaram de ser recolhidos por conta dos gastos tributários.

RENÚNCIA DE RECEITA COM GASTOS TRIBUTÁRIOS NO BRASIL

	2011	2012	2013	2014*	2015*	2016*	2017*
Renúncia de Receita - RR (R\$ bilhões)	152,4	182,4	223,3	253,7	271,8	267	284,8
RR/Receita administrada pela RFB (%)	16,2	18,4	20,3	22,1	22,8	20,4	21,3
RR/PIB (%)	3,5	3,8	4,2	4,5	4,6	4,3	4,2

Fonte: RFB.

*Projeção da RFB.

Em relação a 2017, os valores da tabela acima são os constantes do Projeto de Lei Orçamentária Anual relativo a 2017 (PLOA – 2017)⁶. Conforme se pode ver, a renúncia com gastos tributários poderá chegar a R\$ 284,8 bilhões, o equivalente a 4,2% do PIB e a 21,3% da arrecadação administrada pela RFB.

Vale lembrar que esses números se referem à União, não incluindo, portanto, os gastos tributários existentes nos Estados, Distrito Federal e Municípios. Sabe-se, por exemplo, que a desoneração do ICMS é bastante utilizada como instrumento de política pública na órbita dos Estados, mas não há informações no âmbito subnacional tais quais as produzidas pela RFB, deficiência essa que deve ser suprida em atendimento ao disposto no já citado § 6º do art. 165 da Constituição Federal.

Outra informação digna de registro diz respeito à distribuição da renúncia total de receita na órbita da União entre as diferentes modalidades de gasto tributário. Chama atenção a forte concentração em poucas modalidades, pois apenas quatro respondem por cerca de 55% das renúncias e nove, por mais de 80%, segundo os dados da RFB relativos a 2013. A tabela abaixo informa as modalidades de gastos tributários em ordem decrescente de perda de receita, acompanhadas da participação da respectiva perda no total da renúncia.

Por fim, cabe destacar que as distorções anteriormente apontadas advindas do uso disseminado dos gastos tributários parecem estar presentes na situação brasileira conforme registrado inclusive pelo Tribunal de Contas da União (TCU) em suas auditorias⁷. A importância de tal diagnóstico aumentou ainda mais após a aprovação da Emenda Constitucional nº 95, de 2016, o chamado Novo Regime Fiscal. A introdução de limite global à expansão das despesas federais eleva o risco de que se intensifique o uso do gasto tributário, como

⁵ Demonstrativos dos Gastos Tributários - Estimativas Bases Efetivas 2013 – Série 2011-2016, p. 95 (https://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/renuncia-fiscal/demonstrativos-dos-gastos-tributarios/dgt-versao-para-republicacao_02-06-2016.pdf).

⁶ Demonstrativo dos Gastos Tributários – PLOA 2017, p. 39 (<https://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/renuncia-fiscal/previsoes-ploa/dgt-ploa-2017-versao-1-1.pdf>).

⁷ Ver, por exemplo, o relatório de levantamento de auditoria feito no âmbito do Processo nº TC 018.259/2013- 8, aprovado no plenário do TCU, em 14 de maio de 2014, pelo Acórdão nº 1205/2014.

meio para contornar o limite estabelecido. Sendo assim, há ainda um longo caminho a percorrer por aqui em termos de avanços no tratamento do gasto tributário.

MODALIDADES DE GASTOS TRIBUTÁRIOS - 2013

Modalidades	Renúncia de receita (R\$ milhões)	Participação no total (%)	Participação acumulada (%)
Simples Nacional	62.056,6	27,8	27,8
Zona Franca de Manaus e Áreas de Livre Comércio	23.608,8	10,6	38,4
Agricultura e Agroindústria - Desoneração Cesta Básica	18.493,6	8,3	46,6
Entidades sem Fins Lucrativos Imunes e Isentas	18.343,1	8,2	54,9
Rendimentos Isentos e Não Tributáveis - IRPF	17.764,5	8,0	62,8
Deduções do Rendimento Tributável - IRPF	12.905,4	5,8	68,6
Desoneração da Folha de Salários	12.284,3	5,5	74,1
Benefícios do Trabalhador	9.005,2	4,0	78,1
Programa de Inclusão Digital	5.829,9	2,6	80,7
Desenvolvimento Regional	5.746,4	2,6	83,3
Poupança e Letra Imobiliária Garantida	5.029,3	2,3	85,6
Informática e Automação	4.934,9	2,2	87,8
Medicamentos, Farmacêuticos e Equip. Médicos	4.337,9	1,9	89,7
Pesquisas Científicas e Inovação Tecnológica	2.817,8	1,3	91,0
Setor Automotivo	2.519,4	1,1	92,1
REIDI*	2.217,6	1,0	93,1
Financiamentos Habitacionais	1.540,0	0,7	93,8
Embarcações e Aeronaves	1.531,3	0,7	94,5
Outros	12.344,3	5,5	100,0
Total	223.310,5	100,0	

Fonte: RFB.

* Regime Especial de Incentivos para Desenvolvimento da Infraestrutura.

Despesas primárias da União em 2016 e 2017

Em 2016, as despesas primárias do governo central caíram 1,2% em relação ao ano anterior em termos reais, mesmo com a base de 2015 elevada em razão do pagamento de pedaladas. Como proporção do PIB, as despesas acumuladas ao longo de 2016 representaram 20,1%. Destaca-se o crescimento dos benefícios previdenciários, de 7,2%, e do Abono e Seguro Desemprego, de 8,8%. Estas rubricas fazem parte das chamadas despesas obrigatórias, que representaram 77,2% do total dos gastos primários em 2016.

Vale ressaltar, dentre as principais despesas obrigatórias, a evolução do gasto previdenciário. As despesas com benefícios previdenciários, conforme se pode observar na tabela 7, perfizeram o montante de R\$ 508,8 bilhões em 2016 (8,2% do PIB). Estas despesas, quando comparadas às receitas previdenciárias de R\$ 358,1 bilhões (5,8% do PIB), geraram um déficit previdenciário no ano de 2016 de R\$ 149,7 bilhões (2,4% do PIB). Se o número negativo de 2016 é em si superlativo, torna-se ainda mais preocupante quando se leva em consideração sua trajetória, assim como as projeções para o futuro.

Os valores do déficit da previdência observados em 2014 e 2015 foram, respectivamente, R\$ 56,7 bilhões (1,0 % do PIB) e R\$ 85,8 bilhões (1,5% do PIB). É uma evolução rápida e preocupante. A previdência concentra, hoje, a área de maior risco para as contas públicas se mudanças estruturais – como a Reforma encaminhada pelo Executivo – não forem rapidamente aprovadas.

A piora expressiva do déficit, em pouquíssimo tempo, deve-se ao crescimento expressivo das despesas em 2016 (7,2%) – o que dificilmente seria acompanhado por receitas próprias. A propósito, a recessão vivida pelo País em 2015 e 2016 – a maior da história – afetou diretamente as receitas previdenciárias em 2016 (queda de 2,3%). A combinação desses dois fatores é explosiva.

A dinâmica das despesas revela características próprias do RGPS. São regras consideradas muito discrepantes dos padrões internacionais, que se associam à evolução demográfica do País (inversão da pirâmide demográfica) e impõem, sobretudo para um regime de repartição, enorme desafio.

Quando agregada a aposentadoria dos servidores públicos federais à conta do regime geral, o quadro mostra-se ainda mais preocupante. Segundo Nery (2016)⁸, são R\$ 70 bilhões adicionais, que elevam a despesa previdenciária a 9,4% do PIB. A manutenção das regras atuais levará a uma aceleração nessas despesas impossível de ser equacionada.

Do ponto de vista da composição do déficit do Regime Geral, vale destacar o desempenho desagregado dos regimes urbano e rural. Enquanto o regime rural opera historicamente em déficit acentuado, o urbano possui caráter mais cíclico, correlacionado com a situação do mercado de trabalho. Em 2016, depois de nove anos, o regime urbano voltou a operar em déficit: R\$ 46,3 bilhões ou 0,7% do PIB.

Além da deterioração do nível de ocupação e renda do mercado de trabalho, importante vetor da piora do resultado do RGPS, chama atenção a maior sensibilidade de sua arrecadação à piora econômica. A queda de 5,9% em relação a 2015 foi o mais acentuado desde 1998. Além do efeito colateral da recessão, a política de desoneração

da folha de pagamento aprofundou o impacto negativo e a pró-ciclicidade das receitas do INSS.

A mencionada Reforma proposta pelo Poder Executivo (PEC nº 287/2016) propõe alterar os arts. 37, 40, 109, 149, 167, 195, 201 e 203 da Constituição para dispor sobre a seguridade social, estabelecer regras de transição e dar outras providências, com o que se busca reformar dois dos nossos principais regimes previdenciários (servidores públicos civis – RPPS e regime geral – RGPS).

Para 2017, a IFI estima um déficit previdenciário de R\$ 187,1 bilhões, ante R\$ 181,3 previstos na LOA – 2017. Trata-se de valor expressivo a ser financiado pelos cidadãos brasileiros. Os efeitos da reforma, cujo desenho final ainda está por ser definido pelo Congresso Nacional, devem se fazer sentir mais intensamente a médio e longo prazos

Reforma da Previdência: uma introdução em perguntas e respostas.
Disponível em:

<http://jornalgggn.com.br/sites/default/files/documentos/reforma_da_previdencia_-_pedro_nery.pdf>. Acesso em 26/01/2017.

Box 2. Despesas públicas por área de atuação do governo

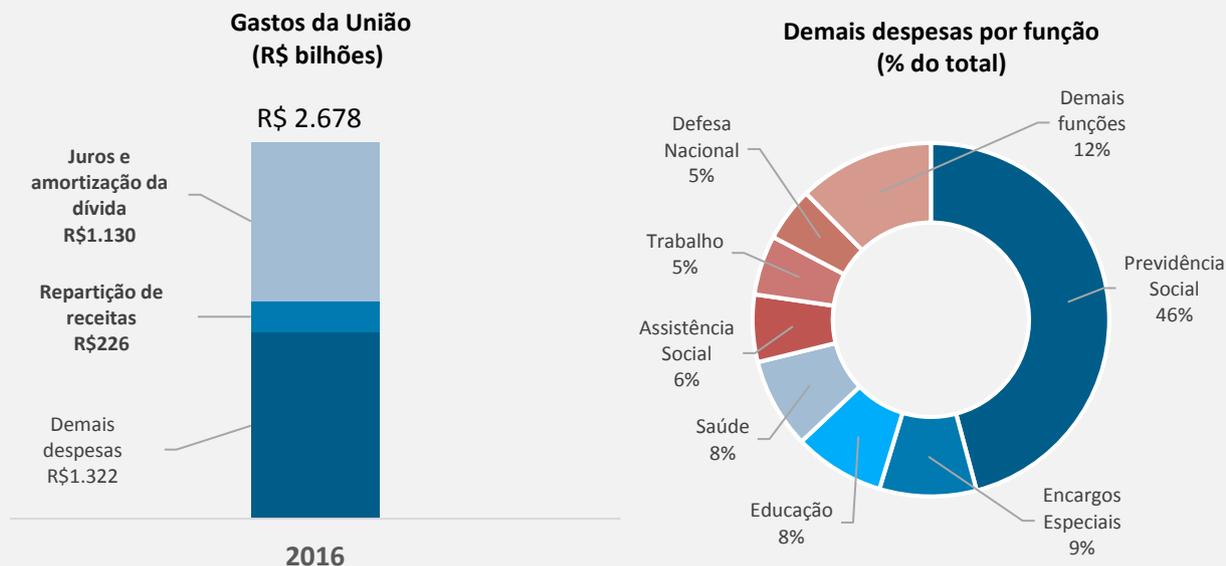
A análise das despesas do governo sob a ótica fiscal direciona a atenção para agregados relevantes no acompanhamento do resultado primário e do cumprimento de metas fiscais, a exemplo da típica separação entre despesas obrigatórias e discricionárias. Essa divisão, embora útil para avaliar o grau de rigidez orçamentária, pouco revela a respeito da composição do gasto público entre as diferentes áreas de atuação do Estado: educação, saúde, previdência, defesa nacional, dentre outras.

O olhar setorial diz muito a respeito das escolhas alocativas dos governos e da própria sociedade, pois revelam preferências contidas no texto constitucional e nas leis aprovadas pelo Congresso.

Em 2016, do total de R\$ 2,7 trilhões em despesas da União, R\$ 1,3 trilhão pode ser de fato associado a gastos nas diferentes áreas de atuação do governo (a diferença corresponde a amortizações e juros da dívida, além da repartição de receitas com os demais entes). Quase metade desse montante líquido se destina a atender exclusivamente despesas da Previdência Social (46%).

Há pelo menos dois aspectos relevantes a respeito das despesas previdenciárias da União. Em primeiro lugar, deve-se ter em mente que o pagamento das despesas do Regime Geral de Previdência social é de responsabilidade da União, de modo que tal participação no total da despesa não se repete na maior parte dos entes federados.

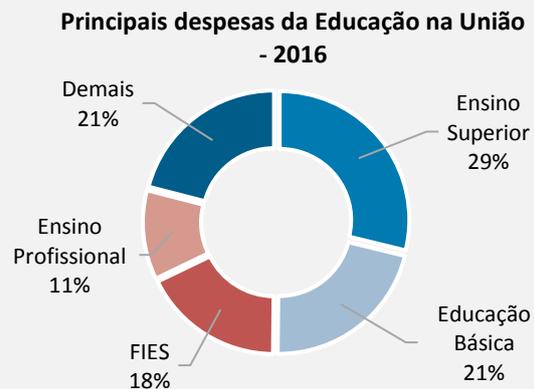
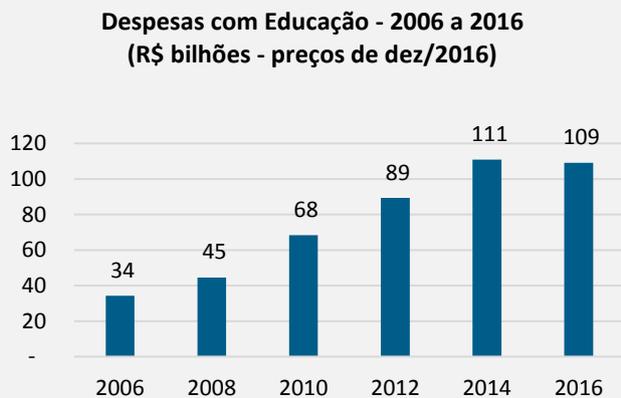
Em segundo lugar, esse volume de recursos evidencia, sob uma perspectiva mais econômica, a atuação do Estado como mero repassador de recursos: parte significativa daquilo que ele recolhe junto à sociedade é devolvida na forma de aposentadorias, pensões e outros benefícios previdenciários e assistenciais.



Fonte: Siga Brasil. Elaboração: IFI.

Além da Previdência Social, outras funções do governo têm peso relevante no total de despesas, como saúde e educação. Esta última, com efeito, aumentou significativamente sua participação no total do gasto público nos últimos anos. Em 2016, essa fatia foi de 8%, enquanto que, em 2006, ela era de apenas 4%. O acréscimo foi impulsionado pelas despesas com educação superior, cuja responsabilidade recai prioritariamente sobre a União, conforme desenhado na Constituição Federal.

No entanto, o aumento de recursos para a educação não foi acompanhado por um monitoramento detalhado de sua efetividade, o que permitiria discernir se de fato foram gerados ganhos sociais correspondentes.



Fonte: Siga Brasil. Elaboração: IFI.

Dos R\$ 109 bilhões gastos com a função Educação em 2016, 29% correspondem a despesas com ensino superior. Esse valor ainda não considera os financiamentos concedidos no âmbito do Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior (Fies), que isoladamente corresponderam a 18% do total gasto em Educação. Quanto ao Fies, é importante destacar os riscos fiscais associados à inadimplência nos contratos de financiamento, sobretudo sob o efeito do enfraquecimento recente do mercado de trabalho. Este tema será tratado em detalhe em publicação específica da IFI.

Resultado primário e contingenciamento

O déficit primário projetado pela IFI para o governo central é pior do que a meta estabelecida em lei (R\$ 139 bilhões) em R\$ 38,9 bilhões, valor que representa o contingenciamento orçamentário necessário para que a meta seja cumprida, dada a nossa projeção de receitas para o ano.

Isto é, com receitas totais crescendo a 0,2%, pouco abaixo do crescimento previsto pela IFI para o PIB (0,5%), seria necessário cortar o orçamento de maneira expressiva para que a meta fixada em lei fosse cumprida. O corte, por sua vez, levaria a uma dinâmica muito mais restritiva do que a imposta pela regra do teto (EC 95), ou seja, as despesas teriam de apresentar queda real de 0,5%. Pela nova regra, a taxa de aumento real será de 2,2%.

O Decreto nº 8.961/2017, que definiu a programação orçamentária e financeira, bem como estabeleceu o cronograma mensal de desembolso do Poder Executivo para o exercício de 2017, optou por liberar 3/18 (16,7%) das despesas discricionárias nos três primeiros meses de 2017. Uma programação mensal linear corresponderia à

liberação de 3/12 das despesas totais (25%) nos três primeiros meses do ano.

Essa restrição, apesar de prudente, tendo em vista um possível contingenciamento a ser introduzido no relatório de avaliação bimestral de março, não representa, de fato, limitação de recursos, dado que o valor restante de gastos foi transferido automaticamente para os demais meses do ano, o que não promove limitação efetiva de gastos por meio do instrumento citado.

Portanto, na ausência de receitas extraordinárias de grande monta, haverá necessidade de contingenciamento importante para atingimento da meta de primário.

Ao lado da meta de superávit primário definida na LDO, o governo passou a ter mais uma regra fiscal ditada pelo Novo Regime Fiscal (EC 95). Ou seja, a partir de agora, o governo central possui uma meta dupla: resultado primário e teto de gastos. De forma resumida, o novo dispositivo constitucional impõe um limite para o crescimento para uma parte importante dos gastos

primários da União. O teto é definido segundo a inflação passada medida pelo IPCA.

Quanto a essa inovação, dois aspectos merecem destaque. O primeiro diz respeito à metodologia de apuração do valor do teto para 2017 e a sua relação com a elaboração do Projeto de Lei Orçamentária Anual para 2017 (PLOA 2017). Ao estabelecer os limites de gastos do Poder Executivo e demais Poderes, a EC 95 determinou que, para o exercício de 2017, o limite individualizado de despesas primárias deve corresponder à despesa paga no exercício de 2016, incluídos os restos a pagar pagos e demais operações que afetam o resultado primário, corrigida em 7,2% (IPCA até o meio do ano acumulado em 12 meses).

Quando da elaboração do PLOA 2017, encaminhado ao Congresso Nacional até 31 de agosto de 2016, os valores pagos naquele ano ainda se encontravam em aberto, de tal forma que o valor do teto que deveria ser aplicado ao projeto precisou ser estimado. Como qualquer estimativa, os valores inscritos no PLOA e, conseqüentemente na LOA⁹, poderiam representar valores maiores ou menores do que o limite efetivamente observado após o encerramento do exercício (isto é, com base nas despesas realizadas).

No caso do valor aprovado na LOA estar menor do que o limite de gastos, a situação poderia ser tratada por meio de créditos adicionais, desde que em consonância com a arrecadação do ano e com a regra de resultado primário. No caso contrário, no entanto, se os valores da LOA forem superiores ao limite permitido, não há regra prevista para lidar com essa questão. Este foi o caso do orçamento para 2017, cuja base de referência para o teto (definida há vários meses no âmbito da LOA) extrapola em R\$ 4,7 bilhões o limite do teto. A maneira de lidar com essa diferença merece atenção especial dos formuladores da política fiscal¹⁰.

O segundo aspecto que merece comentário é a possibilidade de que o teto de gastos só se mostre efetivo para produzir resultado primário alinhado às metas fiscais nos idos de 2024 e 2025.

A explicação é simples: estão em vigência hoje duas regras, como mencionamos. Ocorre que o ritmo imposto

pela aplicação da regra do teto para as despesas públicas – na presença de receitas crescendo a um ritmo similar ao previsto para o PIB – promoverá uma recuperação importante do resultado primário. Contudo, essa recuperação está desacoplada da política de metas de primário.

Basta observar, na tabela 6, a evolução do resultado primário sob a vigência da regra do teto em comparação com as metas fixadas na LDO. Nota-se uma necessidade de contingenciamento muito expressiva para que a curva de resultado primário resultante da aplicação da regra do teto se aproxime, desde já, das metas fixadas em lei.

É importante mencionar que as hipóteses dessa simulação feita pela IFI são conservadoras. Isto é, as despesas totais (e não apenas as sujeitas ao teto) crescem pela inflação passada e as receitas crescem segundo o ritmo da economia.

Há duas possibilidades para o governo: ou ele ajusta as metas da LDO para o quadro da PEC, o que significa assumir uma trajetória importante de ajuste fiscal, mas bem mais lenta do que a imposta pelas metas atuais, ou ele contingencia, ano após ano, valores expressivos do orçamento para ajustar as despesas às metas da LDO.

É preciso ter claro: as duas regras vigentes buscam objetivos distintos ou, minimamente, graus distintos de esforço fiscal primário. A regra do teto visa uma recuperação do resultado primário que é bem menos rígida, nestes anos iniciais de sua vigência, do que o esforço implícito nas metas previstas em lei atualmente. Como se sabe, a LDO fixa metas para 2017 a 2019. Extrapolamos os anos subsequentes assumindo um resultado primário igual a zero, o que é bastante conservador, apenas para concluir a simulação.

Uma forma de perceber a dimensão do problema é incorporar as necessidades de contingenciamento (última linha da tabela 6) às projeções para a receita líquida do governo central. Isso permite avaliar qual teria de ser a taxa média de crescimento real das receitas no período de 2018 a 2025 para que as metas fiscais fossem

⁹ Sancionada em 10 de janeiro de 2017, antes da divulgação dos dados fechados do exercício anterior.

¹⁰ Antes do fechamento desse relatório, o Ministro do Planejamento anunciou que haveria uma adequação da programação orçamentária.

cumpridas sem ajuste adicional do lado do gasto, isto é, com contingenciamento orçamentário igual a zero.

O resultado é instigante: a taxa média de crescimento real da arrecadação teria de ser de dois dígitos, nos primeiros

dois anos, para comportar esse objetivo. Na média do período integral, o crescimento real teria de ficar em 3,8% ante evolução média de 2,2% para o PIB, uma elasticidade que dificilmente se concretizará.

TABELA 6 – PROJEÇÕES PARA RECEITAS E DESPESAS DO GOVERNO CENTRAL – R\$ BILHÕES CORRENTES

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Projeção de Receitas (A)	1.152	1.227	1.313	1.396	1.484	1.569	1.660	1.748	1.840
Projeção de Despesas (B)	1.330	1.390	1.452	1.518	1.579	1.642	1.699	1.759	1.811
Resultado (C = A-B)	-178	-163	-140	-122	-95	-72	-39	-11	29
Meta Fiscal LDO (D)	-139	-79	0	0	0	0	0	0	0
Contingenciamento (D - C)	39	84	140	122	95	72	39	11	-29

Fonte: IFI e LDO 2017. Elaboração e projeções: IFI.

Resultado nominal para o setor público consolidado

Do lado dos gastos financeiros, houve uma melhora expressiva entre 2015 e 2016. Os pagamentos de juros (líquidos das receitas financeiras) produziram um resultado agregado ou nominal do setor público consolidado deficitário em R\$ 562,8 bilhões (ou 9,1% do PIB), ante déficit de R\$ 613 bilhões (ou 10,2% do PIB) em 2015. Apesar da melhora, que se explica pela forte reversão dos resultados dos *swaps* cambiais, o resultado é ainda muito preocupante.

A redução dos juros reais – que começou a ocorrer a partir do novo ciclo de queda da Selic – ajudará a reduzir o peso dos gastos financeiros sobre o resultado agregado do setor público. Esse é um ponto fundamental para que o Estado recupere a capacidade de tomar dívida a custo baixo, isto é, para que a relação dívida/PIB volte a ser sustentável.

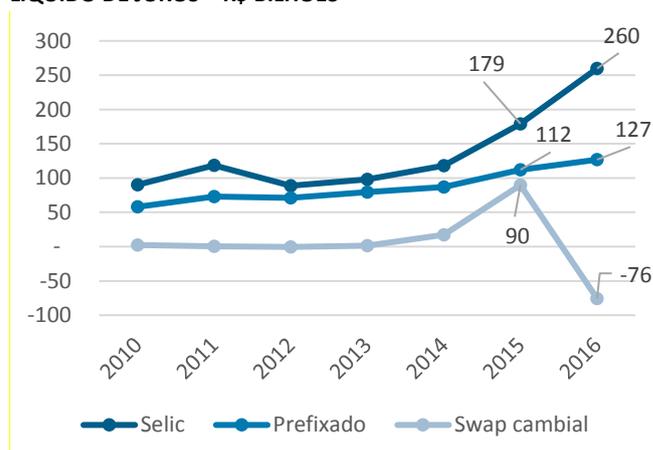
Entre 2015 e 2016, os gastos com juros do setor público passaram de R\$ 501,8 bilhões ou 8,4% do PIB para R\$ 407 bilhões ou 6,6% do PIB. Essa redução deveu-se à reversão dos resultados gerados pelas operações de swap cambial. Em 2015, o custo fiscal das operações de swap cambial foi de R\$ 89,7 bilhões. Em 2016, houve um resultado positivo de R\$ 75,6 bilhões, isto é, um efeito redutor de R\$ 165,3 bilhões nos pagamentos líquidos de juros.

Por outro lado, os juros pagos nos títulos indexados à Selic avançaram R\$ 81 bilhões, além do incremento

observado no custo dos títulos prefixados (aumento de R\$ 15 bilhões).

A comparação das trajetórias desses três componentes dos juros – lucro/prejuízo com swaps, despesas atreladas à Selic e custo dos prefixados – pode ser observada no gráfico 5.

GRÁFICO 5 – COMPONENTES SELECIONADOS DO PAGAMENTO LÍQUIDO DE JUROS – R\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Apesar da melhora entre 2015 e 2016 – ditada pela volatilidade cambial – os juros ainda respondem por 72% do déficit nominal.

A cada ponto percentual reduzido na Selic, a economia estimada para o Erário é de R\$ 28 bilhões em termos anualizados. Isso significa que o ciclo de afrouxamento monetário em curso produzirá efeitos redutores importantes sobre a conta de juros em 2017. Além disso, a composição da dívida tende a melhorar, uma vez que o

ajuste fiscal em curso poderá abrir espaço para um aumento da fatia de títulos prefixados. Um possível alongamento dos prazos médios da dívida combinado com a redução do seu custo seria muito benéfico para a dinâmica do endividamento (ver tópico sobre Evolução da dívida pública).

Nossas projeções para o déficit nominal indicam um resultado de 8,8% do PIB para o ano corrente. Além do déficit primário de 2,8% do PIB para o setor público consolidado (0,3 p.p. pior em relação ao fechamento de 2016), a conta de juros deverá totalizar 6% do PIB (menor em 0,6 p.p. ante 2015). Nota-se que o alívio previsto para os gastos financeiros é positivo, mas insuficiente. A avaliação do resultado nominal reforça a conclusão de que será gradual e complexo o processo de restauração da ordem nas contas públicas.

Comentários sobre o resultado primário recorrente

Nos próximos relatórios mensais, a IFI passará a publicar o resultado primário recorrente. Desde já, propõe-se uma avaliação da evolução das estratégias de política fiscal ao longo dos últimos governos, que justifica a necessidade desse tipo de análise para além da observação dos indicadores tradicionais.

À parte da análise desses indicadores comumente mais utilizados, a avaliação do chamado resultado primário recorrente ganhou espaço nos últimos anos. A ideia contida nessa variável é avaliar o esforço fiscal livre de fatores atípicos que afetem despesas e receitas, turvando as conclusões a respeito da dinâmica das contas públicas de um determinado País.

O peso das receitas não recorrentes para o fechamento dos resultados fiscais aumentou substancialmente nos últimos anos. Daí decorre a importância de avaliar o resultado expurgado desses eventos. De forma simplificada, é possível dividir a evolução dos resultados fiscais em três períodos. O primeiro, de 1997 a 2002, marcado por receitas atípicas oriundas das privatizações, utilizadas para alavancar a consolidação fiscal. O segundo, entre 2003 e 2008, caracterizado por menor utilização de receitas atípicas e aumento do esforço primário efetivo. O terceiro, a partir de 2009, em que a expansão fiscal foi parcialmente ocultada por mecanismos contábeis, incluindo um volume relevante

de receitas extraordinárias. A magnitude dessas receitas, de quase 1% do PIB, em média, de 2009 a 2013, reforça esse diagnóstico: não obstante o elevado volume de dividendos antecipados pelas estatais federais, foi praticada uma série de refinanciamentos tributários (Refis) em condições vantajosas para os inadimplentes. Assim, essa é inclusive uma das principais razões, além da profunda queda do crescimento econômico, a partir de 2012, para explicar a piora do desempenho da arrecadação.

A partir de 2014, quando o fôlego para manutenção de volume elevado de receitas não recorrentes foi reduzido e o crescimento econômico veio a zero, a geração de sucessivos déficits primários passou a ser frequente na administração fiscal.

Para 2016, o efeito colateral negativo da profunda recessão sobre as receitas primárias, associado à estratégia de quitação acelerada do elevado volume de restos a pagar constantes do orçamento público, desnudou o profundo desequilíbrio fiscal do país: cerca de 3 vezes pior que o verificado em fins da década de 90.

Quer seja em função da lenta expectativa para retomada do crescimento econômico (com efeitos, naturalmente, sobre a arrecadação), quer seja pelo ponto de partida bastante negativo, o processo de consolidação fiscal será notadamente lento

TABELA 7: AVALIAÇÃO ANUAL - VALORES REALIZADOS, PROJEÇÕES E TAXAS DE VARIAÇÃO (EM R\$ MILHÕES)

Discriminação	2016		2017		Variações reais					
	LOA		LOA		IFI		IFI-LOA		2017/2016 (%)	
	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	Dif. %	LOA	IFI
I. RECEITA TOTAL	1.314.952,9	21,3	1.422.815,6	22,9	1.376.808,4	22,2	-46.007,2	-3,2	3,5	0,2
<i>I.1 - Receita Administrada pela RFB</i>	819.751,9	13,3	881.587,5	14,2	842.571,2	13,6	-39.016,3	-4,4	2,9	-1,6
<i>I.2 - Arrecadação Líquida para o RGPS</i>	358.137,3	5,8	381.109,5	6,1	379.412,1	6,1	-1.697,4	-0,4	1,8	1,4
<i>I.3 - Receitas Não Administradas pela RFB</i>	137.226,9	2,2	160.118,5	2,6	154.825,1	2,5	-5.293,4	-3,3	11,7	8,0
<i>I.3.1 Concessões e Permissões</i>	21.907,8	0,4	23.963,2	0,4	24.000,0	0,4	36,8	0,2	4,7	4,8
<i>I.3.2 Dividendos e Participações</i>	2.847,8	0,0	7.708,0	0,1	4.942,0	0,1	-2.766,0	-35,9	159,0	66,1
<i>I.3.3 Operações com Ativos</i>	771,0	0,0	5.880,7	0,1	3.500,0	0,1	-2.380,7	-40,5	629,9	334,4
<i>I.3.5 Demais Receitas</i>	111.700,3	1,8	122.566,7	2,0	122.383,1	2,0	-183,6	-0,1	5,0	4,8
II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	226.835,3	3,7	235.357,6	3,8	224.702,4	3,6	-10.655,3	-4,5	-0,7	-5,2
III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)	1.088.117,6	17,6	1.187.457,9	19,1	1.152.106,0	18,6	-35.351,9	-3,0	4,4	1,3
IV. DESPESA TOTAL	1.242.372,9	20,1	1.326.450,1	21,4	1.330.040,5	21,4	3.590,4	0,3	2,2	2,4
<i>IV.1 Despesas Obrigatórias</i>	958.672,5	15,5	1.036.279,4	16,7	1.039.069,8	16,7	2.790,4	0,3	3,4	3,7
<i>IV.1.1 Benefícios Previdenciários</i>	507.871,3	8,2	562.369,4	9,1	566.527,2	9,1	4.157,8	0,7	6,0	6,7
<i>IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais</i>	257.871,8	4,2	284.058,2	4,6	284.000,0	4,6	-58,2	0,0	5,4	5,4
<i>IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego</i>	56.013,8	0,9	57.440,7	0,9	55.868,4	0,9	-1.572,3	-2,7	-1,9	-4,6
<i>IV.1.4 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV</i>	48.990,1	0,8	50.948,8	0,8	53.479,5	0,9	2.530,8	5,0	-0,5	4,5
<i>IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)</i>	5.624,3	0,1	5.596,1	0,1	5.933,4	0,1	337,4	6,0	-4,8	1,0
<i>IV.1.6 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha</i>	17.593,3	0,3	16.002,9	0,3	16.002,9	0,3	0,0	0,0	-13,0	-13,0
<i>IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)</i>	13.674,8	0,2	13.969,8	0,2	13.236,2	0,2	-733,6	-5,3	-2,2	-7,4
<i>IV.1.8 Fundo Constitucional DF</i>	1.174,2	0,0	2.313,7	0,0	2.313,7	0,0	0,0	-	88,6	88,6
<i>IV.1.9 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)</i>	5.857,8	0,1	3.860,4	0,1	3.900,0	0,1	39,6	1,0	-36,9	-36,3
<i>IV.1.10 Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC</i>	10.163,4	0,2	11.315,3	0,2	11.315,3	0,2	0,0	0,0	6,5	6,5
<i>IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro</i>	23.327,6	0,4	23.419,1	0,4	23.179,0	0,4	-240,1	-1,0	-3,9	-4,9
<i>IV.3.12 Outras Despesas Obrigatórias</i>	10.510,1	0,2	4.985,0	0,1	3.314,1	0,1	-1.670,9	-33,5	-54,6	-69,8
<i>IV.2 Despesas Discricionárias - Todos os Poderes</i>	283.700,4	4,6	290.170,7	4,7	290.970,7	4,7	800,0	0,3	-2,1	-1,9
<i>IV.2.1 Bolsa Família</i>	28.506,2	0,5	29.825,1	0,5	29.700,0	0,5	-125,1	-0,4	0,1	-0,3
<i>IV.2.2 PAC (Ex MCMV)</i>	34.077,5	0,6	30.286,9	0,5	29.300,0	0,5	-986,9	-3,3	-15,0	-17,7
<i>IV.2.3 MCMV</i>	7.965,3	0,1	6.908,8	0,1	6.500,0	0,1	-408,8	-5,9	-17,0	-21,9
<i>IV.2.4 LEJU/MPU</i>	13.004,2	0,2	13.954,2	0,2	14.754,2	0,2	800,0	5,7	2,7	8,6
<i>IV.2.4 Demais Discricionárias</i>	228.653,5	3,7	209.195,6	3,4	210.716,4	3,4	1.520,8	0,7	-12,4	-11,8
V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL	-154.255,4	-2,5	-138.992,2	-2,2	-177.934,5	-2,9	-38.942,3	28,0	-13,8	10,4

Resultados mensais e projeções para jan/2017

Em dezembro de 2016, o resultado primário do setor público consolidado (nível federal e governos regionais) mostrou déficit de R\$ 70,7 bilhões. Em relação ao mesmo mês do ano anterior (déficit de R\$ 71,7 bilhões), houve queda real de 7,2%. Os estados e municípios, isoladamente, apresentaram déficit no último mês do ano passado, da ordem de R\$ 6,1 bilhões.

Agora focando na análise do governo central (Tesouro, previdência e Banco Central), o resultado de dezembro foi deficitário em R\$ 64,2 bilhões. Em relação a dezembro de 2015 (R\$ 60,9 bilhões), o resultado fiscal do mês representou piora real de 0,8%.

Em dezembro de 2016, houve queda acentuada tanto da receita bruta (queda de 6,8% na comparação com o mesmo mês do ano anterior) quanto da receita líquida do governo central (queda de 18,4%, na mesma base). O aprofundamento da queda na receita líquida ocorreu em função das maiores transferências aos estados e municípios, em especial por conta da transferência dos recursos a título de multa do programa de repatriação de capitais.

A despeito da forte queda da receita bruta, é possível identificar, na margem, sinais de estabilização. Após ter recuado a taxas de dois dígitos no começo do ano, a receita administrada encerrou o mês de dezembro com avanço de 1,2%. A estabilização no final do ano passado não foi suficiente para amortecer a diminuição observada nos demais meses do ano, de forma que no acumulado de 2016 a redução foi de 1,6%.

Dentre os principais tributos arrecadados, vale destacar a melhora naqueles incidentes sobre faturamento no mês de dezembro. Apesar da queda menos acentuada no final do ano passado, a variação no acumulado no ano foi relevante: quedas de 7,2%, 26,1% e 10,9%, respectivamente, para faturamento, importações e transações financeiras. Já a receita com previdência social apresentou queda acentuada tanto em relação a igual período do ano anterior (9,6%) quanto no fechamento do ano (5,9%). Em síntese, apesar da

estabilização, na margem, a retração das receitas tem sido significativa.

Com relação às expectativas para a arrecadação em janeiro de 2017 (R\$ 138,1 bilhões), esperamos um piora nominal em relação a igual período do ano anterior.

Em 2016, parte substancial da elevação das receitas ocorreu em janeiro por conta do recebimento de R\$ 11 bilhões relativos ao bônus de outorga pela concessão de usinas hidrelétricas em novembro de 2015. Esse efeito extraordinário não se repetirá em janeiro de 2017.

Do lado das despesas, o mês de dezembro contemplou gastos totais do governo central da ordem de R\$ 154 bilhões (ver Tabela 8). As estimativas para janeiro de 2017 feitas pela IFI apontam uma despesa mensal da ordem de R\$ 109 bilhões, sendo R\$ 90,5 em obrigatórias e R\$ 18,5 bilhões em discricionárias.

Entre as obrigatórias, destacam-se R\$ 40,9 bilhões para despesas com benefícios previdenciários, R\$ 24 bilhões com Pessoal e Encargos Sociais, bem como R\$ 11,1 bilhões com subsídios, subvenções e Proagro. Estas últimas são explicadas pela concentração de pagamentos em dois meses do ano (janeiro e julho), seguindo sistemática própria de execução.

Entre as discricionárias (R\$ 18,5 bilhões), estimam-se gastos de R\$ 2,4 bilhões com o programa Bolsa Família, R\$ 2,9 bilhões com o PAC, sem contar o programa Minha Casa Minha Vida – MCMV, para o qual projetam-se despesas de R\$ 0,5 bilhão. Maiores detalhes encontram-se na tabela 8, que decompõe as projeções nas principais rubricas de despesa. Vale salientar que as projeções da IFI para janeiro de 2017 já consideram os efeitos do decreto que limita em 1/18 a execução do mês, apesar de não impor contingenciamento.

Com despesas similares a de igual período do ano anterior, já levando em conta o impacto mais pronunciado das despesas com subsídios, o resultado primário será positivo, porém bastante abaixo do observado no primeiro mês do ano passado. Esperamos um superávit de R\$ 4,5 bilhões, próximo da mediana do Prisma Fiscal (de R\$3,6 bilhões) – documento publicado pelo Ministério da Fazenda em que são consolidadas as projeções de mercado.

TABELA 8: AVALIAÇÃO MENSAL - VALORES REALIZADOS, TAXAS DE VARIAÇÃO E PROJEÇÃO PRÓXIMO MÊS (EM R\$ MILHÕES)

Discriminação	nov-16	dez-16	Variação real em dez-16			IFI jan-17
			No mês (t/t-1)	Em Um ano (t/t-12)	Acum. no ano (Acum Ano t/ Acum Ano t-12)	
I. RECEITA TOTAL	100.316,9	128.655,3	27,9%	-6,8%	-3,1%	138.139,6
<i>I.1 - Receita Administrada pela RFB</i>	61.267,3	70.553,9	14,8%	1,2%	-1,6%	96.139,2
<i>I.2 - Arrecadação Líquida para o RGPS</i>	28.563,4	46.809,5	63,4%	-9,6%	-5,9%	27.827,3
<i>I.3 - Receitas Não Administradas pela RFB</i>	10.486,1	11.444,6	8,8%	-30,9%	-4,4%	14.173,1
I.3.1 Concessões e Permissões	277,3	270,5	-2,8%	32,7%	245,4%	500,0
I.3.2 Dividendos e Participações	183,3	1.082,1	488,5%	-83,1%	-78,1%	0,0
I.3.3 Operações com Ativos	72,5	104,9	44,3%	-	-	0,0
I.3.5 Demais Receitas	9.953,0	9.987,1	0,0	0,0	-0,1	13.673,1
II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	25.778,5	34.737,6	34,4%	51,6%	1,6%	24.711,5
III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)	74.538,4	93.917,6	25,6%	-18,4%	-4,1%	113.428,1
IV. DESPESA TOTAL	112.892,2	154.041,6	36,0%	-14,6%	-1,2%	108.957,4
<i>IV.1 Despesas Obrigatórias</i>	88.317,1	106.065,2	19,7%	-30,4%	-2,3%	90.493,3
IV.1.1 Benefícios Previdenciários	47.529,8	53.681,4	12,6%	10,6%	7,2%	40.911,5
IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais	27.934,1	28.488,3	1,7%	5,9%	-0,5%	24.029,0
IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego	4.622,9	3.521,2	-24,1%	-7,2%	8,8%	5.966,0
IV.1.4 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	4.190,4	4.030,0	-4,1%	7,6%	5,9%	4.310,7
IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	396,8	792,3	99,1%	-93,5%	-68,7%	505,9
IV.1.6 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	967,5	1.112,8	14,7%	-83,1%	-35,9%	967,5
IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)	800,9	2.057,2	156,1%	150,4%	-6,1%	1.941,6
IV.1.8 Fundo Constitucional DF	110,8	125,7	13,1%	-68,9%	-84,8%	193,0
IV.1.9 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)	162,5	2.112,5	1196,1%	205,8%	39,8%	162,5
IV.1.10 Sentenças Judiciais e Precatórios – OCC	856,3	8.036,8	835,7%	4,0%	-3,7%	215,8
IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro	181,0	344,2	89,6%	-99,1%	-58,3%	11.065,1
IV.3.12 Outras Despesas Obrigatórias	564,1	1.762,9	211,6%	-53,4%	-10,1%	224,6
<i>IV.2 Despesas Discricionárias - Todos os Poderes</i>	24.575,1	47.976,4	94,6%	70,9%	2,8%	18.464,1
IV.2.1 Bolsa Família	2.490,3	2.458,2	-	0,0	-0,1	2.391,2
IV.2.2 PAC (Ex MCMV)	2.395,7	8.015,3	233,6%	147,2%	18,0%	2.876,8
IV.2.3 MCMV	580,6	2.110,2	262,4%	-78,6%	-64,3%	541,7
IV.2.4 LEJU/MPU	1.033,1	1.913,0	84,6%	58,2%	1,4%	1.007,9
IV.2.4 Demais Discricionárias	20.565,7	35.937,9	0,7	1,6	0,1	11.646,6
V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL	0,0	0,0	-	-	-100,0%	-
VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL	-38.353,8	-60.123,9	56,3%	-6,7%	26,7%	4.470,7

Evolução da dívida pública¹¹

Evolução recente

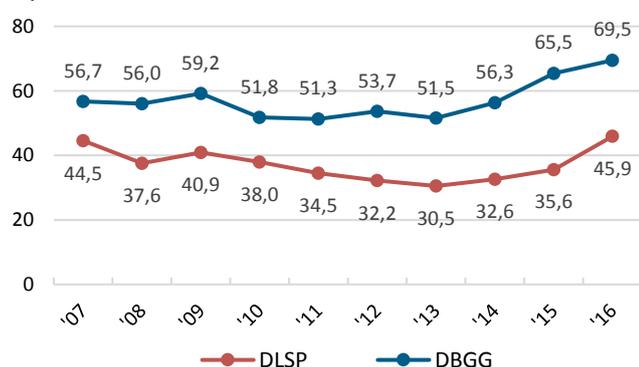
Em 2016, a dívida bruta do governo geral (DBGG) encerrou o exercício em 69,5% do PIB (R\$ 4,4 trilhões), patamar mais elevado para o mês desde 2006, início da série histórica do Banco Central. Em relação a dezembro de 2015, o aumento foi de 4 p.p. Na comparação com novembro de 2016, houve uma redução de 1 p.p.

A evolução da DBGG em 2016 refletiu basicamente o aumento da dívida mobiliária do Tesouro Nacional e das operações compromissadas do Banco Central, que somados cresceram 4,6 p.p. no período.

A dívida líquida do setor público (DLSP), por sua vez, fechou 2016 em 45,9% do PIB (R\$ 2,9 trilhões), evidenciando um avanço expressivo no ano, superior a 10,3 p.p. Esse movimento decorre, por um lado, do crescimento da DBGG e, por outro, do resultado negativo nas operações do Banco Central com reservas e *swaps* cambiais, conforme cálculos apresentados anteriormente.

O gráfico 6 a seguir descreve a trajetória da DBGG nos últimos dez anos.

GRÁFICO 6. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL E DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO - % DO PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

A evolução do endividamento público nos últimos anos enseja a discussão sobre a solvência fiscal do Estado. A sustentabilidade da dívida pública brasileira tem sido comprometida não apenas pela retração econômica dos últimos anos, mas também pela deterioração dos resultados fiscais.

Os instrumentos de dívida são importantes para garantir que o Estado tenha capacidade de absorver choques e eventos não esperados no âmbito macroeconômico. Dito de outra forma, a condução da política fiscal deve garantir que seja gerada, nos períodos de crescimento, economia fiscal suficiente para ser utilizada em momentos de desaceleração.

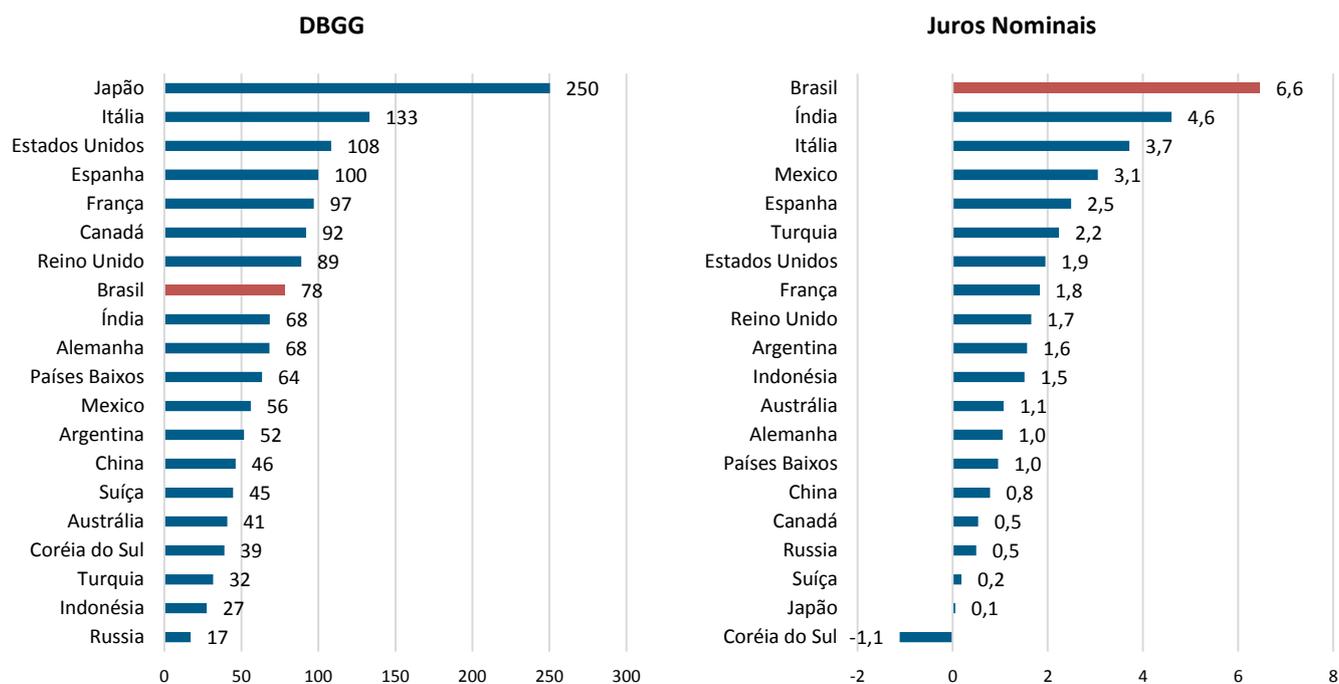
Na comparação internacional, utilizando metodologia do Fundo Monetário Internacional¹², a dívida pública brasileira se encontra em patamar próximo ao das principais economias do mundo. Entre as economias emergentes mais relevantes, contudo, o Brasil é o que possui o maior endividamento.

Em relação ao custo de carregamento da dívida, o Brasil se destaca como o país com maior carga de juros em proporção do PIB entre as economias mais relevantes. Em 2016, os juros nominais líquidos ficaram em 6,6% do PIB, seguido de longe por Índia (4,6%) e Itália (3,7%).

¹¹ Os dados deste tópico consideram os valores em % do PIB para a dívida pública conforme planilha do Banco Central para o ano de 2016.

¹² A DBGG no conceito FMI inclui a dívida mobiliária do Tesouro em poder do mercado e também aquela em poder do Banco Central. Ou seja, inclui toda a posição de títulos públicos no ativo do Banco Central.

GRÁFICO 7. DBGG E JUROS NOMINAIS – COMPARAÇÃO INTERNACIONAL



Fonte: Fundo Monetário Internacional e Banco Central. Elaboração: IFI.

Nos últimos três anos, a dívida líquida do setor público passou de 30,6% para 45,9% do PIB. Esse aumento decorre do crescimento expressivo dos passivos do setor público, em particular da dívida mobiliária e do saldo de operações compromissadas, que foi apenas parcialmente compensado pelo crescimento dos ativos. O saldo de operações compromissadas ficou próximo de 17% do PIB em 2016. A dívida mobiliária, por sua vez, atingiu 47% do PIB.

Pelo lado do ativo, destacam-se as reservas internacionais, que alcançaram 19% do PIB em dezembro. Esse patamar é 2,7 p.p. superior ao de 2013 e 11,4 p.p. ao de 2006. O crescimento expressivo nos últimos dez anos é explicado, até 2013, pelo acúmulo de ativos em moeda estrangeira, e posteriormente pela desvalorização do real frente a outras moedas.

Deve-se atentar para o custo de se manterem ativos em moeda estrangeira dessa magnitude. Tradicionalmente boa parte desses ativos está aplicada em papéis soberanos de baixo risco, que rendem pouco em relação a outros ativos financeiros no Brasil.

TABELA 9. PRINCIPAIS ATIVOS E PASSIVOS DO SETOR PÚBLICO

Discriminação	2013	2016	Var.
Principais passivos do setor público	47,7	63,9	16,2
Dívida mobiliária do Tesouro	37,8	47,2	9,4
Operações compromissadas	9,9	16,6	6,7
Principais ativos do setor público	25,1	28,2	3,1
Reservas internacionais	16,3	19,0	2,7
Créditos da União às instituições oficiais	8,8	9,2	0,4

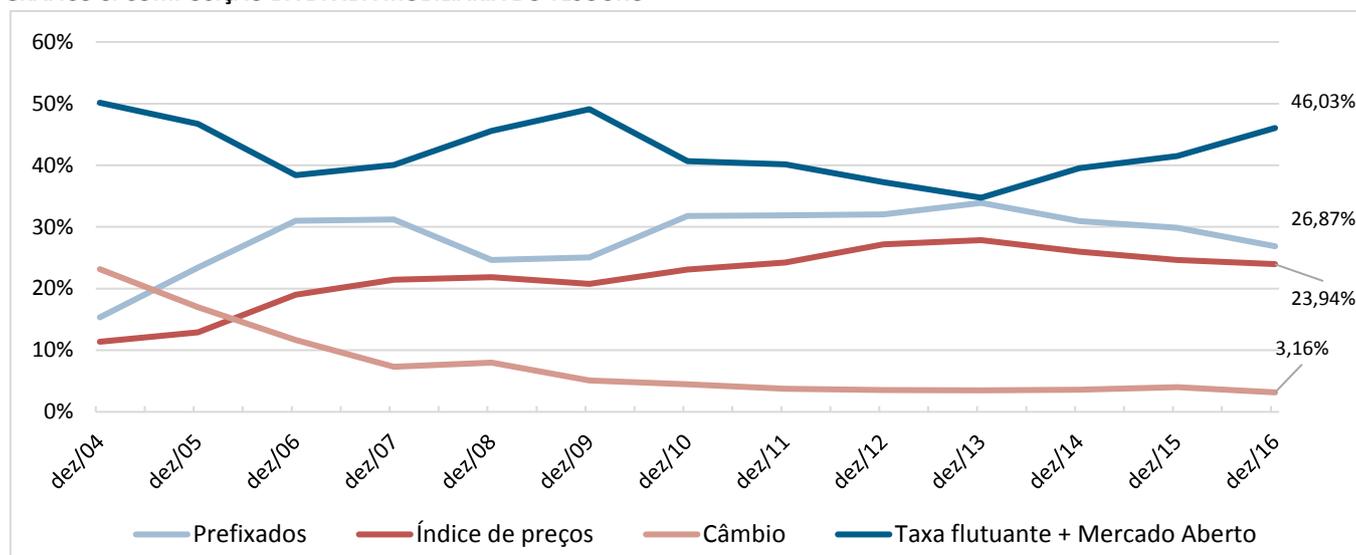
Fonte: Banco Central.

A mudança da dívida mobiliária do Tesouro não se deu apenas em magnitude, mas também em termos de composição. Embora a participação dos títulos com taxa flutuante (pós-fixados) tenha caído nos últimos anos, quando somada às operações compromissadas, com remuneração também atrelada à taxa Selic, o percentual tem se mantido relativamente estável ao longo do tempo. Os títulos prefixados, por sua vez, tiveram sua

participação relativamente aumentada desde 2004. O desejado alongamento do perfil de vencimentos da dívida e o aumento da participação de prefixados, vale

dizer, depende do sucesso do processo de ajustamento fiscal em curso.

GRÁFICO 8. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA DO TESOURO



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFL.

Projeções

Nossas projeções para a dívida foram construídas considerando a implementação de um ajuste fiscal baseado no controle do crescimento das despesas. Especificamente, o cenário-base leva em conta uma regra fiscal de crescimento real zero das despesas primárias, à feição da EC 95.

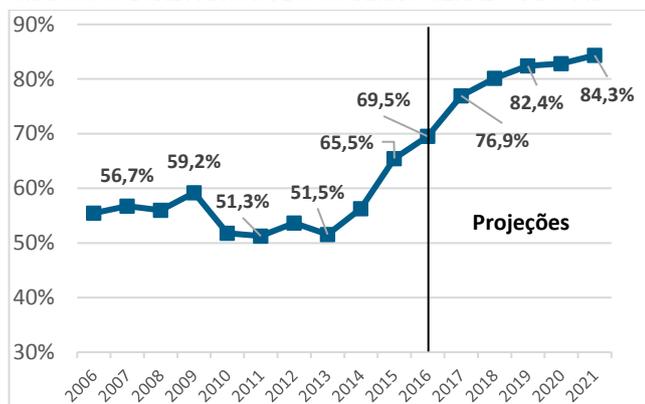
A hipótese central por trás do cenário-base é que o ajuste fiscal baseado no controle do crescimento do gasto, e não no aumento de receita, no médio prazo tem impacto positivo na inflação, na taxa de juros e no crescimento do PIB.

A partir de 2017, considera-se que: (i) a inflação, medida pelo IPCA, convergirá já em 2017 para o centro da meta, chegando a 4% a.a. em 2020 e 2021; (ii) haverá um novo ciclo de expansão monetária, com redução gradual da taxa Selic, de tal sorte que em 2021 a taxa real de juros esteja próxima de 3,6% a.a. (mais perto da média dos demais países); (iii) as receitas primárias crescerão conforme o PIB (elasticidade da receita primária em

relação ao PIB unitária); (iv) as despesas primárias evoluirão conforme a inflação (crescimento real zero); e (v) o crescimento real do PIB migrará para patamar próximo a 2,4% em 2019 e 2,2% posteriormente.

Nessa configuração, a dívida descreve uma trajetória crescente no período, atingindo 84,3% do PIB em 2021, mesmo considerando o ajuste fiscal e uma gradual recuperação da economia. O resultado se deve às condições iniciais da economia em 2016, com juros ainda e déficits primários elevados. Dessa forma, ainda que se preveja uma regra fiscal que limite o crescimento da despesa primária, a tendência é que a reversão da trajetória da dívida apenas se observe em um horizonte maior de tempo.

GRÁFICO 9. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL - % DO PIB



Fonte: Banco Central, Tesouro Nacional e IFI. Elaboração e projeções: IFI.

A partir de 2021, para manter um nível de endividamento bruto de 84,3% do PIB, considerando nossas projeções, seria necessário gerar superávit primário de 1,2% do PIB, resultado muito acima do previsto pela IFI para o período, déficit de 1,2% do PIB. Isso sugere um esforço fiscal adicional de 2,4% do PIB, sem o qual é provável que a dívida continue em trajetória ascendente para além de 2021

Projeções sob incerteza

As projeções para a dívida pública, embora baseadas no comportamento esperado da economia para os próximos anos, não são capazes de incorporar satisfatoriamente a incerteza por trás das variáveis macroeconômicas.

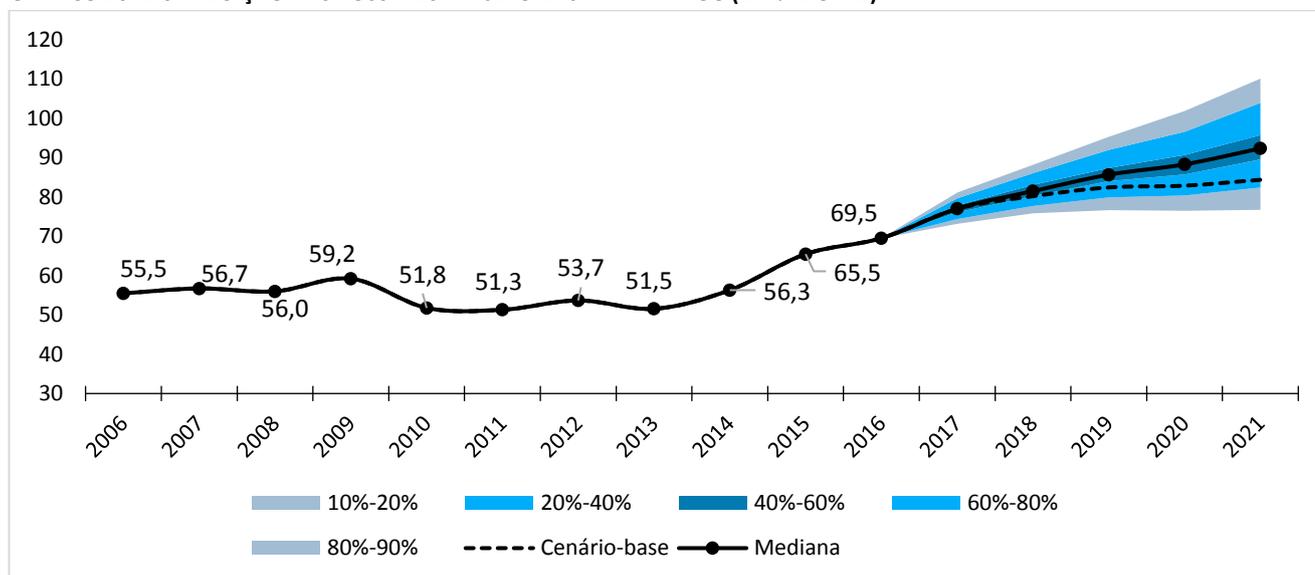
Uma das formas de superar tal limitação é por meio da construção de diversos possíveis cenários para a dívida, tendo como base o desempenho passado das variáveis macroeconômicas que afetam o endividamento¹³.

Essa abordagem permite que se reflita, no comportamento esperado da dívida, um amplo conjunto de possíveis condições macroeconômicas subjacentes.

Em adição, esse tipo de análise tem a vantagem adicional de permitir que se obtenham intervalos de confiança em torno do nosso cenário-base, sendo possível atribuir probabilidades para diferentes patamares de dívida ao longo do período em que são feitas as projeções.

A partir dessa metodologia, foram obtidos mil possíveis trajetórias para a DBGG no período de 2017 a 2021, cujos resultados são apresentados no *fan chart* a seguir.

GRÁFICO 10. DISTRIBUIÇÃO DAS POSSÍVEIS TRAJETÓRIAS PARA A DBGG (EM % DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

¹³ A metodologia aqui adotada é inspirada em Di Giovanni e Gardner (2008), Beynet e Paviot (2012) e Berti (2013).

No *fan chart*, a trajetória da dívida sob as hipóteses do cenário-base é mostrada pela linha tracejada, enquanto a linha sólida representa a mediana das projeções. O cone abrange 80% de todos os resultados para a DBGG após simulados mil possíveis comportamentos do PIB, da taxa de juros, da inflação e do resultado primário no período projetado. As linhas superior e inferior delimitam respectivamente o 10º e o 90º percentis da distribuição. As áreas sombreadas representam diferentes porções da distribuição, conforme os percentis especificados.

As projeções reforçam que, mesmo sob a hipótese do ajuste fiscal, em particular um ajuste baseado no controle do crescimento da despesa primária, há uma probabilidade muito baixa de que a dívida bruta reverta sua trajetória de crescimento nos próximos anos.

A probabilidade de que, em 2021, a DBGG, em percentual do PIB, seja superior ao patamar de dezembro de 2016 é de 97,6%. Além disso, há uma

probabilidade de 28,9% de que ela exceda os 100% do PIB no período.

QUADRO 2: PROBABILIDADES ASSOCIADAS ÀS PROJEÇÕES DA DBGG EM % DO PIB

Dívida em 2016 (% PIB)	Dívida bruta do governo geral em 2021		
	Projeção mediana	Probabilidade da dívida em 2021 ser maior do que em 2016 (%)	Probabilidade da dívida em 2021 ser maior do que 100% do PIB (%)
69,5	92,3	97,6	28,9

Nesse sentido, a análise baseada em incerteza apenas confirma a recomendação de cautela quanto aos efeitos de curto e médio prazos do ajuste fiscal posto em marcha recentemente. Mesmo sob efeito da nova regra fiscal, que controla o crescimento da despesa primária, não se deve esperar um retorno da dívida a patamares históricos nos próximos anos, havendo, ainda, uma probabilidade não desprezível de que o endividamento bruto em percentual do PIB ultrapasse 100% do PIB.

Projeções da IFI

	2014	2015	2016	Projeções				
				2017	2018	2019	2020	2021
PIB – crescimento real (% a.a.)	0,50	-3,77	-3,49	0,46	1,93	2,38	2,21	2,21
IPCA – acum. (% no ano)	6,41	10,67	6,29	4,50	4,50	4,50	4,00	4,00
Selic – fim de período (% a.a.)	11,75	14,25	13,75	9,00	8,50	8,50	8,00	7,50
Juros reais (% a.a.)	6,67	7,18	4,70	4,31	3,83	3,83	3,85	3,37
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0,56	-1,85	-2,47	-2,81	-2,41	-1,94	-1,60	-1,18
d/q Governo Central	-0,35	-1,94	-2,53	-2,74	-2,35	-1,89	-1,55	-1,14
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	-5,39	-8,36	-6,46	-6,04	-5,35	-5,33	-5,25	-5,15
Resultado Nominal (% do PIB)	-5,95	-10,22	-8,93	-8,84	-7,76	-7,27	-6,85	-6,33
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	56,28	65,45	69,49	76,94	80,16	82,39	82,84	84,33