

2. CONJUNTURA FISCAL

2.1 Resultado do Governo Central

O resultado das contas fiscais em julho registrou acentuado recuo das receitas primárias da União: -2% e -5,5% descontada a inflação para a receitas bruta e líquida, respectivamente, contra igual mês do ano anterior. Para o acumulado no ano, a queda é de 1,3% e 3,1%. Enquanto a retração nas receitas administradas foi de 4,3%, houve destacada aceleração na arrecadação previdenciária para +5% ante +1,5% em junho e +1% em maio, frente a igual período do ano anterior. Quanto às despesas, houve recuo de 4,2% e 0,2% nas óticas mensal e acumulado no ano, também descontada a inflação.

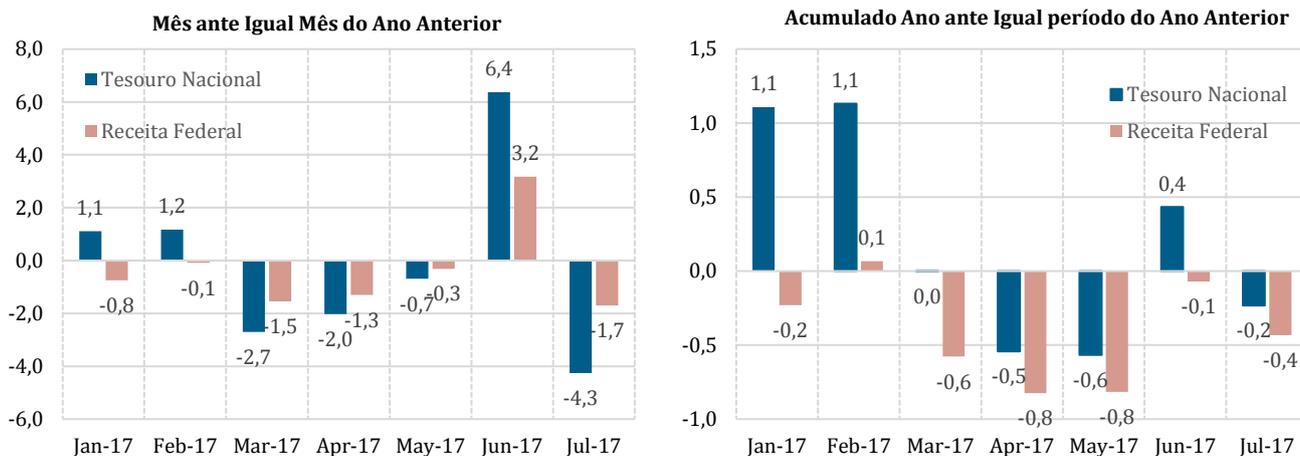
Os números revelam que a dinâmica de recuperação das receitas primárias tem sido heterogênea. Enquanto as receitas previdenciárias, equivalentes a aproximadamente um terço da receita bruta da União, tem apresentado continuada recuperação, o movimento das receitas administradas tem-se revelado mais errático. Na medida em que esta responde por mais de 60% da arrecadação, é fundamental compreender em detalhes seu comportamento. Para tanto, é importante conhecer as diferenças entre os números reportados pela Receita Federal (RFB) e pelo Tesouro Nacional (STN).

Enquanto a receita administrada de impostos e contribuições reportada pela RFB compreende a chamada arrecadação bruta, a STN divulga dados líquidos de restituições do imposto de renda. Ambas sofrem efeitos dos ativos tributários utilizados pelas empresas para efeito de compensação, de forma a minimizar seu pagamento de tributos. Nas receitas previdenciárias, os dados da STN também são inferiores aos reportados pela RFB, uma vez que os primeiros são líquidos de transferências a terceiros, como o Sistema S.

De forma objetiva, como o que importa para efeito do resultado primário da União é a coleta de tributos reportada pela STN, vale destacar que essas receitas administradas com impostos e contribuições são historicamente (desde 1997) inferiores às da RFB em aproximadamente 0,4% do PIB. No ano passado, a diferença para os sete principais tributos (quatro impostos e três contribuições) foi de cerca de R\$ 26 bilhões ou 0,4% do PIB. Já para as receitas previdenciárias líquidas de transferências a terceiros, a diferença entre as fontes foi de aproximadamente 0,45% do PIB ou quase R\$ 40 bilhões em 2016. Ambos os efeitos devem ser levados em conta na análise dos resultados fiscais.

A relevância de conhecer e medir esses efeitos pode ser percebida nos resultados de julho. Enquanto o recuo real das receitas administradas na ótica da RFB foi de R\$ 1,8 bilhão (-1,7% ante julho/16) e R\$ 3,1 bilhões (-0,4% no acumulado ano), os dados na ótica da STN apontaram queda de R\$ 2,9 bilhões (-4,3% ante julho/16) e R\$ 1,1 bilhão (-0,2% no acumulado ano), conforme evidenciado no gráfico 5. Ou seja, enquanto no mês o resultado da STN apontou maior deterioração das receitas com impostos e contribuições, o resultado no acumulado do ano é melhor que o apontado pela RFB, movimento que vai na direção oposta ao historicamente verificado.

GRÁFICO 5: TAXA REAL DE CRESCIMENTO DAS RECEITAS ADMINISTRADAS (COM IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES, EX-RGPS)

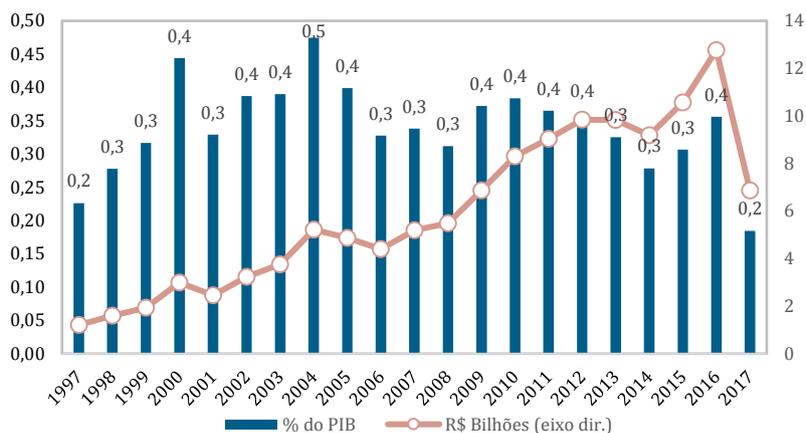


Fonte: Tesouro Nacional e Receita Federal. Elaboração: IFI.

Além da pertinência para análise e simulação dos resultados fiscais de curto prazo, conhecer essas questões importa também para efeito de especificação dos modelos estatísticos de projeção das receitas fiscais, cuja estabilidade e magnitude dos coeficientes estimados pode variar conforme a fonte primária dos dados utilizados. De forma objetiva, além do efeito clássico e possivelmente dominante das restituições de imposto de renda sobre os dados de arrecadação reportados pela STN, o volume de compensações tributárias (que impacta ambas as fontes) deve também ser levado em consideração.

Cruzando dados de ambas as fontes, é possível notar que houve uma quebra abrupta no diferencial de receita com impostos (de renda, em particular) e contribuições (notadamente, Pis/Cofins). Na direção oposta ao verificado em toda a série histórica, desde 1997, a redução das receitas com impostos e contribuições da STN (ante o reportado pela RFB) em resposta aos efeitos das restituições e compensações, está significativamente menor este ano. Conforme destacado no gráfico 6, o recuo do hiato entre essas receitas, de 0,4% do PIB na média histórica, reduziu-se à quase metade no período de janeiro a julho deste ano.

GRÁFICO 6: HIATO DAS RECEITAS ADMINISTRADAS REPORTADAS ENTRE RFB E STN DE JANEIRO A JULHO (% DO PIB E R\$ BILHÕES)



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

Enquanto o hiato de receita para os sete principais tributos administrados e comuns a ambas as fontes¹ foi de R\$ 6,9 bilhões (0,18% do PIB) este ano, de janeiro a julho do ano anterior ele foi praticamente o dobro, de R\$ 12,8 bilhões ou 0,36% do PIB. Esse menor hiato, portanto, na direção oposta ao verificado nos últimos 20 anos, está exercendo pressão positiva sobre o desempenho das receitas administradas e reportadas pela STN ante aquelas divulgadas pela RFB.

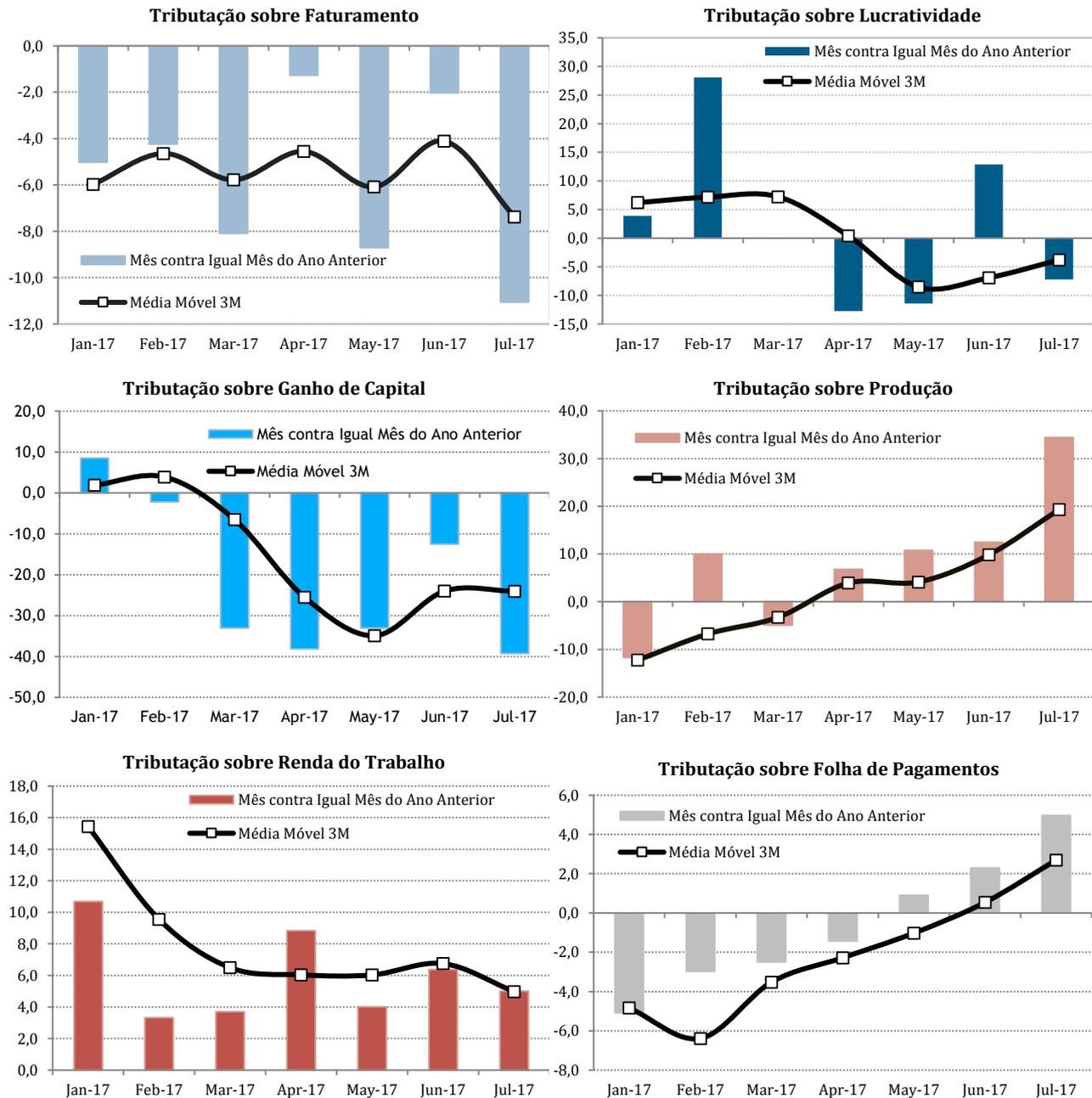
Essa pressão, todavia, não é linear uma vez que as taxas de crescimento mensal reportadas no gráfico 5 sugerem influência de fatores sazonais na arrecadação desses tributos. A discrepância verificada na dinâmica mensal da receita administrada, portanto, impõem certa cautela na impressão ou afirmativa de que os dados de arrecadação federal reportados pela RFB sejam uma *proxy* aderente dos resultados a serem verificados na etapa seguinte, de divulgação dos dados pela STN. Distante de esgotar a análise em torno da dicotomia na arrecadação desses impostos e contribuições, os números denotam maior necessidade de avaliação e cuidado em torno das receitas primárias.

De volta à avaliação dos resultados fiscais mensais, os destaques negativos da arrecadação por natureza econômica devem-se aos tributos incidentes sobre o faturamento (Pis/Cofins) e lucratividade (IRPJ/CSLL) das firmas, equivalentes a cerca de 35/40% da receita total. Ambos seguem registrando médias móveis trimestrais no terreno negativo: -7,2% e -7,4% para os tributos incidentes sobre faturamento e lucratividade, respectivamente. Já a tributação sobre ganhos de capital, a despeito de sua baixa participação (de aproximadamente 5% da receita), tem registrado recuo a taxas substanciais (-24% na média móvel trimestral) e adicionado pressão sobre as receitas primárias.

Na direção oposta, nossos apontamentos revelam que os tributos incidentes sobre produção (avanço de 19,4% na média móvel trimestral), renda do trabalho (avanço de 5%) e folha de pagamento (avanço de 2,8%), tem influenciado positivamente a dinâmica da arrecadação. O gráfico 7, abaixo, sintetiza a evolução dos principais grupos de tributo neste ano.

¹ Os tributos considerados foram os impostos sobre a renda (IR) - tanto de pessoas físicas (IRPF) quanto jurídicas (IRPJ) e retidos na fonte (IRRF) -, produtos industrializados (IPI), operações financeiras (IOF) e importação (II), bem como as contribuições com o Pis/Cofins, CSLL e Cide-combustíveis.

GRÁFICO 7: TAXA REAL DE CRESCIMENTO DOS PRINCIPAIS GRUPOS DE TRIBUTOS, POR NATUREZA ECONÔMICA



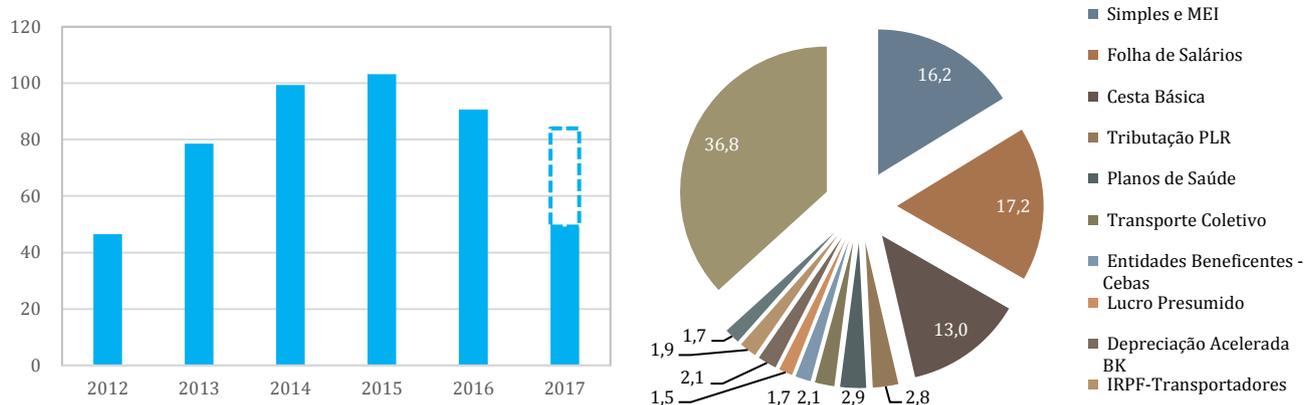
Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

O recuo de 2% no mês e de 1,3% no acumulado no ano da receita bruta, portanto, segue refletindo os efeitos mistos e decorrentes da composição dos principais grupos de tributos. Enquanto a tributação sobre faturamento, lucratividade e ganhos de capital pressionam negativamente a dinâmica de arrecadação, os tributos incidentes sobre produção, renda do trabalho e folha de pagamentos compensam parcialmente esse recuo. Do ponto de vista da receita líquida (-5,5% no

mês e -3,1% no acumulado ano), como parte relevante das transferências a estados e municípios toma como base tributos compartilhados cuja base da tributação é a renda e produção, a queda das receitas verificadas na receita bruta é maior.

Além dos efeitos supracitados, o impacto do volume de desonerações tributárias tem sido significativo. De acordo com dados da RFB, a perda de receita por conta desta política superou pouco mais de R\$ 100 bilhões em 2015 e, desde então, tem apresentado recuo importante. Enquanto o montante alcançou cerca de R\$ 90 bilhões no ano passado, as desonerações devem somar aproximadamente R\$ 84 bilhões neste ano. De janeiro a julho desse ano, a renúncia atingiu R\$ 49,2 bilhões dos quais pouco mais de 45% do total referem-se a apenas três modalidades: 16,2% ou R\$ 8 bilhões devem-se ao simples nacional e microempreendedor individual (MEI), 17,2% ou R\$ 8,5 bilhões à política de desoneração da folha de pagamentos e, 13% ou R\$ 6,4 bilhões à política de desoneração da cesta básica. O gráfico 8, abaixo, revela a composição das desonerações tributárias.

GRÁFICO 8: EVOLUÇÃO ANUAL E COMPOSIÇÃO DAS DESONERAÇÕES DE JANEIRO A JULHO DE 2017 (EM R\$ BILHÕES E PARTICIPAÇÃO)



Fonte: Receita Federal. Elaboração: IFI.

Uma vez compreendida a dinâmica dos resultados da arrecadação, vamos aos resultados da estrutura da despesa pública. A queda real de 4,2% e 0,2% no mês e acumulado no ano (ante iguais períodos do ano anterior), respectivamente, possui, assim como na arrecadação, sinais mistos. Enquanto as despesas com pessoal e transferência de renda, que consomem mais de 75% do gasto primário da União, avançaram 9% e 4,1% no mês (10,9% e 5% no acumulado ano), respectivamente, há recuo substancial nos gastos com subsídios e subvenções ampliadas², PAC (excetuados os gastos do Minha Casa Minha Vida - MCMV) e despesas discricionárias.

A redução de despesas, portanto, tem sido empreendida através do expressivo recuo de despesas relativamente menos relevantes na composição do gasto primário. É o caso, particularmente, dos gastos com subsídios ampliados que tiveram retração de 22,8% (R\$ 2,6 bilhões) e 30% (R\$ 12,1 bilhões) no mês e acumulado no ano, respectivamente, bem como do PAC ex-MCMV que recuou 43,2% (R\$ 1,1 bilhão) e 46,4% (R\$ 9,1 bilhões) na mesma base de comparação.

No gasto discricionário, onde a redução de despesa atingiu 14,4% (R\$ 2,3 bilhões) e 12,4% (R\$ 13,5 bilhões) no mês e acumulado no ano, respectivamente, há redução nos principais ministérios como saúde e educação. Já a ajuda ao estado do Rio de Janeiro de R\$ 2,9 bilhões em julho do ano passado, sem correspondência neste ano, contribuiu ainda para o

² A medida de subsídios ampliados da IFI contempla, além daqueles concedidos para investimento e custeio como o PSI e o Plano Safra, subsídios energéticos (auxílio a CDE), habitacionais (MCMV), desoneração da folha de pagamentos e outros. Em suma, são considerados subsídios adicionais àqueles tradicionalmente apontados no anexo RTN.

recoo das outras despesas de custeio de 55,7% no mês (-R\$ 3 bilhões) e 29,3% no ano (-R\$ 7,4 bilhões). A tabela 2 sintetiza os resultados fiscais do mês e do acumulado nos primeiros sete meses do ano.

TABELA 2: SÍNTESE DO RESULTADO FISCAL DO GOVERNO CENTRAL (A PREÇOS DE JULHO/17)

Rubricas	Mensal					Acumulado no Ano					Taxa de crescimento em 12 Meses (t/t-1)		
	Part. %	Jul-17	Jul-16	Var.	Var. %	Part. %	Jul-17	Jul-16	Var.	Var. %	Jul-17	Jun-17	May-17
Receita Bruta (A)	100.0	108,566	110,811	-2,245	-2.0	100.0	776,554	787,070	-10,516	-1.3	-0.3	-0.6	-1.2
Administrada	60.8	66,040	68,978	-2,938	-4.3	62.6	486,194	487,324	-1,130	-0.2	2.8	2.8	1.3
Previdenciária	27.3	29,637	28,213	1,424	5.0	26.4	205,197	207,053	-1,855	-0.9	-2.6	-3.8	-4.3
Não administrada	11.9	12,888	13,620	-732	-5.4	11.0	85,179	92,704	-7,525	-8.1	-11.1	-10.9	-7.2
Incentivos Fiscais (-)	0.0	0	0	0	-	0.0	-17	-11	-6	-	1,467	1,467	652
Transferências a E&M (B)	100.0	19,435	16,505	2,931	17.8	100.0	136,579	126,679	9,900	7.8	12.3	11.3	10.0
Transferências Constitucionais	82.5	16,034	13,370	2,665	19.9	80.8	110,406	104,389	6,017	5.8	14.5	13.4	12.0
Fundos Constitucionais	3.4	658	557	101	18.1	3.5	4,776	4,484	292	6.5	9.7	8.8	7.9
Salário Educação	4.9	949	936	13	1.4	5.3	7,294	7,435	-141	-1.9	-3.1	-3.7	-4.0
Compensações Financeiras	6.9	1,340	1,100	240	21.8	9.2	12,515	8,805	3,709	42.1	6.5	3.8	2.2
CIDE – Combustíveis	2.2	425	515	-91	-	0.9	1,260	1,289	-29	-	-23.4	7.4	7.4
Demais	0.2	30	26	4	13.9	0.2	328	276	51	18.6	-0.3	-1.0	-0.6
Receita Líquida (C=A-B)	-	89,130	94,306	-5,176	-5.5	-	639,975	660,391	-20,416	-3.1	-13	-12	-11
Despesa Total (D)	100.0	109,282	114,055	-4,773	-4.2	100.0	716,313	718,003	-1,691	-0.2	-1,5	-0,9	-1,9
Pessoal	25.3	27,689	25,391	2,298	9.0	23.0	164,966	148,769	16,196	10.9	7	6	5
Transferência de Renda	49.7	54,360	52,224	2,136	4.1	53.5	382,873	364,557	18,316	5.0	20	23	22
Benefícios Previdenciários	39.5	43,154	40,352	2,802	6.9	42.2	301,948	282,427	19,521	6.9	8	8	8
Abono e Seguro Desemprego	4.0	4,368	5,042	-674	-13.4	4.6	32,667	35,816	-3,149	-8.8	-7	-6	-6
Benefícios assistenciais	4.1	4,527	4,230	297	7.0	4.4	31,353	29,649	1,705	5.7	6	6	6
Bolsa Família	2.1	2,311	2,601	-290	-11.2	2.4	16,904	16,665	239	1.4	13	16	14
Subsídios e Subvenções (ampliado)	8.0	8,688	11,257	-2,569	-22.8	4.0	28,297	40,444	-12,147	-30.0	-63	-60	-62
Discricionárias (exceto Bolsa Família)	12.3	13,390	15,645	-2,255	-14.4	13.3	95,218	108,670	-13,452	-12.4	5	6	6
Legislativo, Judiciário, MPU e DPU	0.9	953	1,035	-82	-8.0	0.9	6,167	7,176	-1,009	-14.1	-2	-3	-3
PAC (exceto MCMV)	1.4	1,481	2,608	-1,127	-43.2	1.5	10,442	19,497	-9,055	-46.4	-18	-15	-13
Créditos Extraordinários (exceto PAC)	0.0	54	210	-156	-74.1	0.1	483	2,620	-2,137	-81.6	-73	-71	-70
Precatórios e Sent. Judiciais	0.2	261	249	12	4.7	1.4	9,968	964	9,004	934.2	78	80	3
Outras de Custeio	2.2	2,407	5,435	-3,028	-55.7	2.5	17,899	25,305	-7,406	-29.3	-35	-25	-22
Resultado Primário (C-D)	-	-20,152	-19,749	-403	-2.0	-	-76,338	-57,612	-18,725	-32.5	-11	-11	-9
Tesouro Nacional e Banco Central		-6,635	-7,610	975	12.8		20,413	17,762	2,651	-14.9	-1	1	3
Previdência Social		-13,517	-12,139	-1,378	-11.4		-96,751	-75,374	-21,377	-28.4	-10	-12	-12

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

2.2 Resultado do Setor Público Consolidado e Dinâmica da Dívida Pública

Em julho de 2017, o setor público consolidado registrou déficit primário de R\$ 16,1 bilhões, um pouco inferior ao déficit do mês anterior de R\$ 19,5 bilhões, mas pior do que o déficit observado em julho de 2016, de R\$ 12,8 bilhões.³ Nos primeiros sete meses do ano de 2017, o déficit primário do setor público consolidado totalizou R\$ 51,3 bilhões que representa uma ampliação de R\$ 14,7 bilhões em relação ao déficit de R\$ 36,6 bilhões nos mesmos meses de 2016. Tal déficit primário de R\$ 51,3 bilhões equivale a pouco menos de um terço (31,5%) da meta de resultado primário de R\$ 161,3 bilhões que vigorar para o ano de 2017, após o Congresso Nacional ter aprovado no dia 5 de setembro de 2017 a proposta do Executivo de alteração da meta originária de R\$ 143,1. Vale destacar que esta nova meta foi fixada em um valor muito próximo da estimativa para o setor público consolidado de R\$ 155,0 bilhões.⁴

³ O conceito de setor público consolidado cobre os governos federais, estaduais e municipais e as empresas estatais não financeiras (excusive Petrobras e Eletrobras). Nesta seção considera-se a estatística de resultado abaixo da linha que é apurada pelo Banco Central, como resultado da diferença entre a variação da dívida pública e os juros devidos pelo setor público. Este cálculo é distinto do acima da linha apurada pela Secretaria do Tesouro Nacional e analisado na Seção 2.1 deste relatório. Por conta das distintas metodologias, há discrepâncias estatísticas entre as duas medidas.

⁴ A seção 3 deste RAF analisa em detalhes a recente alteração das metas de resultado primário para 2017 a 2020.

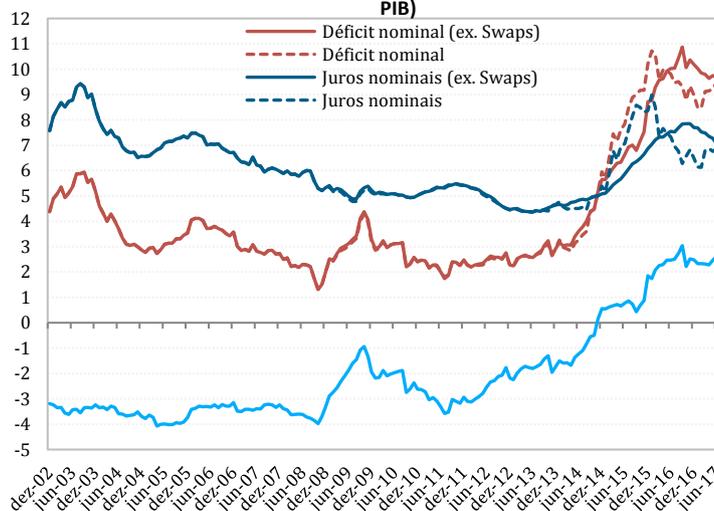
A ampliação do déficit primário, acumulado entre janeiro e julho de 2017, é explicada quase integralmente pela deterioração fiscal na esfera central de governo. Enquanto o déficit primário do governo central passou de R\$ 45,8 bilhões em 2016 para R\$ 68,7 bilhões nos sete meses (acréscimo de R\$ 22,9 bilhões); entre os governos regionais ocorreu o contrário: o superávit primário, no mesmo período, quase dobrou de R\$ 9,8 bilhões para R\$ 18,3 bilhões.⁵

Contudo, quando analisamos os valores acumulados em dozes meses, o déficit primário do setor público de 2,66% do PIB em julho de 2017 está muito próximo do déficit de 2,51% verificado em julho de 2016. O cenário básico projetado pela IFI indica ainda um déficit de R\$ 155,0 bilhões ou 2,4% do PIB para o final de 2017 e, sob a expectativa de um contingenciamento de R\$ 30,5 bilhões, um déficit de R\$ 149,3 ou 2,2% do PIB para 2018. Este cenário sugere que o período recente de deterioração quase contínua dos resultados primários foi interrompido a partir de meados de 2016. Como se pode visualizar no Gráfico 9, o indicador de resultado primário caiu cerca de 6 pontos percentuais do PIB entre os meses de julho de 2011 e de 2016, ao sair de um superávit de 3,6% do PIB para um déficit de 2,5%, sempre aferido no acumulado dos últimos doze meses. Desde então, os déficits primários estão oscilando ao redor de um mesmo patamar, que indica interrupção da tendência de deterioração do período anterior, mas ainda sem indícios contundentes de diminuição. Assim, o cenário atual pode ser caracterizado por certa estabilidade do resultado primário em um patamar elevado de déficit.

Este cenário de relativa estabilidade dos resultados primários contrasta com a trajetória de queda dos juros nominais projetada para os próximos anos, mesmo que em velocidade muito lenta. Para melhor avaliar estas duas variáveis fiscais, é preciso levar em consideração o fato de que nos últimos anos elas foram muito influenciadas pela contabilização das perdas (e dos ganhos) em operações de *swaps* cambiais oferecidas pelo Banco Central.

Por meio dos contratos de *swap* cambial, o Banco Central vem realizando grande volume de operações que equivalem a vender moeda estrangeira no mercado futuro, com o propósito de reduzir a volatilidade e as pressões de desvalorização da taxa de câmbio. Os *swaps* são contratos em que há troca de riscos entre os agentes sendo que, na modalidade mais comum neste período, o Banco Central compromete-se a pagar a valorização da moeda estrangeira durante o período de tempo definido contratualmente e em troca recebe taxa de juros. Por conseguinte, o Banco Central acumula perdas com as operações de *swap* cambial quando a taxa de câmbio se desvaloriza e ganhos quando valoriza. Entre o final de outubro de 2014 e o final de janeiro de 2016, a taxa de câmbio desvalorizou-se de 2,44 para 4,04 (R\$/US\$) e foram registradas perdas acumuladas de R\$ 132,2 bilhões em operações de *swaps* cambiais do Banco Central, as quais aparecem contabilizadas na conta de juros nominais do setor público consolidado. Já no período subsequente, a taxa de câmbio

GRÁFICO 9. RESULTADO PRIMÁRIO E NOMINAL DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (ACUMULADO EM DOZE MESES, % DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

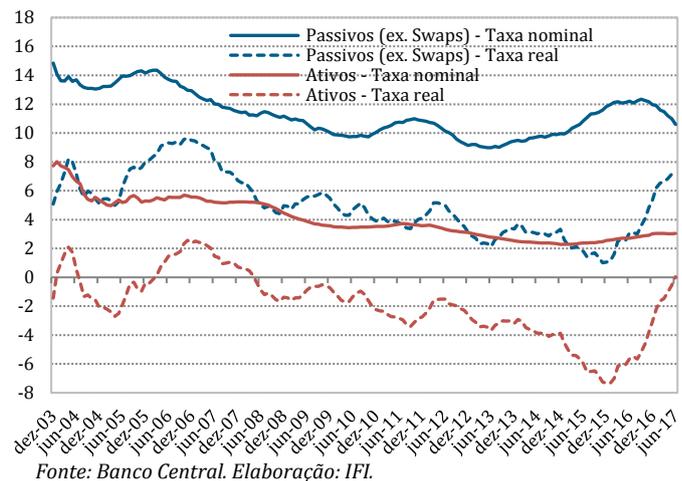
⁵ No RAF, a ser publicada em outubro de 2017, iremos avançar na análise dos determinantes desta trajetória dos indicadores fiscais dos governos regionais, assim como sua distribuição regional e por esfera de governo.

valorizou-se, até fechar julho de 2017 em 3,13 (R\$/US\$). Com isso, as operações de *swaps* cambiais geraram ganhos de R\$ 101,7 bilhões entre fevereiro de 2016 e julho de 2017.

Ao mesmo tempo, o governo é credor líquido em moeda estrangeira (ou seja, as reservas internacionais do País superam a dívida externa federal). Isto faz com que a dívida líquida do setor público (DLSP) reduza (ou aumente) seu valor em moeda nacional sempre que haja desvalorização (ou valorização) da taxa de câmbio. Em outras palavras, as perdas nas operações de *swaps* cambiais, como as verificadas em 2015, têm sido compensadas seja pelo ajuste patrimonial na DLSP ou por ganhos nas mesmas operações de *swaps* ao longo do tempo.

Por este motivo, a análise das séries dos juros e dos déficits nominais excluindo os resultados das operações de *swaps* cambiais no Gráfico 9 permite traçar uma avaliação fiscal mais consistente. O que se vê é que os juros nominais (exclusive *swaps*) passaram a cair lentamente desde outubro de 2016, após atingir o auge da série histórica de 7,9% do PIB, até 7,0% do PIB em julho de 2017. O gráfico 10 apresenta uma decomposição da taxa implícita da DLSP, separando-se a taxa que incide sobre os passivos públicos e a aquela que remunera os ativos do governo, o que ajuda a entender alguns fatores que estão por trás da queda recente nas taxas de juros nominais. A dinâmica dos juros nominais depende basicamente de duas variáveis: o tamanho da dívida e as taxas médias de juros.

GRÁFICO 10. TAXA DE JUROS IMPLÍCITA DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (ACUMULADA EM DOZE MESES)



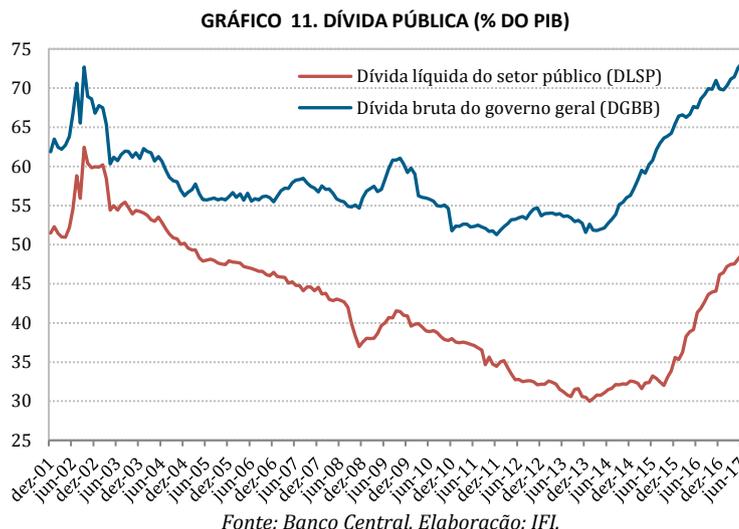
Os dados do Gráfico 10 indicam que as taxas nominais de juros que incidem sobre os passivos públicos começaram a ceder desde outubro de 2016, caindo de uma média de 12,3% nesse mês para 10,4% no mês de julho de 2017, e mais do que compensaram o efeito do crescimento do tamanho da dívida. Esta situação reflete, em grande medida, a atual conjuntura da economia brasileira já analisada na seção 1.2 deste RAF que combina queda da inflação e das taxas (reais) básicas de juros. Na verdade, a reação da taxa implícita dos passivos públicos a esta conjuntura ocorre com certo grau de defasagem porque o estoque corrente da dívida é composto por contratos firmados com diferentes indexadores. No caso dos passivos indexados aos índices de preços (cerca de um quinto do total), a taxa média de juros começou a cair a partir de dezembro de 2015, quando se iniciou a queda na taxa de inflação. Já a rentabilidade dos passivos indexados diretamente à taxa Selic (aproximadamente metade do total) caiu desde a decisão do Banco Central em outubro de 2016 de dar início a um processo de redução da taxa básica de juros. Mais recentemente, em janeiro de 2017, as taxas médias das dívidas prefixadas também começaram a ceder. Nesse sentido, o atual cenário esperado de queda das taxas (reais) básicas de juros com baixa inflação deve manter esta pressão baixista sobre os juros nominais.

O resultado desta combinação de trajetórias de relativa estabilidade dos resultados primários com juros nominais cadentes tem sido a gradual redução dos resultados nominais do setor público (exclusive *Swaps*). Em valores acumulados

em doze meses, esses resultados caíram de 10,1% para 9,6% do PIB, entre outubro de 2016 e julho de 2017 de acordo com os dados do Gráfico 9.⁶

Porém, esta queda tem sido muito lenta e o elevado déficit nominal tende a impor fortes pressões sobre o endividamento nos próximos anos. No mês de julho de 2016, por exemplo, o déficit nominal do setor público consolidado totalizou R\$ 44,6 bilhões (um pouco inferior ao déficit de R\$ 53,4 bilhões em julho do ano passado), e explica quase integralmente o acréscimo na Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) de R\$ 47,5 bilhões, que atingiu R\$ 4.722 bilhões ante R\$ 4.765 bilhões no mês anterior.⁷ No caso da DLSP, o acréscimo foi de R\$ 93,2 bilhões, havendo crescido de R\$ 3.113 bilhões para R\$ 3.206 bilhões de junho a julho de 2017. A diferença entre os acréscimos pelos dois conceitos de dívida pública é explicada

principalmente por ajustes patrimoniais dos ativos públicos que impactaram negativamente a DLSP e não a DBGG – mais precisamente, a valorização da taxa de câmbio de 3,31 para 3,13 (R\$/US\$) entre esses dois meses, o que reduziu o valor das reservas internacionais em moeda nacional. Com isto, o endividamento manteve sua marcha ascendente: a DLSP atingiu 50,1% e a DBGG 73,8% do PIB no mês de julho de 2017, como se pode observar no gráfico 11. Mas importante ainda, o cenário básico da IFI sugere que este crescimento no caso da DBGG deve permanecer até o ano de 2024, como detalharemos na seção 5 que atualiza nossas projeções de endividamento.



⁶ O resultado nominal nada mais é do que a soma do déficit primário com os juros líquidos nominais, sendo que este último corresponde à diferença entre os juros da dívida pagos pelo governo em relação aos juros recebidos pelos ativos públicos.

⁷ A principal diferença dos dois conceitos é que a DBGG só contabiliza os passivos, enquanto a DLSP considera os passivos líquidos dos ativos públicos (por exemplo, as reservas internacionais e os créditos do TN junto ao BNDES). Outra diferença importante é de cobertura. A DBGG considera apenas os passivos do governo geral (federal, estadual e municipal) enquanto a DLSP inclui, além do governo geral, as empresas estatais não financeiras (exclusivamente Petrobras e Eletrobrás) e o Banco Central.