

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

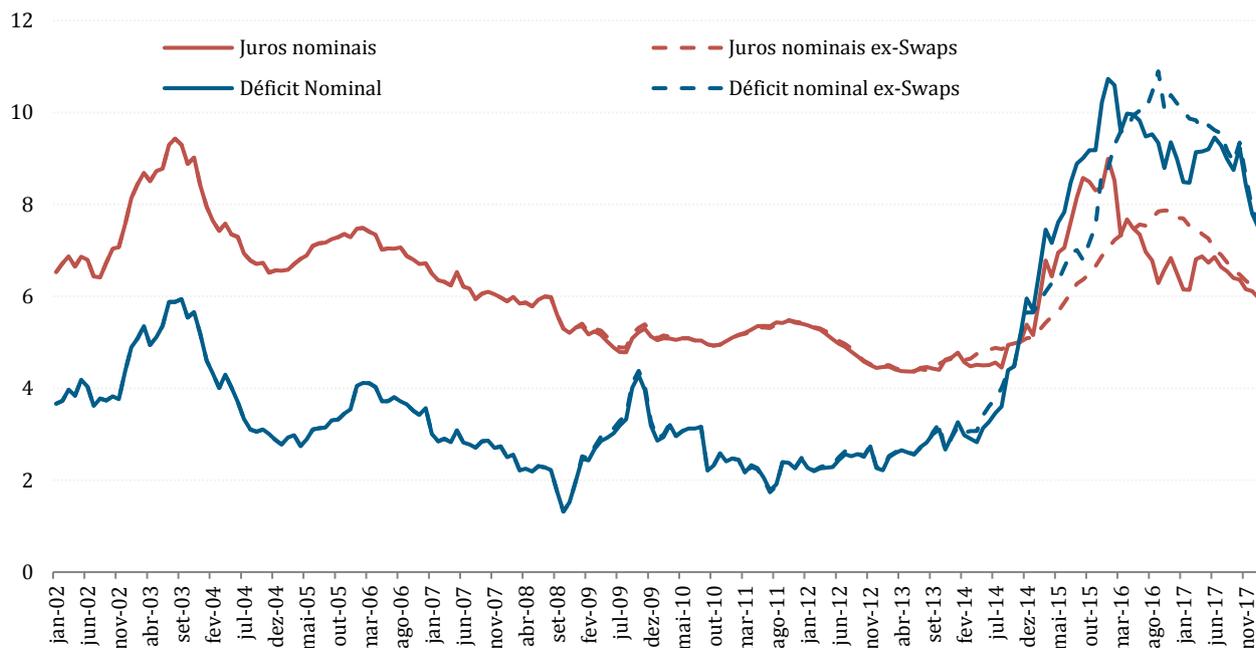
2. CONJUNTURA FISCAL

2.1 Resultado fiscal

Os resultados fiscais de janeiro apresentaram o melhor desempenho mensal desde 1997. O resultado nominal registrou superávit de R\$ 18,6 bilhões (ante déficit de R\$ 0,3 bilhão em jan/17), na esteira do bom desempenho tanto do resultado primário que apontou elevado superávit de R\$ 46,9 bilhões (ante R\$ 36,7 bilhões), quanto do menor ônus com a conta de juro nominal líquido, de R\$ 28,3 bilhões (ante R\$ 36,4 bilhões). A melhoria de R\$ 18,3 bilhões no resultado nominal, portanto, foi influenciada pelo aumento de R\$ 10,2 bilhões no resultado primário e redução de R\$ 8,1 bilhões nos juros.

Para o acumulado em doze meses, o déficit nominal recuou para 7,5% do PIB (ante 8,5% em jan/17) e foi particularmente influenciado pela redução do déficit primário que atingiu 1,5% do PIB (ante 2,3%), seguido pelo recuo mais brando do juro nominal para 6% do PIB (ante 6,15%). Quando descontado o ganho com as operações de swap cambial, de R\$ 5,2 bilhões nos últimos doze meses, o déficit nominal registra 7,6% do PIB (ante 10%). A despeito do progresso em torno das necessidades de financiamento (Gráfico 7), os indicadores para dívida bruta (de 74,5% ante 74% do PIB em dez/17), líquida (de 51,8% ante 51,6% do PIB) e bruta excetuado o volume de reservas internacionais (de 56% ante 55,4% do PIB) registraram novo avanço (Gráfico 8). Na metodologia internacional de dívida bruta¹, que inclui os títulos livres na carteira do Banco Central como passivo do governo geral, a dívida recuou para 82,3% do PIB (ante 83,1%).

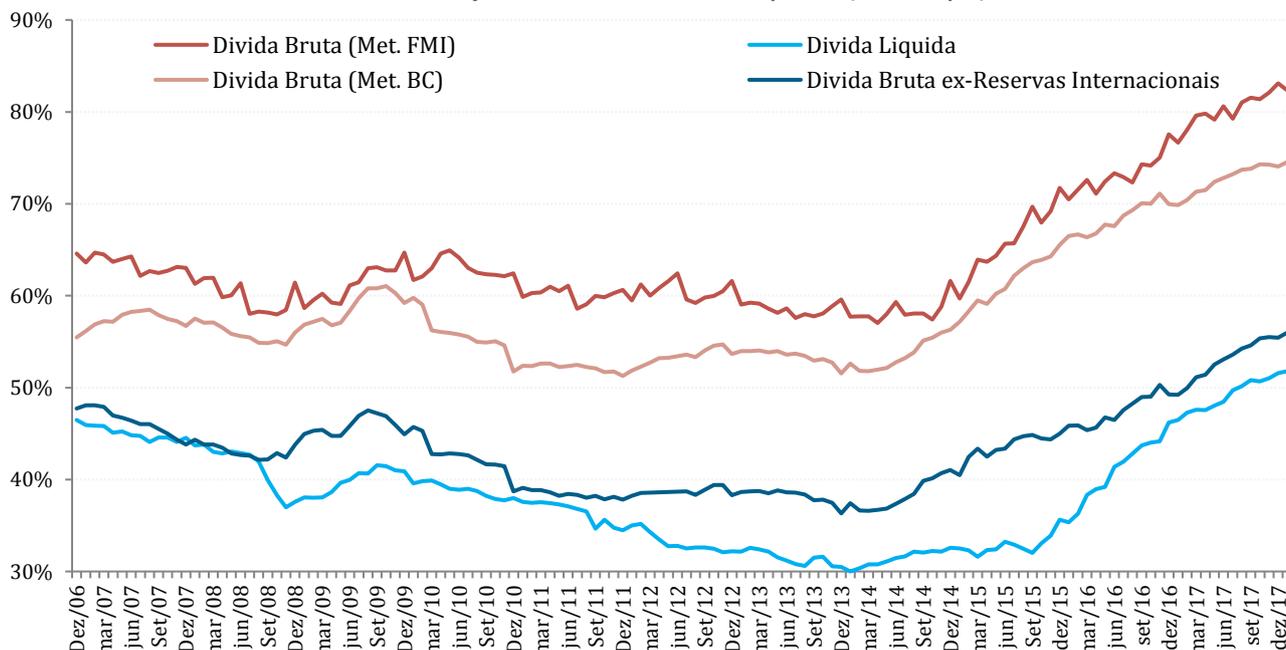
Gráfico 7. Evolução do déficit e juro nominal com e sem swaps cambiais (em % do pib)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

¹ A metodologia internacional de dívida bruta inclui, além das operações compromissadas utilizadas pelo Banco Central para atuação no mercado aberto, os títulos livres na carteira da autoridade monetária.

Gráfico 8. Evolução dos indicadores da dívida pública (em % do PIB)



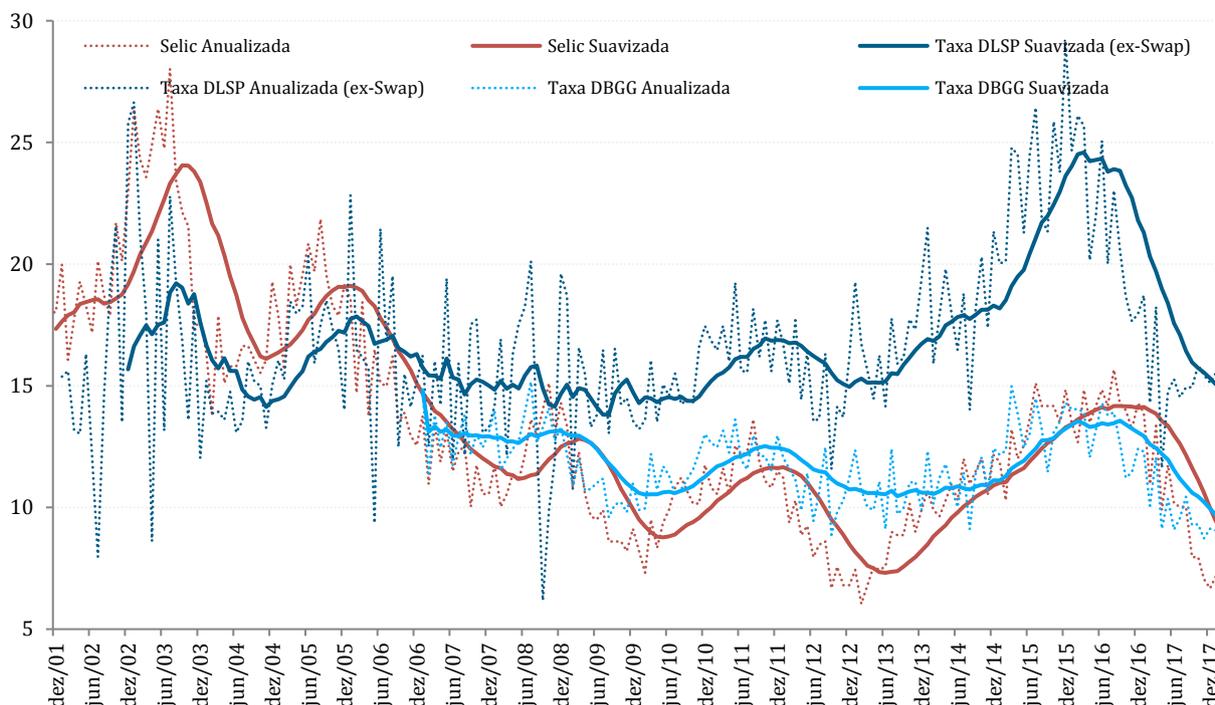
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

Com relação ao custo de rolagem e carregamento da dívida pública (gráfico 9), é importante chamar atenção para o importante recuo observado desde o primeiro trimestre de 2016. Enquanto a taxa nominal de juros para a dívida bruta (DBGG) recuou de 13,5% para 9,7% em janeiro deste ano, bastante próxima da taxa Selic de 9,4% (ambas suavizadas nos últimos doze meses²), a taxa implícita da dívida líquida do setor público consolidado (DLSP)³ saiu de 24,6% para 15% em igual período. Na medida em que a taxa de remuneração dos ativos do setor público não sofreu grandes alterações, a redução do custo de carregamento deve-se, particularmente, à redução dos indexadores da dívida pública como a inflação e a taxa básica de juros. Do ponto de vista prospectivo, a manutenção de taxas reduzidas para rolagem da dívida pública deverá seguir dependente da velocidade e expectativas em torno do processo de consolidação fiscal do país, assim como das condições de liquidez no mercado internacional.

² O cálculo da taxa de juros suavizada é feito através da média da taxa de juros anualizada da dívida. O custo de rolagem anualizado da dívida é estimado através da taxa mensal ponderada doze meses à frente.

³ A taxa implícita mensal da DLSP é calculada através da divisão do juro nominal líquido, pago menos recebido, pelo estoque total da DLSP no mês imediatamente anterior. A sistemática de suavização é igual àquela utilizada no cálculo da dívida bruta: a taxa mensal é anualizada e posteriormente é feita uma média.

Gráfico 9. Evolução do custo de carregamento da dívida pública (taxa suavizada nos últimos 12 meses)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

Do ponto de vista do resultado primário, a melhora de R\$ 10,2 bilhões (para superávit de R\$ 46,9 bilhões) em relação a janeiro do ano anterior foi integralmente influenciada pelo melhor resultado do governo central, uma vez que o avanço no resultado dos governos regionais (para R\$ 10,8 bilhões de superávit) foi equivalente a piora verificada no resultado das empresas estatais federais, de R\$ 0,4 bilhão. Dentre os componentes do resultado do governo central, houve ampliação do déficit previdenciário em R\$ 1,1 bilhão (para R\$ 14,5 bilhões), enquanto o superávit do Tesouro Nacional mais o Banco Central registrou avanço de R\$ 11,3 bilhões (para R\$ 51 bilhões). O progresso observado no resultado primário do governo central é explicado pelo substancial crescimento das receitas, bruta (de 10,7% em termos reais frente jan/17) e líquida (de 11,7%), em detrimento de expansão mais moderada das despesas primárias (1,6%).

Com o intuito de calcular o desempenho da arrecadação mais correlacionada com a atividade econômica, são realizados ajustes não recorrentes como forma de expurgar do resultado o impacto de eventos legais ou temporários que não refletem de maneira apropriada essa relação. Para tanto, levando em conta as receitas com concessões e outorgas, elevação do Pis/Cofins sobre combustíveis, devolução de precatórios não sacados (Lei 13.463/17), bem como o impacto das diferentes edições dos programas de refinanciamento de dívida (“Refis”), é estimada a receita recorrente e livre desses efeitos extraordinários.

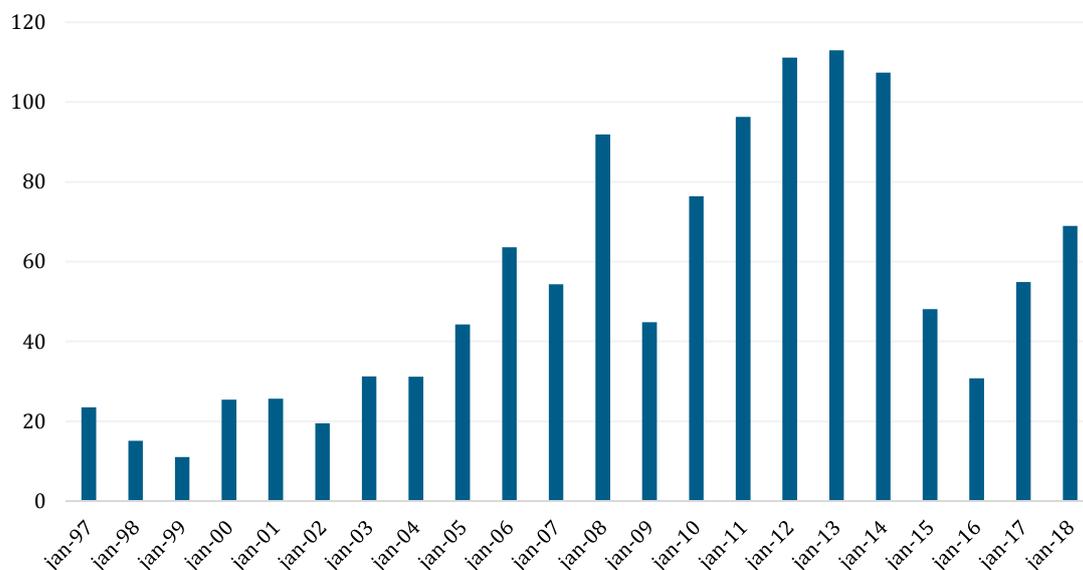
De acordo com os nossos apontamentos, as receitas não recorrentes alcançaram R\$ 12,4 bilhões em janeiro deste ano, ante R\$ 2,8 bilhões (em termos reais), em igual período do ano anterior. A maior contribuição foi dada pelo “Refis”, que registrou receitas de R\$ 8,9 bilhões, com destaque para os programas especiais de parcelamento editados no ano passado (PRT/PERT e os parcelamentos da dívida ativa) que alcançaram R\$ 7,9 bilhões.

Quando descontado o impacto desses eventos com menor correlação com a atividade econômica, o avanço da receita líquida de R\$ 14,2 bilhões (ou 11,7% em termos reais frente à jan/17) recua para R\$ 5,5 bilhões (ou 3,9%). Ou seja, a

recuperação gradativa dos indicadores de atividade econômica tem impactado positivamente o desempenho da arrecadação, porém de forma menos pronunciada que o sugerido pelos dados oficiais.

Vale notar ainda que, na medida em que a cotação do petróleo bruto (tipo Brent) avançou de aproximadamente 55 US\$/ barril em janeiro do ano passado para 69 US\$/ barril este ano (Gráfico 10), expansão de 26%, é interessante conhecer a evolução da receita quando deduzido também esse efeito, mais de preço do que propriamente de quantidade. Nesse sentido, expurgando o avanço de R\$ 2 bilhões ou 35,5% da arrecadação com compensações financeiras, a receita líquida teria avançado R\$ 3,5 bilhões (ou 2,6%) em termos reais, ante os R\$ 5,5 bilhões ou 3,9%. Esse indicador, vis-à-vis os anteriores, parece ser o mais adequado para avaliações em torno do efeito colateral da recuperação econômica sobre a receita primária líquida.

Gráfico 10. Evolução da cotação de petróleo bruto tipo brent (us\$/ barril)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI