

Destaques

- **Retomada das receitas fiscais tende a ser gradual.**
- **Corte no orçamento de R\$ 42,1 bilhões deve levar ao cumprimento da meta fiscal.**
- **IPRO: novo indicador calculado pela IFI avalia evolução da prudência orçamentária.**
- **O uso do resultado do Banco Central tem efeito fiscal relevante e merece melhor regramento.**

Sumário

- Apesar da queda da inflação e da taxa de juros abrir espaço para a volta do crescimento econômico, **a retomada deve ocorrer de maneira gradual**, em razão, principalmente: i) da necessidade de redução da alavancagem de empresas e famílias; ii) da dificuldade do governo em promover estímulos, à luz do processo de consolidação fiscal; iii) da permanência de elevado desemprego; e iv) da baixa ocupação da capacidade instalada.
- Nossos estudos apontam que a **absorção doméstica (consumo e investimento) é o grande motor das receitas fiscais**, mais do que propriamente o PIB real. Assim, a composição do crescimento econômico importa na gestão das contas públicas. Diante da recuperação gradual esperada para os indicadores do mercado de trabalho, a retomada das receitas fiscais será igualmente prolongada.
- O corte de R\$ 42,1 bilhões anunciado pelo governo é uma medida positiva. **O número veio em linha com o estimado pela IFI no Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de fevereiro (R\$ 38,9 bilhões)** e deverá ser suficiente para levar ao cumprimento da meta fiscal (R\$ 139,0 bilhões). As novas receitas estimadas pelo governo estão muito mais próximas das estimativas da IFI, o que se deve à forte revisão da estimativa para o PIB contida na Lei Orçamentária Anual (LOA).
- O IPRO – Indicador de Prudência Orçamentária proposto pela IFI – aponta que, de 2001 a 2010, houve um **comportamento conservador na elaboração do orçamento em 70% dos casos**. De 2011 a 2016, o uso de táticas alternativas no manejo da política fiscal e orçamentária colocou o IPRO em campo negativo. Em 2017, o último decreto já torna o indicador positivo.
- A relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central se processa de vários modos, com destaque para a distribuição do resultado do segundo ao primeiro. No Brasil, esse resultado se tornou bastante imprevisível por conta dos **efeitos da taxa de câmbio sobre o valor em real das reservas internacionais** depositadas no Banco Central. O uso desses recursos pelo Tesouro pode resultar em efeitos importantes sobre a política fiscal.

COMISSÃO DIRETORA DO SENADO FEDERAL

PRESIDENTE

Senador Eunício Oliveira (PMDB-CE)

1º VICE-PRESIDENTE

Senador Cássio Cunha Lima (PSDB-PB)

2º VICE-PRESIDENTE

Senador João Alberto Souza (PMDB-MA)

1º SECRETÁRIO

Senador José Pimentel (PT-CE)

2º SECRETÁRIO

Senador Gladson Cameli (PP-AC)

3º SECRETÁRIO

Senador Antonio Carlos Valadares (PSB-SE)

4º SECRETÁRIO

Senador Zeze Perrella (PMDB-MG)

SUPLENTE DE SECRETÁRIO

1º SUPLENTE

Senador Eduardo Amorim (PSDB-SE)

2º SUPLENTE

Senador Sérgio Petecão (PSD-AC)

3º SUPLENTE

Senador Davi Alcolumbre (DEM-AP)

4º SUPLENTE

Senador Cidinho Santos (PR-MT)

Secretário-Geral da Mesa

Luiz Fernando Bandeira de Mello

Diretora-Geral

Ilana Trombka

Secretaria de Comunicação Social

Angela Brandão

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE

Diretor-Executivo

Felipe Scudeler Salto

Analistas

Carlos Eduardo Gasparini | Daniel Veloso Couri | Gabriel Leal de Barros | Josué Alfredo Pellegrini

Layout e diagramação: SECOM/COMAP

Apresentação

O RAF – Relatório de Acompanhamento Fiscal de abril analisa mais detidamente a relação entre o crescimento econômico e as receitas fiscais. O segundo tema tratado é o contingenciamento orçamentário anunciado recentemente pelo governo. Apresentamos, ainda, o cálculo de um novo indicador sobre prudência orçamentária (IPRO) e, finalmente, um *box* especial sobre o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central.

O corte no orçamento anunciado ficou em R\$ 42,1 bilhões, bem próximo da estimativa da IFI divulgada no RAF de fevereiro (R\$ 38,9 bilhões). As novas receitas projetadas pelo governo convergiram para as estimativas divulgadas no RAF de fevereiro, o que torna o cenário fiscal oficial para 2017, a nosso ver, mais realista.

As diferenças que remanescem entre os números da IFI e os novos números do governo concentram-se particularmente na projeção de receitas não recorrentes. As projeções das despesas primárias totais estão próximas (fruto da aplicação direta da regra do teto), assim como as receitas administradas, mais ligadas à projeção do PIB. Essa equiparação é consequência natural da revisão da projeção do governo para o crescimento do PIB: de 1,6% para 0,5% (o número da IFI, conforme divulgado em fevereiro, continua em 0,46%).

Quanto ao IPRO, ao tomar por base os últimos 16 anos do processo orçamentário, avaliamos a condução da política fiscal quanto à prudência no processo de elaboração das projeções de receitas e fixação de despesas pelas autoridades fiscais.

Por fim, exploramos – com o compromisso de publicar um Estudo Especial mais aprofundado sobre o tema – o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Trata-se de um assunto essencial para compreender a dinâmica das contas públicas no Brasil.

Felipe Scudeler Salto

Diretor-Executivo

Contexto macroeconômico

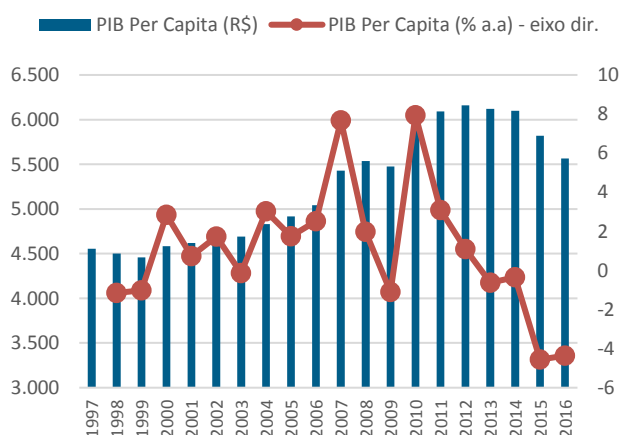
Atividade

Olhando para o retrovisor, o PIB do quarto trimestre de 2016 recuou 0,9% (após ajuste sazonal) em relação ao período imediatamente anterior, abaixo da mediana das estimativas de mercado coletadas pela Agência Estado (-0,5%). Nessa base de comparação, o PIB já diminuiu sistematicamente há oito trimestres.

Em relação ao quarto trimestre de 2015, o recuo foi de 2,5%, resultando em variação acumulada de -3,6% em 2016, praticamente a mesma magnitude que a verificada em 2015 (-3,8%). A queda do produto nos últimos dois anos chegou a 7,4%, o que fez com que o nível do indicador voltasse ao patamar de meados de 2010. Se levado em consideração o PIB *per capita*, que já vem diminuindo desde 2014, a perda é da ordem de 9,0% (Gráfico 1).

Além de reafirmar a profundidade da recessão iniciada tecnicamente no segundo trimestre de 2014 – de acordo com o mapeamento realizado pelo Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE) da FGV –, a surpresa negativa com o resultado do PIB do quarto trimestre deixou um carregamento estatístico (*carry over*) muito desfavorável para 2017, calculado em -1,1%. Isso significa que se não houver crescimento ao longo dos próximos quatro trimestres, mantido, portanto, o patamar do período final do ano passado, a variação real do PIB em 2017 seria de -1,1% apenas pelo efeito carregamento.

GRÁFICO 1. EVOLUÇÃO DO PIB PER CAPITA NOS ÚLTIMOS 20 ANOS



Fonte: IBGE. Elaboração IFI.

Apesar da recuperação delineada nos índices de confiança de produtores e consumidores, dos sinais de estabilização que aparecem nos indicadores de alta frequência, como na dinâmica das vendas de veículos (Fenabreve) e da produção industrial (PIM-IBGE), bem como da expectativa de recomposição das safras de grãos (LSPA-IBGE) – vetores que apontam para um cenário de expansão do nível de atividade nos próximos trimestres – a herança estatística do PIB do quarto trimestre de 2016 amplifica o esforço necessário para que a economia volte a crescer.

Pela ótica da oferta, a contração do PIB em 2016 foi generalizada entre a agropecuária (-6,6%), a indústria (-3,8%) e os serviços (-2,7%). Detendo-se ao resultado do quarto trimestre, o crescimento da agropecuária na margem, após quedas sucessivas desde o início de 2016, foi insuficiente para levar o PIB ao terreno positivo, uma vez que os setores de maior representatividade no valor adicionado ainda apresentaram contribuições negativas relevantes.

O setor de serviços retraiu 0,8%, com queda generalizada entre os segmentos. As variações mais expressivas partiram dos serviços de informação (-2,1% em relação ao terceiro trimestre) e transportes, armazenagem e correio (-2,0%), rubricas influenciadas em grande medida pelo baixo dinamismo da atividade industrial, embora as linhas de comércio (-1,2%) e outros serviços (-0,9%), refletindo mais diretamente o ambiente de distensão no mercado de trabalho, tenham intensificado o ritmo de queda.

Na indústria, a despeito da elevação observada no PIB do setor extrativo (0,7%) - já pelo terceiro trimestre consecutivo -, sobressaíram-se as influências negativas nos vetores da construção civil (-2,3%) e da indústria de transformação (-1,0%).

Olhando para frente, a agropecuária tende a impulsionar, direta e indiretamente, o PIB ao longo de 2017. O IBGE, no Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de fevereiro, estima que a safra de grãos deste ano deve aumentar 21,8% em relação a 2016 (184 milhões de toneladas), com aumento recorde esperado para a produção. A perspectiva de recomposição das colheitas (que no ano passado sofreram com a estiagem nas principais áreas produtoras) deve ainda se propagar sobre alguns setores

da indústria, como uma parcela dos segmentos de máquinas e equipamentos e automotivo, por exemplo.

Além dos efeitos indiretos derivados da recomposição da safra, a atividade industrial também será impulsionada pelo dinamismo do setor extrativo. A maturação de projetos de investimento, em especial o início do projeto S11D no complexo de Carajás no Pará, deve ser destacada.

Também é importante mencionar o efeito positivo sobre a atividade econômica derivado da trajetória de alta dos termos de troca (relação entre os preços das exportações do País e os de suas importações), que vem sendo sustentada desde a segunda metade do ano passado (Gráfico 2).

GRÁFICO 2. EVOLUÇÃO MENSAL DOS TERMOS DE TROCA (ÍNDICE 2010=100)



Fonte: Ipeadata e Funcex. Elaboração: IFI.

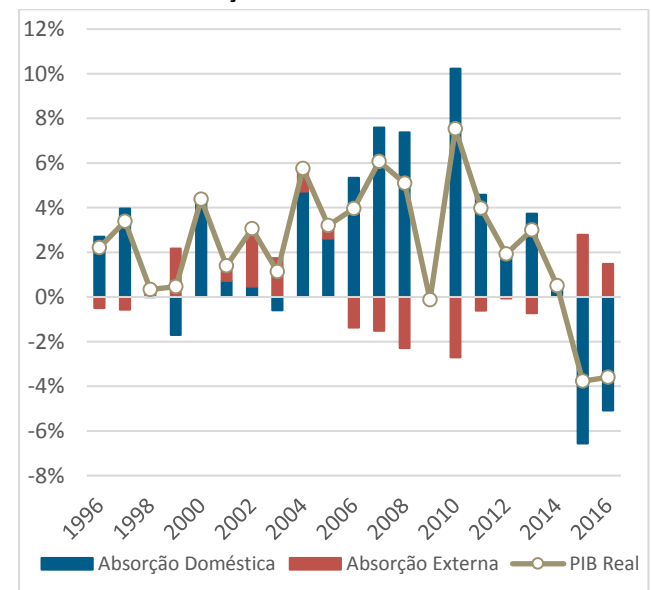
A elevação nos preços das *commodities*, sobretudo do minério de ferro, amplia a rentabilidade nos setores exportadores associados e propaga, ainda que de maneira defasada, efeitos multiplicadores sobre os investimentos e o consumo.

A agropecuária e parte da indústria, portanto, são os setores que devem gerar algum alento mais imediato à economia em 2017, o que já deve ser observado nos números do primeiro trimestre. A velocidade de recuperação e a inclinação da trajetória de crescimento ao longo do ano, de todo modo, também está condicionada à capacidade de reação da demanda agregada.

Analisando os resultados das Contas Nacionais pela ótica da demanda, em 2016, observa-se retração do consumo das famílias pelo segundo ano consecutivo (-4,2% versus -3,9% em 2015) e do consumo do governo (-0,6% versus -0,1%). A formação bruta de capital fixo registrou queda ainda mais expressiva (-10,2% versus -13,9%), acumulando, desde 2014, ano em que o indicador entrou no terreno negativo, variação real de -25,9%. Os investimentos, dessa forma, retrocederam para o nível observado em 2009.

A absorção doméstica, conceito que corresponde ao gasto total em consumo e investimentos, incluindo o governo, recuou 5,1% em 2016 (ante -6,6% em 2015), apontando variação real inferior ao PIB nos últimos dois anos (gráfico 3). As exportações líquidas, por sua vez, expandiram-se em 1,5%, resultado, em maior grau, da diminuição das importações de bens e serviços (-10,3%).

GRÁFICO 3. VARIAÇÕES ANUAIS DO PIB, ABSORÇÃO DOMÉSTICA E ABSORÇÃO EXTERNA



Fonte: IBGE - Contas Nacionais Trimestrais. Elaboração: IFI.

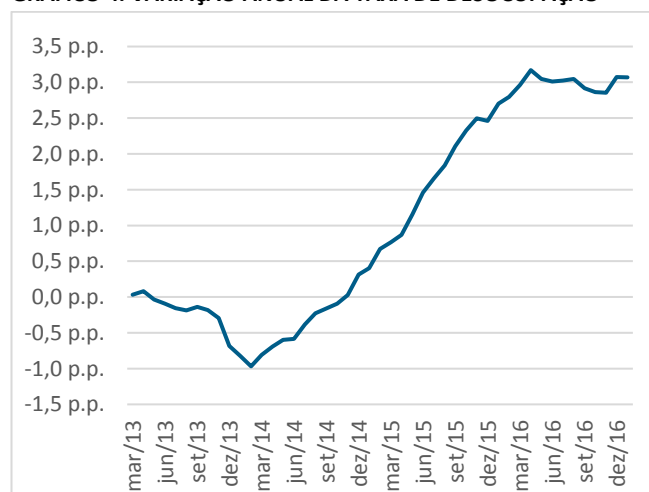
A queda mais persistente da inflação e o corte da taxa básica de juros devem estimular o consumo, porém os efeitos da recomposição do poder de compra dos salários e da redução do custo de novas concessões de crédito sobre a demanda devem levar algum tempo para se materializar.

Como fonte adicional de estímulo ao consumo, vislumbra-se um efeito da medida que possibilita o saque de recursos de contas inativas do FGTS. No entanto, o efeito observado tende a ser menor que seu potencial,

uma vez que o elevado comprometimento de renda das famílias com dívidas bancárias tende a fazer com que parte dos recursos sejam direcionados para a quitação dos débitos.

O aumento da taxa de desocupação e a queda da massa de salários são fatores que também inibem o ímpeto de demanda no curto prazo. Em janeiro de 2016, a taxa de desocupação apurada pela PNAD Contínua atingiu 12,6% da força de trabalho (maior nível da série iniciada em março de 2012), o que representou alta de 3,1 p.p. em relação ao mesmo período de 2016 (Gráfico 4).

GRÁFICO 4. VARIAÇÃO ANUAL DA TAXA DE DESOCUPAÇÃO



Fonte: IBGE – PNAD Contínua. Elaboração IFI.

Apesar dos sinais emitidos pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados - Caged de que o ritmo acentuado de demissões no mercado formal tem perdido força, o desemprego deve permanecer elevado nos próximos meses. Essa conclusão é reforçada pelo fato de que pessoas até então inativas devem voltar a tomar providências efetivas de busca por trabalho.

Especificamente sobre a dinâmica dos investimentos, as inversões no segmento de bens de capital são limitadas pelo elevado grau de ociosidade que a indústria atingiu, o que deve permitir uma retomada de produção sem a necessidade de ampliação de capacidade instalada no curto prazo². Os impactos das concessões de projetos de infraestrutura à iniciativa privada, por sua vez, se

materializarão na formação bruta de capital fixo em um horizonte mais longo.

Em linhas gerais, apesar da queda da inflação e da taxa de juros abrir espaço para a volta do crescimento, a retomada da absorção doméstica deve ocorrer de maneira gradual por diversos fatores, dentre os quais é possível destacar: i) a necessidade de redução da alavancagem de empresas e famílias; ii) a ausência de capacidade do governo em promover estímulos, à luz do processo de consolidação fiscal; iii) a permanência do desemprego em patamares elevados; e iv) a baixa ocupação da capacidade instalada que detém os investimentos.

Diante dessas condições, existe a possibilidade que a dinâmica de consumo e investimentos evolua novamente abaixo do PIB. Esse mapeamento é relevante, como veremos adiante, no sentido de que deve continuar gerando implicações sobre as receitas fiscais.

Sensibilidade das receitas fiscais à atividade econômica

A correlação positiva entre o crescimento da economia e o desempenho das receitas fiscais é amplamente conhecida. Quanto mais dinâmico o PIB, maior tende a ser a arrecadação. Contudo, vale notar que a resposta das receitas fiscais ao impulso do crescimento econômico depende de sua composição. Diferentes tipos de expansão econômica produzem impactos igualmente distintos na arrecadação de impostos, dada a estrutura do sistema tributário.

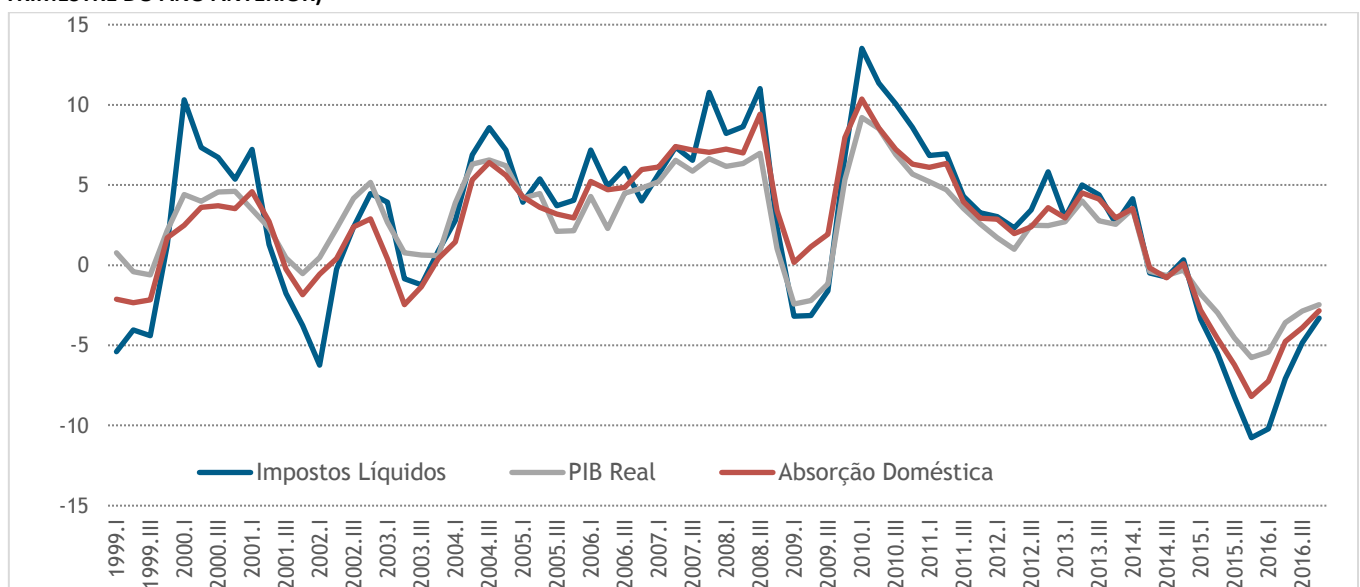
De forma sintética, os dados mostram que, como a carga tributária sobre as exportações líquidas é limitada, a variável econômica mais relevante para avaliar o efeito colateral sobre as receitas fiscais é a absorção doméstica (composta pelo consumo das famílias, do governo e investimentos). Avaliando de forma mais detalhada os componentes dessa absorção nos últimos 21 anos, de 1996 a 2016 (Gráfico 6), temos que o fator que mais contribuiu para o crescimento econômico foi o consumo das famílias, seguido pelos investimentos.

² A esse respeito, ver box “Relações dinâmicas entre o NUCI e o investimento em bens de capital no Brasil” do relatório de inflação do Banco Central de março de 2017. Disponível em <http://bit.ly/2nHhvoj>.

A relação entre essas variáveis macroeconômicas pode ser melhor compreendida através do Gráfico 5. A arrecadação de impostos líquida de subsídios concedidos a produtos e a produção das contas nacionais (que inclui as três esferas de governo) parece caminhar mais alinhada à absorção doméstica do que ao PIB propriamente dito. Ou seja, num cenário onde o crescimento da economia não é liderado pelos

investimentos e/ou pelo consumo das famílias, mas sim pelo canal das exportações líquidas, que são pouco tributadas, a sensibilidade das receitas é notadamente menor.

GRÁFICO 5. TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB, ABSORÇÃO DOMÉSTICA E ARRECADAÇÃO LÍQUIDA DE IMPOSTOS (TRIMESTRE VS IGUAL TRIMESTRE DO ANO ANTERIOR)



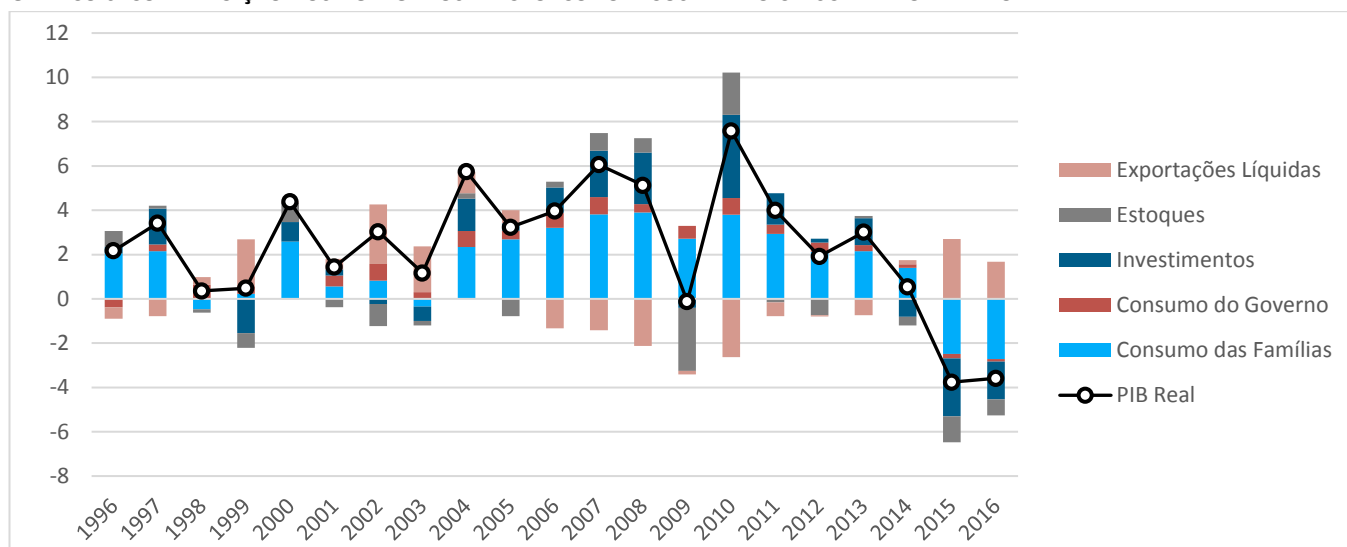
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A despeito de ambas as variáveis, absorção e crescimento real do PIB, caminharem muito próximas da arrecadação de impostos líquidos de subsídios, a identificação visual notoriamente aponta maior correspondência das receitas com a absorção doméstica do que com o crescimento real do PIB. Utilizando dados trimestrais para três períodos: I, de 1999 a 2016; II, de 2000 a 2008; e III, para o período pós-crise, de 2009 a 2016; encontramos coeficientes menores para absorção do que para o PIB. Enquanto na média dos três períodos a sensibilidade da arrecadação líquida de impostos é de

1,24 para a absorção doméstica, ela é de 1,55 para o crescimento real do PIB.

A estabilidade desses coeficientes que, vale lembrar, tratam da sensibilidade das receitas líquidas de impostos das três esferas de governo, parece regular, uma vez que o intervalo de variação nos distintos períodos é pequeno: é de 1,28, 1,20 e 1,26 nos períodos I, II e III, respectivamente, para a absorção, e de 1,52, 1,59 e 1,54 em iguais períodos para o PIB real.

GRÁFICO 6. CONTRIBUIÇÃO DOS AGREGADOS MACROECONÔMICOS PARA O CRESCIMENTO REAL DO PIB

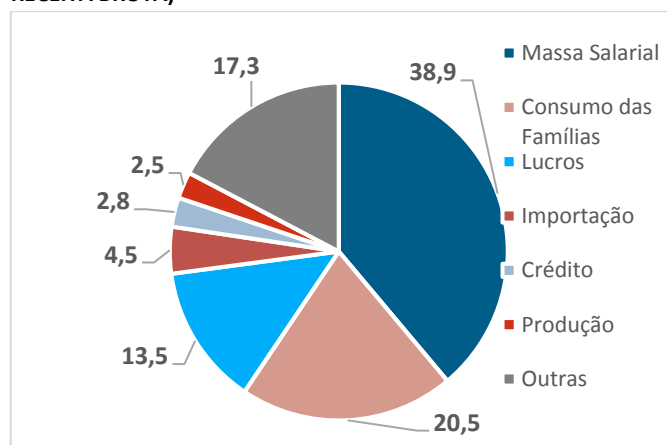


Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Importa notar que as elasticidades aqui reportadas diferem, por construção, daquelas realizadas e reportadas no RAF de fevereiro da IFI. Naquela ocasião, destaca-se, as elasticidades calculadas tratavam da receita administrada (ex-previdência) exclusivamente do governo central, reportadas pela Secretaria da Receita Federal. Portanto, diante da manifesta distinção conceitual, não deve o leitor embaralhar os (distintos) conceitos.

Antes de avaliar os fatores condicionantes da dinâmica do consumo das famílias, importa sublinhar que parte relevante do ciclo econômico favorável durante parte deste período decorreu, reconhecidamente, do aprofundamento da estabilidade macroeconômica do país: iniciada em 1994 com o Plano Real e fortalecida no final da década de 90 com o Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal dos Estados (PAF), em 1997, cujo processo foi coroado com a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em 2000.

GRÁFICO 7. COMPOSIÇÃO DAS PRINCIPAIS BASES TRIBUTÁRIAS DAS RECEITAS PRIMÁRIAS DA UNIÃO (PARTICIPAÇÃO NA RECEITA BRUTA)



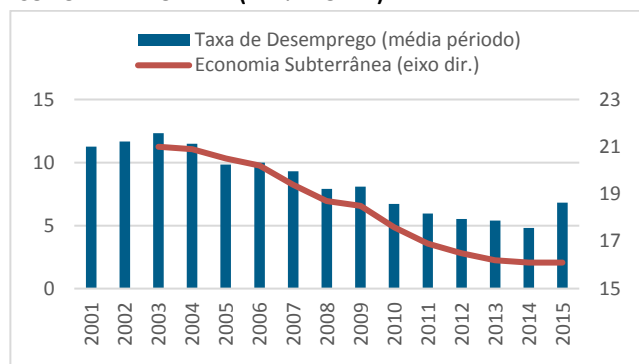
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Uma vez instaladas as bases da estabilidade de preços e do equilíbrio fiscal, seus efeitos foram sendo gradual e sistematicamente sentidos na economia real, em particular no mercado de trabalho. Na medida em que a massa de rendimentos e o consumo das famílias são as duas principais alavancas para as receitas do governo central, responsáveis por cerca de 60% das receitas primárias (Gráfico 7), seu desempenho contribuiu de forma particular para o bom dinamismo da arrecadação.

Adicionalmente, vale notar que o processo de expansão continuada dos termos de troca como reflexo da substancial melhora nos preços das commodities – grande vantagem comparativa da economia brasileira –,

de 2004 a 2011, também contribuiu para elevar a base de lucro das empresas e, por sua vez, das receitas primárias do governo central.

GRÁFICO 8. EVOLUÇÃO DA TAXA DE DESEMPREGO (EM %) E ECONOMIA INFORMAL (EM % DO PIB)



Fonte: IBGE e ETCO/FGV/IBRE. Elaboração: IFI.

Dentre os indicadores macroeconômicos que nos permitem avaliar a magnitude do processo de melhora no mercado de trabalho e, por consequência, de parte substancial das receitas federais, temos a taxa de desemprego, a massa de rendimentos e a redução da informalidade³. Enquanto a taxa de desemprego apurada nas principais regiões metropolitanas recuou de 12,3% em 2003 para 4,8% em 2014, houve recuo de quase 5 pontos percentuais da economia informal (de 21% para 16,1% do PIB). Já a massa real de rendimentos, resultante tanto do avanço da população ocupada (de 2,1% a.a. em média) quanto do rendimento médio real (de 2,7% a.a.), avançou cerca de 5 pontos acima da inflação de 2004 a 2014.

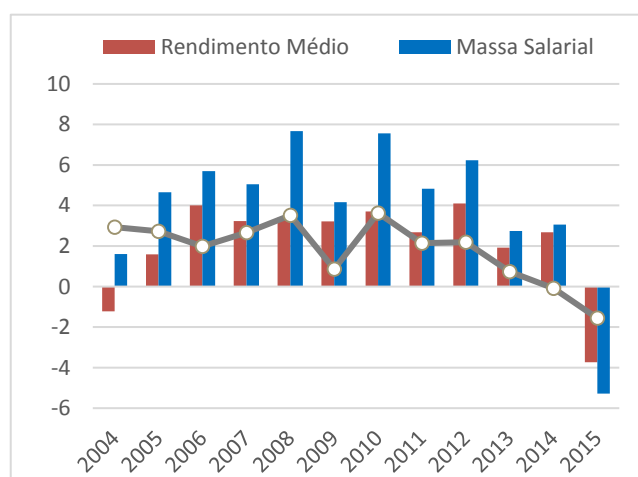
Esta dinâmica positiva do mercado de trabalho, somada ao período de maior crescimento econômico mundial e melhora de nossos termos de troca (conforme apontado no Gráfico 2), contribuíram para que o processo de vigorosa expansão da taxa de crescimento da receita líquida do governo central fosse, em média, 6,9% a.a. acima da inflação no período de 1999 a 2008. A partir da crise de 2009, diante de novo cenário econômico internacional e das alterações no arranjo

³ A redução da informalidade aqui é evidenciada através do índice de economia subterrânea, indicador produzido pelas instituições: Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (IBRE/FGV) e Instituto Brasileiro de Ética Concorrencial (ETCO). O índice engloba atividades tanto legais (que evadem tributos) quanto ilegais (como contrabando, venda de drogas, jogo e outras). Maiores detalhes em <http://bit.ly/2o861iF>.

macroeconômico doméstico, cujas renúncias fiscais registraram firme avanço, houve gradual esgotamento do processo virtuoso de crescimento das receitas primárias.

A despeito de revisões importantes no volume de renúncias fiscais, iniciadas em 2015, o montante ainda é significativo: aproximadamente R\$ 280 bilhões ou 4,3% do PIB, de acordo com o anexo IV da LDO 2017⁴. Ademais, é consenso entre distintos economistas que o potencial de crescimento da economia brasileira reduziu-se pela metade, de cerca de 4% para 2%. Apesar do recente conjunto positivo de medidas adotadas⁵ para reverter essa trajetória, seus efeitos deverão ser graduais sobre a economia real, notadamente em função da duração e severidade do atual ciclo recessivo.

GRÁFICO 9. EVOLUÇÃO DE INDICADORES SELECIONADOS DO MERCADO DE TRABALHO (EM %)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Do ponto de vista prospectivo, os sinais captados pelos componentes da absorção doméstica são tênues, reforçando a percepção de lenta e gradual recuperação. Diante da relação da absorção com as receitas fiscais, conforme explicitamos nesta seção, sua recuperação deverá seguir ritmo semelhante. Nota-se, particularmente no consumo do governo, que o processo de consolidação fiscal inaugurado em 2015 e reforçado

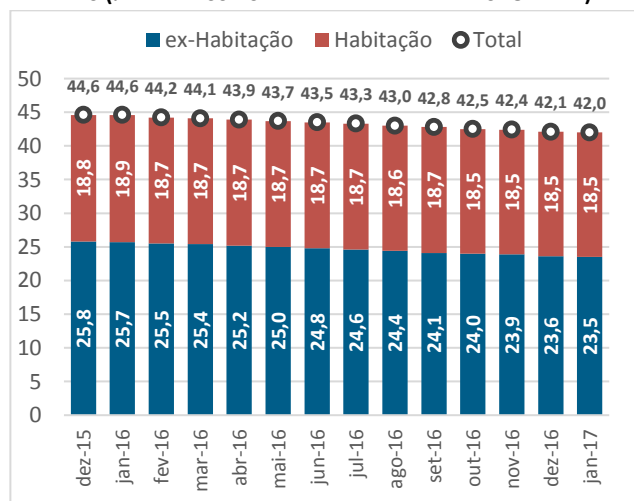
⁴ Para maiores detalhes, acesse <http://bit.ly/2nzWeAz>.

⁵ Aprovação do novo regime fiscal através da EC 95/16, que institui o teto de gastos, proposição de uma adequada reforma previdenciária e trabalhista, bem como o aperfeiçoamento do regime de terceirização, além do avanço inicial na agenda microeconômica.

pela aprovação da EC 95/166, que institui o novo regime fiscal por vinte anos, são âncoras relevantes para a sustentada contribuição negativa desse componente.

Já os investimentos, conforme sublinhamos nos parágrafos acima, deverão ter retomada lenta em função da ociosidade elevada na economia e, mesmo a importante agenda de concessões, levará algum tempo para sensibilizar a formação bruta de capital fixo. Quanto ao consumo das famílias, sua retomada será especialmente lenta face tanto à perspectiva de desemprego ainda elevado para este ano quanto aos elevados níveis de endividamento e comprometimento da renda, de 42% (23,5% sem financiamentos habitacionais) e 21,7% (19,2%), respectivamente (Gráficos 10 e 11).

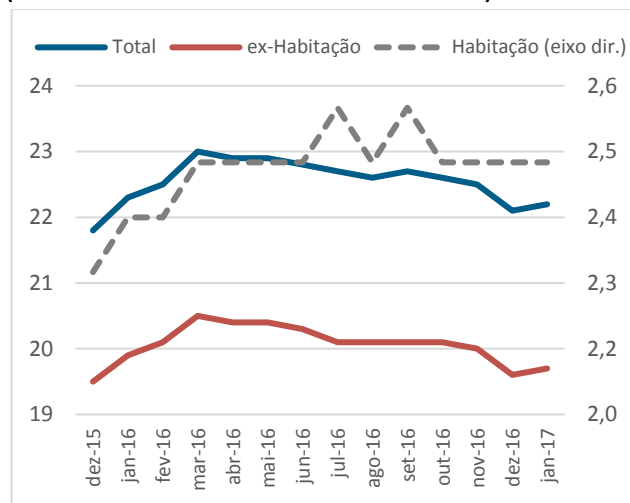
GRÁFICO 10. EVOLUÇÃO DO NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS (% DA MASSA SALARIAL AMPLIADA DISPONÍVEL)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Em síntese, a recuperação da absorção doméstica, bem como seus efeitos positivos sobre a arrecadação líquida de impostos será vagarosa. Esta interdependência, como pode ser percebido, suaviza a potencial contribuição da recuperação das receitas primárias recorrentes para o resultado primário. De outra forma, a sensibilidade das receitas ao crescimento da economia não deverá repetir o bom desempenho do passado, ao menos em prazo curto.

GRÁFICO 11. EVOLUÇÃO DO COMPROMETIMENTO DA RENDA (% DA MASSA SALARIAL AMPLIADA DISPONÍVEL)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Nesse sentido, assumindo o cenário de manutenção da meta fiscal, seu atingimento deve demandar o apoio de novas medidas, como: relevante corte de gastos, elevação de alíquotas tributárias, reversão de renúncias fiscais, viabilização de novas receitas não recorrentes ou uma combinação delas.

A necessidade de adoção de medidas extras para atingir o resultado fiscal, nota-se, decorre da adoção de uma meta fiscal mais ambiciosa, no curto prazo, que o teto de gastos definido pela EC 95/16. Ademais, o ritmo e a composição da recuperação econômica têm sido menores que o previsto em diferentes fases do processo orçamentário (conforme detalhado na seção Contingenciamento). Em resumo, estas são as destacadas razões para a atual complexidade fiscal.

Resultados fiscais mensais

Resultado primário

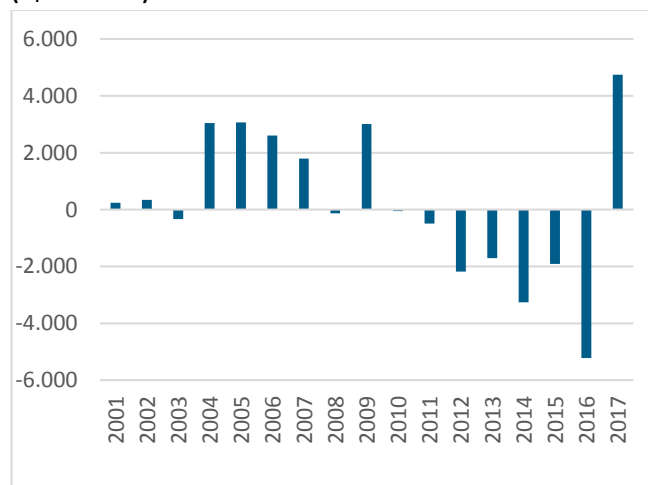
O setor público consolidado registrou déficit primário de R\$ 23,5 bilhões em fevereiro, com destaque para o déficit recorde do governo central: R\$ 28,8 bilhões, pior valor para o mês desde o início da série histórica, iniciada em 2001. Na direção oposta, o resultado primário de estados e municípios (inclusive suas respectivas estatais)

⁶ Disponível em <http://bit.ly/2iGL90C>.

registrou superávit de R\$ 5,7 bilhões, com dinâmica no bimestre bastante próxima da verificada em 2015. Já as empresas estatais federais, pelo segundo mês consecutivo, apontaram déficit primário importante (de R\$ 1,2 bilhões), equivalente a 41% de sua meta prevista para todo o ano (-R\$ 3 bilhões).

Quanto ao governo central, vale notar que o resultado mensal apontou nova expansão das diferenças entre o resultado primário divulgado pelo Tesouro Nacional (acima da linha) e pelo Banco Central (abaixo da linha), denominado discrepância estatística e ajuste metodológico. A despeito desses desvios passarem a refletir as alterações na sistemática de pagamento de gastos com subsídios⁷, em particular com o programa de sustentação de investimentos (PSI) e equalização agrícola – quanto a determinação do TCU⁸, note-se que tem havido expansão importante no primeiro bimestre do ano: R\$ 1,2 bilhão em janeiro e R\$ 1,1 bilhão em fevereiro em relação a igual período do ano anterior.

GRÁFICO 12. EVOLUÇÃO ANUAL DAS DISCREPÂNCIAS ENTRE OS RESULTADO DO TESOURO NACIONAL E DO BANCO CENTRAL (R\$ MILHÕES)



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

Apesar dos desvios, é esperada convergência gradativa no decorrer do ano, de tal forma que eles se aproximem de zero. Todavia, os dados mostram que isso tem ocorrido de forma menos acentuada. Conforme evidenciado no Gráfico 12, de 2001 a 2009, o resultado primário apurado pelo Banco Central foi continuamente

ampliado em decorrência da discrepância estatística na apuração dos resultados. Na direção oposta, o período de 2010 a 2016 foi marcado por discrepância que pressionou negativamente o resultado abaixo-da-linha do governo central. Já o bimestre deste ano inicia-se com discrepância importante e positiva e, na medida em que o resultado primário que importa para efeito de cumprimento da meta fiscal é aquele apurado pelo Banco Central, essa dinâmica tem de ser acompanhada.

Não obstante a pressão negativa para o resultado fiscal em fevereiro tenha sido do déficit recorde do governo central, os dados mostram que a principal influência para esse resultado se deveu à aceleração do déficit previdenciário (+R\$ 3,3 bilhões ou 32% em termos nominais). Dados do Tesouro Nacional revelam que enquanto o governo federal reduziu seu déficit primário em R\$2 bilhões (de R\$ 14,8 para R\$ 12,8 bilhões), a ampliação do déficit da previdência social foi puxada pelo significativo avanço do regime urbano (+R\$ 2,6 bilhões ou 111%), seguido, em menor medida, pelo regime rural (+R\$ 0,7 bilhão ou 8%). De outra forma, a robusta elevação do déficit previdenciário reflete o notável descasamento entre suas receitas (-3,2% em termos reais em fevereiro) e despesas (+4,6%), o que tem pressionado o resultado agregado do governo central.

Do ponto de vista da melhora do resultado mensal do governo federal, os principais destaques são menores gastos com subsídios e subvenções e investimentos. No acumulado ano, além de ambas rubricas, é notável o efeito colateral positivo do pagamento de restos a pagar no ano anterior, cuja estratégia contribuiu para uma redução de R\$ 8,9 bilhões (-28,4% no ano, em termos reais) das despesas discricionárias, excetuados os gastos do programa Minha Casa Minha Vida (MCMV). Diante da retração do gasto (-1,5% no mês; -7,9% no ano) mais acentuada que a verificada nas receitas líquidas (-2,2% no mês; -6,6% no ano), houve notável melhora do resultado do governo federal.

Finalmente, apesar do bom resultado dos governos regionais (superávit de R\$ 17 bilhões), acima da sua meta anual de déficit de R\$ 1,1 bilhão, é cedo para garantir que o bom resultado se sustentará até o final do ano, em particular, dada a delicada situação fiscal de estados

⁷ Portaria 950/15, que alterou a Portaria 193/14 do Ministério da Fazenda. Disponível em <http://bit.ly/2naXiMr>.

⁸ Acórdão 3.297/15, disponível em <http://bit.ly/2nK4X0x>.

relevantes para o resultado primário em nível subnacional. O grau de adesão dos estados ao Regime de Recuperação Fiscal (RRF, previsto no Projeto de Lei Complementar nº 343/2017) deverá ainda afetar essa dinâmica de resultado fiscal.

Resultado nominal e dívida pública

A combinação de elevado déficit primário com o ônus da conta de juros levou o déficit nominal (R\$54,2 bilhões) ao segundo pior resultado mensal desde o início da série, em 2001, perdendo apenas para fevereiro de 2015 (R\$58,6 bilhões). O terceiro pior resultado da série foi registrado em 2016, quando o déficit atingiu R\$52,8 bilhões. Para o acumulado em doze meses, diante da estabilidade tanto do resultado primário (-2,3% do PIB) quanto da conta de juros (-6,2% do PIB), o déficit nominal ficou estável em 8,5% do PIB.

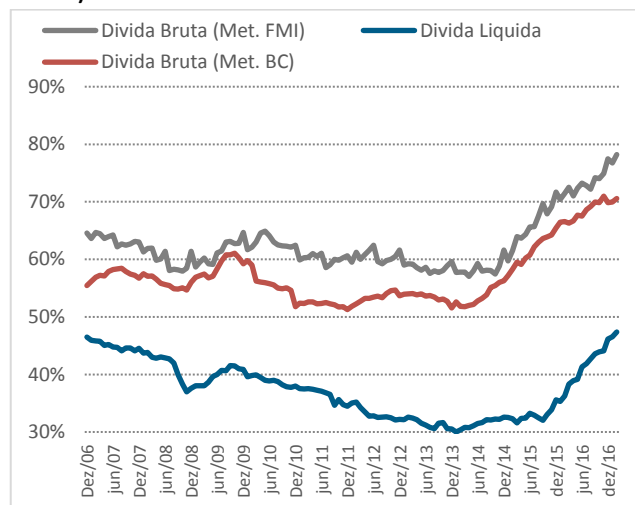
Com relação ao nível de endividamento, houve expansão em todas as métricas, tanto na dívida bruta baseada na metodologia doméstica (para 70,6% ante 70% do PIB no mês anterior) quanto internacional (para 78,2% ante 76,8% do PIB), bem como da dívida líquida (para 47,4% ante 46,6% do PIB).

GRÁFICO 13. DÉFICIT E JURO NOMINAL (% DO PIB ACUMULADO EM 12 MESES)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 14. EVOLUÇÃO DE DIFERENTES MEDIDAS DE ENDIVIDAMENTO PÚBLICO (% DO PIB ACUMULADO EM 12 MESES)



Fonte: Banco Central e FMI. Elaboração: IFI.

Contingenciamento

Relatório de avaliação bimestral de março e Decreto 9.018/17

Em primeiro lugar, é importante dizer que o anúncio do contingenciamento de R\$ 42,1 bilhões deverá levar ao cumprimento da meta de déficit primário (R\$ 139,0 bilhões). Evidentemente, será preciso acompanhar de perto a execução do programa de contenção anunciado.

O Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias do primeiro bimestre de 2017 indicou uma necessidade de limitação de empenho e movimentação financeira de R\$ 58,2 bilhões para cumprimento da meta de déficit primário de R\$ 139 bilhões prevista para 2017. Esse valor é resultado da redução das receitas líquidas em R\$ 54,8 bilhões em relação à LOA. No caso das despesas obrigatórias, houve aumento de R\$ 3,4 bilhões em relação ao Orçamento.

Em comparação com os valores previstos pela IFI (ver RAF de fevereiro), pode-se concluir que o governo foi mais conservador em suas novas estimativas. As projeções da IFI apontavam para uma necessidade de contingenciamento menor, de R\$ 38,9 bilhões, para o cumprimento da meta de resultado primário.

Vale salientar que o cenário prospectivo da IFI foi mantido neste relatório. Diante da intenção de cortes por parte do governo, a única alteração realizada foi a redução das despesas discricionárias da IFI no montante necessário para o atingimento da meta de resultado primário de déficit de R\$ 139 bilhões.

Quanto às receitas totais previstas pelo governo, observa-se que estão R\$ 9,3 bilhões inferiores às consideradas pela IFI. Isso se deve basicamente a três fatores: receitas administradas do governo maiores em R\$ 5 bilhões e arrecadação líquida do RGPS e receitas não administradas menores, respectivamente, em R\$ 7,7 e R\$ 6,6 bilhões.

Como se vê, houve significativa convergência das receitas administradas reestimadas pelo governo no primeiro relatório de avaliação (ante o estimado na LOA) para aquelas estimadas pela IFI. O desvio entre as projeções, que antes atingia R\$ 39 bilhões (IFI *versus* LOA), é agora de apenas R\$ 5 bilhões (IFI *versus* relatório bimestral). De outra forma, os resultados apontam que tanto a revisão da premissa de crescimento econômico (de 1,6% para 0,5%) quanto a elasticidade da receita ao PIB utilizadas estão próximas.

Quanto às receitas previdenciárias, o desvio de R\$ 7,7 bilhões é explicado pela revisão baixista na expectativa de crescimento da massa salarial nominal pelo governo: de 7,4% para 4%, ante 6% na nossa estimativa. Face aos recentes números do mercado de trabalho, que seguem apontando elevação da taxa de desemprego e deslocando a estabilização para períodos mais alongados, o cenário fiscal da IFI deverá ser revisado em breve.

Os desvios nas receitas não administradas são principalmente explicados por nossa maior expectativa com as receitas de concessões – que já incluem os cerca de R\$ 10 bilhões esperados com a relicitação das usinas hidrelétricas – e menores dividendos (de R\$ 4,9 ante R\$ 9,4 bilhões). A despeito da inclusão pelo governo da expectativa de pagamento de dividendos complementares por parte do BNDES (R\$ 2,1 bilhões), acreditamos que haja risco importante de viabilização, em particular pela necessidade, na ausência de aportes do Tesouro, que os recursos decorrentes do lucro de suas operações sejam a principal fonte de financiamento para as operações de crédito do banco. De outra forma, como dois dos três principais pagadores de dividendos passam por redimensionamento de suas operações (BNDES e Caixa), as perspectivas de viabilização de maior volume de dividendos parecem remotas.

No tocante às despesas totais, não há praticamente diferenças entre as projeções da IFI e do governo, seja nas obrigatórias ou nas discricionárias.

Dentro das despesas obrigatórias, no entanto, a aparente semelhança é resultado de algumas divergências mais relevantes que se compensam. Basicamente, temos as despesas previdenciárias e de pessoal do governo, respectivamente, em R\$ 6 bilhões e R\$ 1 bilhão menores do que as da IFI. Por outro lado, abono e seguro desemprego (+1,6 bilhões), subsídios, subvenções e Proagro (+R\$ 3,6 bilhões) e outras obrigatórias (+R\$ 3,2 bilhões) previstas pelo governo estão maiores do que as previstas pela IFI. A Tabela 1 resume as diferenças.

TABELA 1. PRINCIPAIS DESVIOS NAS DESPESAS OBRIGATÓRIAS

Discriminação	2017			Diferenças	
	Relat. 1º Bim.	Decreto 9.018/17	IFI	IFI-REL	IFI- DECR
Benefícios Previdenciários	560.568,8	560.568,8	566.527,2	5.958,4	5.958,4
Pessoal e Encargos Sociais	282.972,8	282.972,8	284.000,0	1.027,2	1.027,2
Abono e Seguro Desemprego	57.440,7	57.440,7	55.868,4	-1.572,3	-1.572,3
Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	16.002,9	11.251,6	16.002,9	0,0	4.751,3
Subsídios, Subvenções e Proagro	26.774,7	26.774,7	23.179,0	-3.595,7	-3.595,7
Outras Despesas Obrigatórias	6.538,7	6.579,6	3.314,1	-3.224,6	-3.265,5

Fonte: Lei Orçamentária Anual, Decretos de Programação Orçamentária e Financeira e Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas. Elaboração: IFI.

Vale notar que o similar movimento de convergência das estimativas do governo para as da IFI nas receitas administradas, também ocorreu nas despesas primárias. A diferença que antes era de R\$ 3,9 bilhões (IFI *versus* LOA), recuou para modestos R\$ 184 milhões após o relatório de avaliação. Com despesas praticamente iguais, o desvio do resultado primário (de R\$ 19,3 bilhões) deve-se ao diferencial na expectativa de receita líquida, onde o volume de receitas não recorrentes (extraordinárias) tem papel de destaque.

Enquanto a expectativa da IFI para o total de receitas extraordinárias é de R\$ 71,9 bilhões, uma aproximação dos números considerados pelo governo no relatório de avaliação de receitas e despesas primárias de março aponta para R\$ 50,8 bilhões, compostos da seguinte forma: R\$ 15,2 bilhões de receitas administradas, R\$ 24,8 bilhões de medidas adicionais que incluem recursos da “repatriação”, operações com ativos e o programa de regularização tributária (R\$ 8 bilhões), além das receitas com concessões e outorgas (R\$ 10,8 bilhões). Ou seja, a diferença de R\$ 19,2 bilhões nas estimativas quanto ao volume requerido de contingenciamento, de R\$38,9 bilhões pela IFI e de R\$ 58,2 bilhões pelo governo, deve-se essencialmente aos desvios na expectativa de receitas extraordinárias, de R\$ 21,1 bilhões.

Apesar da necessidade de contingenciamento de R\$ 58,2 bilhões, o Decreto nº 9.018, de 30 de março de

2017, modificou o cálculo de forma a estabelecer um contingenciamento de R\$ 42,1 bilhões.

As principais diferenças do Decreto em relação ao relatório de avaliação se devem à maior receita com concessão de usinas hidrelétricas no valor de R\$ 10,1 bilhões (conforme sublinhamos, antecipadamente consideradas no cenário da IFI) e medidas na área tributária para aumentar receitas, como a reoneração da folha no valor de R\$ 4,8 bilhões bem como o fim da isenção de IOF para as cooperativas de crédito, cujo ganho estimado (pelo governo) de arrecadação é de R\$ 1,2 bilhão⁹ (Tabela 2). Vale observar que a reversão da desoneração da folha não impacta diretamente nas receitas, uma vez que há compensação no montante da desoneração. O impacto ocorre nas despesas, uma vez que o volume da compensação previdenciária é reduzido (Tabela 2).

Em síntese, o decreto adicionou medidas que reduziram o contingenciamento requerido em R\$ 16,1 bilhões (de R\$ 58,2 para R\$ 42,1 bilhões). Com isso, o *gap* entre as estimativas para a requerida limitação de empenho e movimentação financeira foram modestas e reduzidas para R\$ 3,1 bilhões (ante R\$ 19,2 bilhões).

A Tabela 3 detalha a evolução dos números oficiais e os compara com os valores estimados pela IFI.

TABELA 2. PRINCIPAIS DESVIOS NAS RECEITAS (R\$ MILHÕES)

Discriminação	2017				Diferenças	
	Relat. 1º Bim.	Decreto 9.018/17	IFI	DECR-REL	IFI-REL	IFI- DECR
TOTAL	50.804	62.104	71.920	11.300	21.115	9.815
1. Rec. Administrada	15.245	15.245	24.420	0	9.175	9.175
2. Medidas Adicionais	24.753	25.953	23.500	1.200	-1.253	-2.453
2.1. Repatriação	13.200	13.200	10.000	0	-3.200	-3.200
2.2. Op. Ativos	3.553	3.553	3.500	0	-53	-53
2.3. PRT	8.000	8.000	10.000	0	2.000	2.000
2.4. IOF Cooperativas	0	1.200	0	1.200	0	-1.200
3. Concessões	10.806	20.906	24.000	10.100	13.194	3.094

Fonte: Lei Orçamentária Anual, Decretos de Programação Orçamentária e Financeira e Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas. Elaboração: IFI.

⁹ Conforme noticiado pela imprensa, dentre as medidas adicionais para cobrir a insuficiência de recursos, foi especulada a reversão de recursos de precatórios não sacados à conta da União, no valor de R\$ 8,6 bilhões. Face ao presente risco jurídico, avaliado pela Advocacia Geral da União

(AGU), essa potencial receita não foi incluída nas medidas anunciadas. Todavia, não é possível descartá-la integralmente como potencial oportunidade no futuro próximo.

TABELA 3. DIFERENTES FASES ORÇAMENTÁRIAS E EXPECTATIVA DA IFI PARA A ESTRUTURA DE RESULTADO PRIMÁRIO (R\$ MILHÕES)

	2017								Diferenças									
	LOA		Relat. 1º Bim.		Decreto 9.018/17		IFI		REL-LOA		DECR-REL		DECR-LOA		IFI-REL		IFI-DECR	
	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB
I. RECEITA TOTAL	1.422.816	21,9	1.367.475	21,1	1.378.810	21,2	1.376.808	21,2	-55.341	-0,9	11.335	0,2	-44.006	-0,7	9.333	0,1	-2.001	0,0
<i>I.1 - Receita Administrada pela RFB</i>	<i>881.588</i>	<i>13,6</i>	<i>847.526</i>	<i>13,1</i>	<i>848.750</i>	<i>13,1</i>	<i>842.571</i>	<i>13,0</i>	<i>-34.062</i>	<i>-0,5</i>	<i>1.224</i>	<i>0,0</i>	<i>-32.838</i>	<i>-0,5</i>	<i>-4.955</i>	<i>-0,1</i>	<i>-6.179</i>	<i>-0,1</i>
<i>I.2 - Incentivos Fiscais</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>I.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS</i>	<i>381.110</i>	<i>5,9</i>	<i>371.737</i>	<i>5,7</i>	<i>371.737</i>	<i>5,7</i>	<i>379.412</i>	<i>5,8</i>	<i>-9.373</i>	<i>-0,1</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>-9.373</i>	<i>-0,1</i>	<i>7.676</i>	<i>0,1</i>	<i>7.676</i>	<i>0,1</i>
<i>I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB</i>	<i>160.119</i>	<i>2,5</i>	<i>148.213</i>	<i>2,3</i>	<i>158.323</i>	<i>2,4</i>	<i>154.825</i>	<i>2,4</i>	<i>-11.906</i>	<i>-0,2</i>	<i>10.110</i>	<i>0,2</i>	<i>-1.796</i>	<i>0,0</i>	<i>6.612</i>	<i>0,1</i>	<i>-3.498</i>	<i>-0,1</i>
<i>I.4.1 Concessões e Permissões</i>	<i>23.963</i>	<i>0,4</i>	<i>10.806</i>	<i>0,2</i>	<i>20.906</i>	<i>0,3</i>	<i>24.000</i>	<i>0,4</i>	<i>-13.157</i>	<i>-0,2</i>	<i>10.100</i>	<i>0,2</i>	<i>-3.057</i>	<i>0,0</i>	<i>13.194</i>	<i>0,2</i>	<i>3.094</i>	<i>0,0</i>
<i>I.4.2 Dividendos e Participações</i>	<i>7.708</i>	<i>0,1</i>	<i>9.393</i>	<i>0,1</i>	<i>9.393</i>	<i>0,1</i>	<i>4.942</i>	<i>0,1</i>	<i>1.685</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>1.685</i>	<i>0,0</i>	<i>-4.451</i>	<i>-0,1</i>	<i>-4.451</i>	<i>-0,1</i>
<i>I.4.3 Operações com Ativos</i>	<i>5.881</i>	<i>0,1</i>	<i>2.956</i>	<i>0,0</i>	<i>2.956</i>	<i>0,0</i>	<i>3.500</i>	<i>0,1</i>	<i>-2.925</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>-2.925</i>	<i>0,0</i>	<i>544</i>	<i>0,0</i>	<i>544</i>	<i>0,0</i>
<i>I.4.5 Demais Receitas</i>	<i>122.567</i>	<i>1,9</i>	<i>125.058</i>	<i>1,9</i>	<i>125.068</i>	<i>1,9</i>	<i>122.383</i>	<i>1,9</i>	<i>2.491</i>	<i>0,0</i>	<i>10</i>	<i>0,0</i>	<i>2.502</i>	<i>0,0</i>	<i>-2.675</i>	<i>0,0</i>	<i>-2.685</i>	<i>0,0</i>
II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	235.358	3,6	234.787	3,6	234.788	3,6	224.702	3,5	-571	0,0	1	0,0	-570	0,0	-10.084	-0,2	-10.086	-0,2
III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)	1.187.458	18,3	1.132.688	17,5	1.144.022	17,6	1.152.106	17,8	-54.770	-0,8	11.334	0,2	-43.436	-0,7	19.418	0,3	8.084	0,1
IV. DESPESA TOTAL	1.327.250	20,5	1.329.857	20,5	1.283.022	19,8	1.291.106	19,9	2.607	0,0	-46.835	-0,7	-44.228	-0,7	-38.751	-0,6	8.084	0,1
IV.1 Despesas Obrigatórias	1.036.279	16,0	1.038.886	16,0	1.034.176	15,9	1.039.070	16,0	2.607	0,0	-4.710	-0,1	-2.103	0,0	183	0,0	4.894	0,1
<i>IV.1.1 Benefícios Previdenciários</i>	<i>562.369</i>	<i>8,7</i>	<i>560.569</i>	<i>8,6</i>	<i>560.569</i>	<i>8,6</i>	<i>566.527</i>	<i>8,7</i>	<i>-1.801</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>-1.801</i>	<i>0,0</i>	<i>5.958</i>	<i>0,1</i>	<i>5.958</i>	<i>0,1</i>
<i>IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais</i>	<i>284.058</i>	<i>4,4</i>	<i>282.973</i>	<i>4,4</i>	<i>282.973</i>	<i>4,4</i>	<i>284.000</i>	<i>4,4</i>	<i>-1.085</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>-1.085</i>	<i>0,0</i>	<i>1.027</i>	<i>0,0</i>	<i>1.027</i>	<i>0,0</i>
<i>IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego</i>	<i>57.441</i>	<i>0,9</i>	<i>57.441</i>	<i>0,9</i>	<i>57.441</i>	<i>0,9</i>	<i>55.868</i>	<i>0,9</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>-1.572</i>	<i>0,0</i>	<i>-1.572</i>	<i>0,0</i>
<i>IV.1.4 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV</i>	<i>50.949</i>	<i>0,8</i>	<i>53.149</i>	<i>0,8</i>	<i>53.149</i>	<i>0,8</i>	<i>53.480</i>	<i>0,8</i>	<i>2.200</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>2.200</i>	<i>0,0</i>	<i>331</i>	<i>0,0</i>	<i>331</i>	<i>0,0</i>
<i>IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)</i>	<i>5.596</i>	<i>0,1</i>	<i>5.295</i>	<i>0,1</i>	<i>5.295</i>	<i>0,1</i>	<i>5.933</i>	<i>0,1</i>	<i>-301</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>-301</i>	<i>0,0</i>	<i>639</i>	<i>0,0</i>	<i>639</i>	<i>0,0</i>
<i>IV.1.6 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha</i>	<i>16.003</i>	<i>0,2</i>	<i>16.003</i>	<i>0,2</i>	<i>11.252</i>	<i>0,2</i>	<i>16.003</i>	<i>0,2</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>-4.751</i>	<i>-0,1</i>	<i>-4.751</i>	<i>-0,1</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>4.751</i>	<i>0,1</i>
<i>IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)</i>	<i>13.970</i>	<i>0,2</i>	<i>13.037</i>	<i>0,2</i>	<i>13.037</i>	<i>0,2</i>	<i>13.236</i>	<i>0,2</i>	<i>-932</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>-932</i>	<i>0,0</i>	<i>199</i>	<i>0,0</i>	<i>199</i>	<i>0,0</i>
<i>IV.1.8 Fundo Constitucional DF</i>	<i>2.314</i>	<i>0,0</i>	<i>1.931</i>	<i>0,0</i>	<i>1.931</i>	<i>0,0</i>	<i>2.314</i>	<i>0,0</i>	<i>-383</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>-383</i>	<i>0,0</i>	<i>383</i>	<i>0,0</i>	<i>383</i>	<i>0,0</i>
<i>IV.1.9 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)</i>	<i>3.860</i>	<i>0,1</i>	<i>3.860</i>	<i>0,1</i>	<i>3.860</i>	<i>0,1</i>	<i>3.900</i>	<i>0,1</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>40</i>	<i>0,0</i>	<i>40</i>	<i>0,0</i>
<i>IV.1.10 Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC</i>	<i>11.315</i>	<i>0,2</i>	<i>11.315</i>	<i>0,2</i>	<i>11.315</i>	<i>0,2</i>	<i>11.315</i>	<i>0,2</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>
<i>IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro</i>	<i>23.419</i>	<i>0,4</i>	<i>26.775</i>	<i>0,4</i>	<i>26.775</i>	<i>0,4</i>	<i>23.179</i>	<i>0,4</i>	<i>3.356</i>	<i>0,1</i>	<i>0</i>	<i>0,0</i>	<i>3.356</i>	<i>0,1</i>	<i>-3.596</i>	<i>-0,1</i>	<i>-3.596</i>	<i>-0,1</i>
<i>IV.3.12 Outras Despesas Obrigatórias</i>	<i>4.985</i>	<i>0,1</i>	<i>6.539</i>	<i>0,1</i>	<i>6.580</i>	<i>0,1</i>	<i>3.314</i>	<i>0,1</i>	<i>1.554</i>	<i>0,0</i>	<i>41</i>	<i>0,0</i>	<i>1.595</i>	<i>0,0</i>	<i>-3.225</i>	<i>0,0</i>	<i>-3.266</i>	<i>-0,1</i>
IV.2 Despesas Discricionárias - Todos os Poderes	290.971	4,5	290.971	4,5	248.846	3,8	252.036	3,9	0	0,0	-42.125	-0,6	-42.125	-0,6	-38.935	-0,6	3.190	0,0
V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL	-139.792	-2,2	-197.169	-3,0	-139.000	-2,1	-139.000	-2,1	-57.377	-0,9	58.169	0,9	792	0,0	58.169	0,9	0	0,0

Fonte: Lei Orçamentária Anual 2017, Decreto 9.018/17 e Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas do primeiro bimestre de 2017. Elaboração: IFI.

Incidência da limitação de empenho e movimentação financeira¹⁰

Vale notar que o “corte” de R\$ 42,1 bilhões recaiu mais intensamente sobre o ministério da defesa, cujo orçamento foi limitado em R\$ 5,8 bilhões, seguido do ministério dos transportes, (R\$ 5,1 bilhões), da educação (R\$ 4,3 bilhões), das Cidades (R\$ 4,2 bilhões) e da ciência e tecnologia (R\$ 2,6 bilhões). Esses cinco órgãos respondem por 58% do contingenciamento realizado.

Entre os cinco ministérios destacados, aquele que teve o maior corte em relação à dotação prevista na LOA foi o ministério da ciência e tecnologia, que teve 44,1% da sua dotação limitada. Nesse ministério, os recursos do PAC sofreram cortes de 44,4%. Na sequência, o segundo ministério mais afetado em termos da própria dotação foi o ministério da defesa (34,9%) seguido por cidades (34,9%), transportes (32,5%) e educação (16,2%). Os detalhes são mostrados na Tabela 4.

TABELA 4. PRINCIPAIS MINISTÉRIOS SUSCETÍVEIS AO CONTINGENCIAMENTO

Órgãos	Valores			% sobre dotação			% sobre total		
	PAC (1)	Outras (2)	Total (1) + (2)	PAC	Outras	Total	PAC	Outras	Total
24000 Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações	322,3	2.257,1	2.579,4	41,9%	44,4%	44,1%	3,1%	8,2%	6,8%
26000 Ministério da Educação	225,0	4.083,2	4.308,2	24,4%	15,9%	16,2%	2,1%	14,9%	11,3%
39000 Ministério dos Transportes, Portos e Aviação Civil	3.732,9	1.398,2	5.131,0	27,3%	66,6%	32,5%	35,4%	5,1%	13,5%
52000 Ministério da Defesa	1.811,4	3.947,0	5.758,4	27,9%	44,5%	37,5%	17,2%	14,4%	15,1%
56000 Ministério das Cidades	3.035,6	1.136,9	4.172,5	29,0%	76,4%	34,9%	28,8%	4,1%	11,0%
- Outros	1.409,7	14.653,0	16.062,7	29,0%	27,0%	27,2%	13,4%	53,3%	42,3%
TOTAL	10.536,8	27.475,5	38.012,4	28,3%	28,2%	28,2%	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: Decreto 9.018/17. Elaboração: IFI.

Prudência orçamentária

Histórico

A Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF¹¹ sustenta que “a responsabilidade na gestão fiscal pressupõe a ação planejada e transparente, em que se previnem riscos e corrigem desvios capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas”. Para isso, criou uma série de regras fiscais, tanto procedimentais - a exemplo das exigências para criação de despesas obrigatórias de caráter continuado - como quantitativas, a exemplo do limite de gastos com pessoal.

Dentre as regras procedimentais, talvez uma das mais importantes seja a determinação de que a Lei de Diretrizes Orçamentárias traga anualmente, entre outras, metas de resultados fiscais. Esse comando resulta na especificação de uma regra quantitativa de suma importância para o desenho fiscal do País: a meta de resultado primário.

Como forma de garantir que a meta de resultado fiscal seja cumprida, o art. 9º da LRF definiu sistemática bimensal de acompanhamento e, caso se observe risco de não cumprimento, determinou que seja feita a limitação

¹⁰ Os cortes apontados nesta seção incluem R\$ 2,0 bilhões em reservas (Decreto 8.961/2017, art. 7º, inciso I, alterado pelo Decreto 9.018/2017) e não levam em consideração o montante contingenciado de emendas individuais e de bancada, R\$ 5,5 bilhões, já que os mesmos ainda não se encontram segmentados por órgão, nem o contingenciamento dos demais Poderes,

R\$ 0,6 bilhão. Assim, a diferença de R\$ 4,1 bilhões entre os R\$ 38,0 bilhões indicados na Tabela 4 e os R\$ 42,1 bilhões do decreto de contingenciamento é explicada pela conjugação desses três fatores.

¹¹ Lei Complementar nº 101, de maio de 2000.

de empenho e movimentação financeira, o chamado *contingenciamento*.

O acionamento de um eventual contingenciamento resulta da possibilidade de frustração de receitas, em relação àquelas até então previstas, bem como de majoração de despesas obrigatórias ou de uma combinação de mudanças nessas variáveis que resultem em comprometimento do espaço fiscal para atingimento da meta de resultado primário.

Como se pode observar, essa sistemática pressupõe a avaliação de receitas e despesas ainda por acontecer, o que necessariamente envolve a *projeção* dessas variáveis para o ano fiscal de referência. Como forma de evitar riscos, seria de se esperar que essas estimativas fossem feitas de maneira prudente¹², ou seja, receitas

consideradas pelo menor valor e despesas pelo maior valor entre as alternativas igualmente válidas.

Empiricamente, a história da política fiscal no Brasil mostra que não tem sido assim, pelo menos em período mais recente. Pelo contrário, observa-se que a partir de 2011 houve continuamente o uso de estimativas maiores para as receitas e menores para as despesas, de forma que o espaço fiscal disponível foi virtualmente ampliado.

Isso é o que mostra o Indicador de Prudência Orçamentária – IPRO, desenvolvido pela IFI (para maiores detalhes, ver Box 1 a seguir). O indicador é uma tentativa de acompanhar o grau de prudência na condução das estimativas de receitas e despesas. Os resultados são apresentados na Tabela 5 e no Gráfico 15.

¹² “O Princípio da Prudência pressupõe o emprego de certo grau de precaução no exercício dos julgamentos necessários às estimativas em certas condições de incerteza, no sentido de que ativos e receitas não sejam superestimados e que passivos e despesas não sejam subestimados, atribuindo maior confiabilidade ao processo de

mensuração e apresentação dos componentes patrimoniais” (Resolução Conselho Federal de Contabilidade - CFC Nº 1.282 DE 28.05.2010).

Box 1. Indicador de Prudência Orçamentária - IPRO

Como forma de acompanhar a condução da política fiscal e orçamentária ao longo do tempo, a IFI desenvolveu o Indicador de Prudência Orçamentária - IPRO. A ideia é criar um indicador sintético que seja positivo caso a condução das projeções orçamentárias seja considerada prudente e negativo caso seja pouco cautelosa. Como foi pensado para endereçar a questão do resultado primário, que é a diferença entre as receitas primárias e as despesas primárias, o cálculo é composto por duas parcelas.

No caso das receitas, espera-se que estimativas prudentes sejam **menores** do que o efetivamente realizado. Por construção, portanto, as receitas realizadas – espera-se que sejam maiores - devem ser subtraídas das projetadas para que o resultado “prudente” fique no campo positivo. Por outro lado, no caso das despesas, considera-se cuidadosa a estimativa que se revelar **maior** do que o observado no ano. Assim, as despesas projetadas (supostamente maiores) serão subtraídas das realizadas, para que o indicador de prudência fique no campo positivo.

Se a política fiscal e orçamentária for conduzida de forma conservadora, a soma das duas parcelas ficará positiva, observando-se que há a possibilidade de um eventual valor negativo em uma das parcelas ser compensado por um valor positivo maior na outra parcela, e vice-versa. Caso se observe que as receitas projetadas foram maiores do que as realizadas (o inverso do que se espera), o indicador de receitas será negativo. Já se as despesas projetadas forem menores do que as realizadas, o indicador de despesas será negativo. A consideração das duas parcelas conduz ao indicador síntese. Para que se tenha uma medida na forma de percentual, a soma das parcelas anteriores é dividida pelo valor absoluto (em módulo) do resultado primário observado no período de referência. Com isso, obtém-se uma medida em percentual do resultado primário realizado no ano.

Além disso, não basta que a condução fiscal seja ajustada apenas no último relatório do ano para que o índice seja considerado prudente. O ideal é que ela se mantenha ponderada em todo o período, partindo da formulação original (LOA) e assim permanecendo em seus desdobramentos ao longo do ano (Decretos e Relatórios de Avaliação de Receitas e Despesas). Assim, o indicador considera a média do cálculo acima sugerido, tomando-se cada um dos momentos de avaliação e reavaliação de receitas e despesas.

Considerando todos esses fatores, o cálculo do IPRO pode ser sintetizado na fórmula a seguir:

$$IPRO = \text{média} \left(\frac{(REC \text{ realizadas})_T - (REC \text{ projetada})_i + (DESP \text{ projetada})_i - (DESP \text{ realizadas})_T}{|PRIMÁRIO_T|} \right)$$

Onde: i = períodos de avaliação de receitas e despesas (LOA, Decretos, Relatórios Bimestrais e Extemporâneos);

T = ano de referência;

REC = Receitas primárias;

DESP = Despesas primárias obrigatórias *sem controle de fluxo*.

A partir da fórmula especificada acima, é possível a partir de compreensível manipulação algébrica reescrever o IPRO (indicador síntese), como a soma de dois outros indicadores parciais: um Indicador de Receitas IPRO_R e um Indicador de Despesas IPRO_D, da seguinte forma:

$$IPRO = IPRO_R + IPRO_D$$

Onde:

$$IPRO_R = \frac{Média (REC realizadas)_T - (REC projetada)_i}{|PRIMÁRIO_t|}$$

$$IPRO_D = \frac{Média (DESP projetada)_i - (DESP realizadas)_T}{|PRIMÁRIO_t|}$$

Dois esclarecimentos devem ser feitos em relação ao cálculo do IPRO. O primeiro diz respeito às despesas primárias consideradas para fins de cálculo do indicador. São consideradas apenas as despesas primárias *obrigatórias sem controle fluxo*. Apenas as obrigatórias são consideradas, já que o contingenciamento deve recair necessariamente sobre as discricionárias, que devem ser equivalentes à diferença entre receitas e despesas primárias obrigatórias menos a meta de resultado primário. Além das discricionárias propriamente ditas, o índice também exclui as obrigatórias com controle de fluxo¹³, que tradicionalmente estiveram contempladas dentro das discricionárias. Isso porque, neste caso, é possível reprogramar sua incidência ao longo do ano, expediente que comprometeria a precisão do índice e dificultaria a sua operacionalização, já que não se sabe em que período do ano acontecerão.

Outro ponto que requer referência é que não se pretende com o IPRO avaliar a “qualidade” das projeções de receitas e despesas, mas sim se as mesmas refletem ou não uma postura conservadora quanto às estimativas realizadas. Dessa forma, como os valores estimados são comparados com os valores realizados, eventuais erros de estimação estão incorporados ao cálculo, sem que se faça qualquer consideração sobre isso. O que se pretende avaliar com o IPRO é a direção dessas diferenças: se a menor nas receitas e a maior nas despesas, o indicador apontará prudência (mesmo errando-se as estimativas); caso contrário, apontará conduta pouco cautelosa. De outra forma, o que se procura avaliar não são os erros de estimativa em si, mas se a sua direção indica maior ou menor conservadorismo.

Outra possibilidade que o IPRO permite é que seus valores sejam estimados para períodos futuros (IPROe). Nesse caso, como não se dispõe dos valores realizados *ex ante*, as projeções oficiais precisam ser comparadas a outros valores projetados, só que estimados de forma independente. No caso das estimações do IPROe para 2017 realizadas no corpo deste relatório, serão tomadas como referências as estimativas da própria IFI. Isso não impede que qualquer outra estimativa independente seja também considerada.

TABELA 5. INDICADOR DE PRUDÊNCIA ORÇAMENTÁRIA: INDICADOR DE RECEITAS, DESPESAS E SÍNTESE (2001 A 2016)

Descrição	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Indicador de Receitas	-16,5%	32,1%	3,1%	20,4%	14,2%	0,2%	17,9%	15,8%	-13,4%	81,3%	9,4%	-30,0%	-23,9%	-370,9%	-66,1%	-20,8%
Indicador de Despesas	-15,5%	-5,2%	-6,7%	-6,0%	-1,9%	3,6%	12,2%	17,6%	10,6%	-44,3%	-20,7%	-9,5%	-11,6%	-110,0%	-42,9%	1,0%
Indicador Síntese	-32,0%	26,9%	-3,6%	14,4%	12,3%	3,8%	30,2%	33,3%	-2,7%	37,0%	-11,3%	-39,5%	-35,5%	-480,9%	-108,9%	-19,8%

Fonte: Leis Orçamentárias Anuais, Decretos de Programação Orçamentária e Financeira e Relatórios Bimestrais de Avaliação de Receitas e Despesas. Elaboração: IFI.

¹³ Não existe um conceito legal de Despesas Obrigatórias com controle de Fluxo. Elas simplesmente constam como tal nos Decretos de Programação Orçamentária e Financeira. Apesar dessas despesas não estarem sujeitas a contingenciamento, sua execução pode ser, em tese, controlada ao longo do ano.

Como se pode observar na Tabela 5, no período de 10 anos que vai de 2001 a 2010, o IPRO (indicador síntese) situou-se predominantemente no campo positivo, o que significa que a condução das estimativas foi conservadora ou prudente (estimativas de receitas abaixo e/ou de despesas acima do realizado no ano). Nota-se que em apenas em 30% dos casos (anos de 2001, 2003 e 2009) o indicador situou-se no campo negativo. Destarte, vale lembrar que dois desses três anos negativos foram anos de crise, o que tende a comprometer, em particular, as estimativas de receitas.

Tomando-se o indicador desagregado entre receitas e despesas, observa-se que, no caso das primeiras, o período mencionado foi claramente de prudência, com valores negativos apenas nos anos de 2001 e 2009. Já a dinâmica do indicador de despesas, não revela a predominância de uma gestão cuidadosa: em 60% dos casos o indicador situou-se no campo negativo. Dada a cautela observada para com as receitas, o indicador síntese situou-se majoritariamente no campo positivo, conforme sublinhado anteriormente.

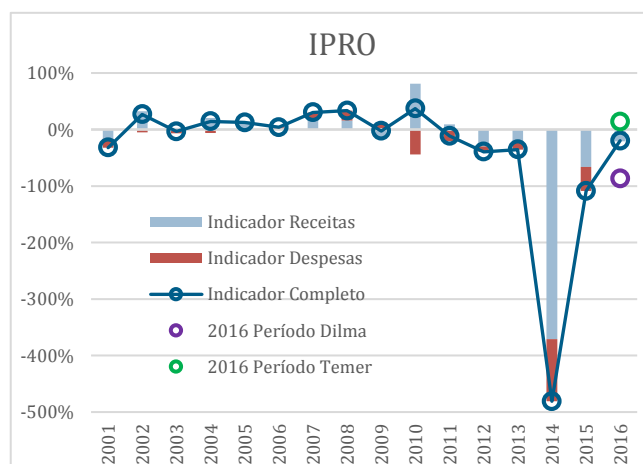
Por outro lado, tomando-se o período mais recente, que vai de 2011 a 2016, observa-se a migração dos valores para o campo negativo, em todos os anos, tanto nas receitas quanto nas despesas (com exceção, apenas, para o ano de 2011), o que se reflete no indicador síntese, negativo nos seis anos.

Nos seis últimos anos, em que se observa a inversão para uma condução pouco conservadora da política fiscal e orçamentária, o ápice negativo do indicador ocorreu em 2014 quando atingiu -480% (Gráfico 15). Isso significa que, considerando conjuntamente as receitas e as despesas previstas ao longo do ano, correu-se um risco com estimativas ousadas equivalentes a 480% da meta de resultado primário do ano, o que demonstra expressivo descuido.

Decompondo-se o indicador de 2014 entre as receitas e as despesas, observa-se que as receitas estiveram em média majoradas em 370% e as despesas ficaram em média minoradas em 110%, ambas em relação à meta de resultado primário daquele ano. Em 2015 o valor foi

reduzido para algo em torno de -110% (-66% nas receitas e -43% nas despesas) e atingiu a marca dos 20% negativos em 2016¹⁴.

GRÁFICO 15. INDICADOR DE PRUDÊNCIA ORÇAMENTÁRIA



Elaboração: IFI.

Essa evolução conduz a uma associação inevitável entre o período de valores negativos revelado pelo IPRO e a fase da condução da política fiscal que ficou marcada por contabilidade alternativa, onde o acúmulo de passivos e crescentes déficits primários teve destacada participação. Isso revela que o descuido com as projeções de receitas e despesas pode ter consequências nefastas no campo fiscal.

Estimativas de receitas e despesas arrojadas podem comprometer a qualidade da política fiscal, ao impor custos adicionais ao planejamento e à execução orçamentária derivados de contingenciamentos amplos, que refletem não eventuais erros de estimativa, mas a condução estratégica dessas projeções.

Prudência orçamentária em 2017

A aplicação do indicador de prudência orçamentária para o ano de 2017 (IPROe) está apresentada na Tabela 6. Como se pode observar, o indicador se encontra no campo negativo (-10,8%), demonstrando ainda postura, em média, pouco prudente para o ano em curso. Isso se deve a um indicador de receitas desfavorável (-15,0%),

¹⁴ A separação do IPRO de 2016 entre os períodos de governo de Dilma Rousseff e de Michel Temer revela que ele ficou negativo em 87% até

maio (Governo Dilma) e positivo em 14% a partir de então (Governo Temer), denotando indubitável inflexão no indicador.

ao lado de um indicador de despesas conservador (4,2%).

A situação para 2017, no entanto, pode ser pormenorizada tendo em vista a evolução do indicador ao longo do ano, conforme exposto na Tabela 6. Como o indicador sintético é uma média dos vários momentos de definição e revisão das variáveis fiscais envolvidas, a sua evolução ao longo do ano pode ser esclarecedora em vários sentidos.

A posição da LOA situou o IPROe no campo negativo (-17,4%), sendo o resultado de uma postura conservadora nas despesas (8,0%), mas pouco prudente com as receitas (-25,4%). Como o Decreto nº 8.961/17

(programação orçamentária e financeira) não trouxe nenhuma novidade, o valor do indicador foi replicado nesta avaliação.

O Decreto nº 9.018/17, por sua vez, que reviu a programação orçamentária e financeira para 2017, trouxe nova projeção de receitas e despesas, com o indicador passando, então, para o campo positivo, (2,3%), fruto de prudência nas receitas (5,8%), mas nem tanto nas despesas (-3,5%). Na média para 2017, que considera, portanto, todos esses momentos, o indicador fica ainda no campo negativo, embora o último decreto aponte na direção correta.

TABELA 6. INDICADOR DE PRUDÊNCIA ORÇAMENTÁRIA ESTIMADO POR MOMENTOS DE AVALIAÇÃO - 2017

Descrição	LOA 2017	Decreto de Programação 2017	Avaliação do 1º Bimestre	Média 2017
	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões
Indicador Receitas	-25,4%	-25,4%	5,8%	-15,0%
Indicador Despesas	8,0%	8,0%	-3,5%	4,2%
Indicador Completo	-17,4%	-17,4%	2,3%	-10,8%

Fonte: Lei Orçamentária Anual 2017, Decreto 9.018/17 e Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas do primeiro bimestre de 2017. Elaboração: IFI.

Box 2. Considerações sobre o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central

As políticas fiscal e monetária são decisivas para o funcionamento adequado da economia. A primeira é de responsabilidade do Tesouro Nacional, enquanto a segunda fica a cargo do Banco Central do Brasil¹⁵. Dada a interdependência entre elas, o desempenho dessas políticas é afetado pela relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Essa relação, estabelecida em grande medida pelas normas legais vigentes, tem recebido maior atenção dos analistas nos últimos anos. Distorções são apontadas e mudanças são sugeridas. Ao mesmo tempo, ainda persiste um razoável grau de desconhecimento do público não especializado a respeito do assunto.

Este box visa mostrar como se dá a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central e as principais questões suscitadas por essa relação. O tema será objeto de tratamento mais aprofundado em um futuro estudo especial da IFI, dada sua relevância para a condução da política econômica. Este texto está dividido de acordo com os canais por meio dos quais se consuma a referida relação: a) operações do Banco Central com títulos públicos; b) disponibilidades do Tesouro Nacional no Banco Central; c) remuneração dessas disponibilidades; d) tratamento do resultado do Banco Central; e e) depósito das reservas internacionais no Banco Central. Conforme será visto, esses dois últimos pontos estão interconectados e são possivelmente os mais sensíveis.

Balanço patrimonial de banco central

Antes de abordar os tópicos indicados, vale mostrar as contas usualmente presentes no balanço de um típico banco central, as quais retratam as atribuições tradicionalmente assumidas pela autoridade monetária, bem como as relações financeiras que ela estabelece com o respectivo tesouro e os bancos¹⁶.

BALANÇO PATRIMONIAL DE BANCO CENTRAL	
ATIVO	PASSIVO
Títulos públicos	Base monetária
Reservas internacionais	Caixa do Tesouro Nacional
Créditos junto a bancos	Depósitos de bancos
	Patrimônio líquido

Do lado do ativo, estão os haveres do banco central e, do lado do passivo, as obrigações. O patrimônio líquido é a diferença entre os haveres e as obrigações, composto, principalmente, pelo capital do banco central. Vale observar que o tamanho desse capital não pode limitar a atuação do banco no cumprimento de suas atribuições. As relações com os bancos comerciais, expressas nas contas *créditos junto a bancos* e *depósitos de bancos*, não interessam para os propósitos aqui perseguidos. Já as demais dizem respeito à relação entre o tesouro e o banco central e serão discutidas a seguir, com foco no caso brasileiro.

Títulos públicos

Um banco central clássico tem como principal atribuição, conferida pelo próprio tesouro, a emissão e o controle da quantidade de moeda, de modo a propiciar o funcionamento adequado da atividade econômica. A quantidade de moeda corresponde ao saldo da base monetária constante do balanço patrimonial do banco central. Já a regulação dessa quantidade é feita por meio da compra e venda de títulos públicos, daí a importância desses papéis entre os ativos do banco central. Quando o banco central compra papéis, ocorre o aumento da base monetária da economia; quando ele vende papéis, o resultado é a redução da liquidez.

Há aqui um importante equilíbrio a ser mantido. O banco central não pode adquirir livremente títulos do tesouro, já que as aquisições podem ser financiadas com a emissão de moeda, o que gera inflação. Ao mesmo tempo, a autoridade monetária precisa desses títulos para fazer a regulação da quantidade de moeda. Em vista disso, é

preciso ter regras que disciplinem a reposição dos títulos vencidos do banco central, bem como o aumento de sua carteira quando requerido pela gestão adequada da política monetária.

No Brasil, a competência do Banco Central para emitir moeda, bem como a autorização para compra e venda de títulos públicos com o objetivo de regular a oferta de moeda, é definida no *caput* e no § 2º do art. 164 da Constituição Federal (CF)¹⁷. Ao mesmo tempo, o § 1º do referido artigo veda ao Banco Central financiar o Tesouro Nacional, direta ou indiretamente, para evitar que o déficit público seja financiado com emissão de moeda, levando ao descontrole inflacionário.

Na mesma direção, o inciso I do art. 39 da Lei Complementar nº 101, de 2000, a chamada Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), veda ao Banco Central adquirir títulos públicos diretamente do Tesouro Nacional. A exceção à vedação está nos §§ 2º e 3º do mesmo artigo, justamente para possibilitar ao Banco Central repor a sua carteira vencida. Do contrário, em algum momento a carteira seria insuficiente para as necessidades da política monetária. A reposição precisa ser feita à taxa média e condições alcançadas em leilão público de títulos.

A LRF não tratou de novos aportes de títulos, falta suprida pela Lei nº 11.803 de 2008 que, no art. 2º, previu a emissão direta de títulos do Tesouro ao Banco Central, com o objetivo de manter a carteira de títulos do Banco em montante compatível com as necessidades da política monetária. A emissão é feita sem contrapartida financeira, para evitar o financiamento inflacionário. Há ainda outro modo de elevar a carteira de títulos públicos do Banco Central que, por estar relacionado aos seus resultados, será tratado oportunamente.

Há um debate importante sobre quem deveria ser o emissor dos papéis utilizados na execução da política monetária: o tesouro ou o próprio banco central. A experiência internacional revela que os países se dividem entre aqueles que preferem títulos do tesouro e os que optam por títulos do banco central. Há ainda os que permitem ambos os papéis. Trata-se de assunto que envolve certa discussão, com argumentos a favor e contrários às diferentes alternativas¹⁸.

No Brasil, o Banco Central estava autorizado a emitir títulos próprios, as Letras do Banco Central (LBCs), similares as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), ambos títulos pós-fixados atrelados à taxa Selic. A autorização foi suprimida pelo art. 34 da LRF, que vedou tal prática após dois anos da sua publicação.

A conta única do Tesouro e sua remuneração

Outro item usualmente presente no balanço patrimonial dos bancos centrais, agora no lado passivo, são as disponibilidades do tesouro, com sua consequente remuneração. Vale notar que os países adotam diferentes alternativas como centralizar as disponibilidades no banco central ou mantê-las em um ou mais bancos. Há certo consenso que a centralização facilita a gestão eficiente das disponibilidades, mas o depósito ou não no banco central envolve controvérsia a respeito da melhor opção para a execução da política monetária.

No Brasil, opta-se pela centralização das disponibilidades do Tesouro no Banco Central, conforme determina o § 3º do art. 164 da CF. Trata-se da chamada conta única do Tesouro, onde se juntam os saldos de caixa dos vários órgãos

¹⁵ Tesouro Nacional e Banco Central fazem parte do chamado governo central, nas estatísticas fiscais oficiais do Brasil. Já o conceito de governo federal inclui o Tesouro Nacional, mas não o Banco Central. O conceito de Tesouro Nacional aqui empregado equivale ao de governo federal, embora, na prática, a relação com o Banco Central se dê predominantemente com os ministérios da área econômica, notadamente o Ministério da Fazenda e, dentro dele, a Secretaria do Tesouro Nacional. Formalmente, o Banco Central é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda

¹⁶ Neste texto, as expressões *banco central* e *tesouro*, com letra inicial minúscula, serão empregadas quando não se tratar especificamente dos congêneres brasileiros, designados como Tesouro Nacional e Banco Central.

¹⁷ De acordo com o regime de metas de inflação vigente desde 1999, é a quantidade de moeda que se ajusta à taxa de juros básica da economia, a taxa Selic, definida pelo Banco Central com o intuito de manter a inflação o mais próximo possível da meta estabelecida.

¹⁸ A respeito do assunto, considerando-se a experiência internacional e o caso do Brasil, ver Leister e Medeiros (2016, pp 135-140). O texto discute ainda os resultados do banco central, o depósito das disponibilidades do tesouro e a remuneração dessas disponibilidades.

e entidades da administração pública, incluindo o chamado superávit financeiro. A gestão está a cargo do Tesouro, mas o depositário dos recursos é o Banco Central. Assim, do mesmo modo que o Banco Central é credor do Tesouro ao deter títulos públicos em seu ativo, o Tesouro é credor do Banco Central, porque esse último abriga suas disponibilidades.

O saldo da conta única aumenta com a arrecadação federal e a colocação no mercado de títulos públicos pelo Tesouro Nacional; e diminui com o gasto federal e o resgate de títulos. Esse saldo oscila também por conta da sua remuneração e da transferência ao Tesouro dos resultados do Banco Central.

Em caso de opção pela centralização das disponibilidades no banco central, existem países que não remuneram esses recursos. Se, em decorrência dessa opção, o resultado do banco central aumenta em montante equivalente à remuneração, as alternativas são indiferentes já que o resultado do banco central é transferido ao próprio tesouro. Mas tal neutralidade não está garantida, de modo que o tema envolve alguma controvérsia.

No Brasil, a conta única do Tesouro é remunerada, por exigência legal, de acordo com a taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos públicos da carteira do Banco Central (na prática, algo muito próximo à própria Selic). Tal comando consta do art. 1º da Medida Provisória (MP) nº 2.179-36, de 2001, norma sucessora da MP nº 1.789, de 1998, que inicialmente tratou do assunto. Assim, a remuneração da conta única constante do passivo do Banco Central coincide com a remuneração dos títulos públicos, alojados em seu ativo. Vale observar também que o destino da remuneração não está legalmente predeterminado, de tal modo que pode ser utilizado livremente pelo Tesouro Nacional, diferentemente de outras parcelas depositadas na conta única.

Resultado do Banco Central

Uma conta extremamente importante na relação entre tesouros e bancos centrais, não aparece diretamente no balanço patrimonial. Trata-se da conta de resultados do banco central. O resultado decorre da diferença entre o retorno obtido com os haveres e o custo das obrigações, diferença essa usualmente positiva. A tendência ao resultado positivo deve-se à possibilidade de adquirir ativos remunerados, como títulos públicos e reservas internacionais, financiados pela emissão de base monetária. Essa, por sua vez, equivale, de certa forma, a um passivo junto à sociedade, porém, sem custo e prazo de vencimento.

A conta de resultado, diferentemente das contas patrimoniais, é periodicamente zerada. O destino do resultado depende das regras vigentes em cada país¹⁹. O banco central pode ser tratado como uma empresa, livre para dar o destino que bem entender ao resultado positivo, mas com o ônus de ter que arcar com o resultado negativo. A ocorrência de desequilíbrios mais graves ou a sucessão de resultados positivos ou negativos redundam na intervenção do tesouro em algum momento, seja no sentido de capitalizar o banco central, seja no sentido de transferir para si parte do capital ou das reservas do banco.

O procedimento mais comum parece ser a transferência automática do resultado positivo do banco central para o tesouro, bem como a cobertura pelo tesouro, em caso de resultado negativo. A prerrogativa dada ao banco central, pelo tesouro, de emitir moeda com exclusividade, justifica a transferência do resultado positivo para esse último. Já a presença frequente de resultados negativos, muito provavelmente, se deve às atribuições conferidas ao banco central e, na ausência da cobertura do tesouro, o cumprimento dessas atribuições seria inviabilizado.

Caso o resultado do banco central seja positivo, previamente à transferência ao tesouro, parte pode ser destinada à constituição de reservas, no patrimônio líquido do banco central. Essas reservas, por sua vez, podem tanto ser incorporadas ao capital do banco, como revertidas para o tesouro. A constituição de reservas é, em certa medida, substituta da cobertura do resultado negativo pelo tesouro. Quanto maior a parcela do resultado incorporada às

¹⁹ Ver a respeito Leister e Medeiros (2016, pp. 120-8).

reservas, menor a necessidade de cobertura do Tesouro, em caso de resultado negativo. O fundamental é que a combinação de regras garanta que o capital do banco central seja compatível com suas atribuições.

No Brasil, de acordo com o art. 2º da MP nº 2.179-36, de 2001, o resultado positivo do Banco Central, após constituição ou reversão de reservas, deve ser repassado semestralmente ao Tesouro Nacional, por meio de depósito na conta única e, se negativo, o Tesouro deve cobrir as perdas do Banco Central. Esses comandos são referendados pelo *caput* e § 1º do art. 7º da LRF.

A Lei nº 11.803 de 2008, por sua vez, em seu art. 4º, limita a constituição de reservas a 25% do resultado positivo do Banco Central, enquanto o art. 3º especifica que o resultado líquido de reservas transferido ao Tesouro seja obrigatoriamente destinado ao pagamento de títulos públicos emitidos, prioritariamente aqueles detidos pelo Banco Central²⁰.

O art. 5º da referida Lei, estabeleceu que os prejuízos do Banco Central podem ser cobertos pelo Tesouro Nacional por meio da emissão de títulos públicos adequados aos fins da política monetária²¹. Assim, quando o Banco Central tem prejuízo, ele recebe títulos do Tesouro e, quando tem lucro, transfere a quantia em dinheiro ao Tesouro. Portanto, o referido art. 5º prevê um terceiro modo de elevar a carteira de títulos do Banco, além dos dois apontados anteriormente (reposição dos títulos vencidos e emissão direta sem contrapartida para viabilizar a execução da política monetária).

Antes de prosseguir, cabe sintetizar as relações entre o Tesouro Nacional e o Banco Central vistas até agora. O Banco Central é credor do Tesouro porque detém títulos públicos, mas é devedor, por causa das disponibilidades. Ambas as contas são remuneradas com a mesma taxa. O resultado do Banco Central, se positivo, é transferido ao Tesouro mediante depósito na conta única, que só pode ser utilizado no abatimento dos títulos públicos em poder do mercado ou do próprio Banco Central. Já o resultado negativo, é coberto com a transferência de títulos públicos ao Banco Central. A remuneração da conta única, diferentemente do resultado do Banco Central, pode ser livremente utilizada pelo Tesouro Nacional.

Reservas internacionais e o resultado do Banco Central

Até o momento, nada foi dito sobre as reservas internacionais que, usualmente são geridas e depositadas no banco central²². Essas reservas são adquiridas no mercado de câmbio, financiadas com emissão de moeda e/ou venda de títulos públicos, desde que a emissão não seja inflacionária e a carteira de títulos não caia abaixo das necessidades da política monetária.

Dentro de certos limites, a posse de reservas internacionais não gera problemas e nem reverte o resultado estruturalmente positivo do banco central. Entretanto, na década passada, essas reservas subiram de modo acentuado em muitas economias em desenvolvimento, inclusive no Brasil, situação que gerou fatos importantes, a

²⁰ O § 3º do art. 2º da MPV nº 2179-36 de 2001, já previa a regra da constituição de reservas. Contudo, o comando foi revogado pela Lei nº 11.803 de 2008, que reescreveu em parte o conteúdo em seu art. 4º. Há, entretanto, uma diferença importante entre os dois textos que será discutida adiante. Do mesmo modo, essa Lei revogou o § 1º do art. 2º da MPV, substituído por seu art. 3º. A única alteração foi a retirada da expressão *amortizado* que havia no comando revogado, o que parece ter tido a intenção de estender o uso do resultado para o pagamento dos juros dos títulos públicos, além do principal.

²¹ Novamente, a Lei nº 11.803 de 2008, revogou o art. 10 da MPV nº 2179-36, de 2001, substituindo-o por seu art. 5º, sem alteração.

²² É preciso não confundir as reservas internacionais com as reservas simplesmente. As reservas internacionais correspondem a um ativo do Banco Central aplicados no mercado financeiro internacional, especialmente em títulos denominados em dólar emitidos pelos governos dos países centrais. Já as reservas resultam do resultado do Banco Central, contabilizadas do lado do passivo, dentro do patrimônio líquido, com a possibilidade de serem convertidas em capital do Banco Central ou revertidas ao Tesouro Nacional. Pode-se dizer que é uma conta da transição, com destino condicionado aos acontecimentos futuros.

exemplo do aumento do endividamento público e da menor previsibilidade e gigantismo dos resultados do banco central.

Aqui no Brasil, uma das principais peculiaridades do Banco Central está associada justamente à atribuição de depositário das reservas internacionais. Não como decorrência da atribuição em si, que é usual em outros países, mas por conta do tamanho dessas reservas após o intenso acúmulo verificado no período 2006 a 2012. As reservas subiram de US\$ 53,8 bilhões em dezembro de 2005 para US\$ 373,1 bilhões em dezembro de 2012. Ao final de fevereiro deste ano, o saldo estava em US\$ 369 bilhões. Para maiores detalhes acerca do volume de reservas internacionais, vale consultar o recente estudo especial publicado pela IFI²³.

As aquisições foram financiadas com as chamadas operações compromissadas realizadas pelo Banco Central, que consistem na venda de títulos públicos de sua carteira com o compromisso de recomprá-los após certo prazo, em geral, bastante curto. Com as vendas temporárias de títulos, o Banco Central conseguia reduzir a liquidez gerada pela compra de divisas, viabilizando o controle da quantidade de moeda na economia. Como decorrência dessas operações, houve relevante expansão do endividamento público, já que as operações compromissadas nada mais são do que dívida do Banco Central junto ao mercado. Considerando-se o balanço patrimonial, mencionado nos parágrafos acima, o saldo dessas operações consta no lado do passivo²⁴.

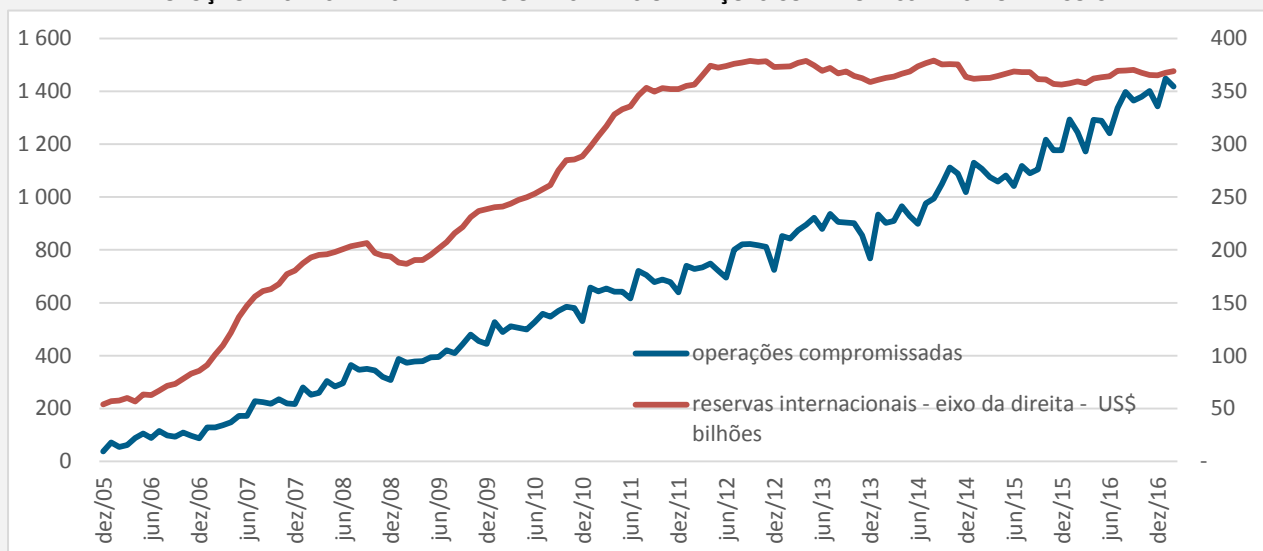
O gráfico a seguir mostra a evolução das operações compromissadas e das reservas internacionais do Brasil de dezembro de 2005 a fevereiro de 2017. Conforme se pode ver, no período de acumulação de reservas, de 2006 a 2012, as operações compromissadas também registraram avanço importante. É fato que as operações continuaram subindo após 2012, mas isso se deve a outro acontecimento que será comentado adiante²⁵.

²³ Pellegrini (2017). Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/>.

²⁴ Vale observar que se o Banco Central vendesse os títulos definitivamente, a dívida pública subiria do mesmo modo, pois o papel sairia da sua carteira e iria para o mercado. Na aferição da dívida pública feita pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), as operações compromissadas não são consideradas, mas, sim, a carteira de títulos do Banco Central. Adotando-se essa métrica, o resultado também não mudaria, pois o tamanho da carteira precisa acompanhar as operações compromissadas, já que essas são lastreadas nos títulos públicos.

²⁵ Os dados do gráfico foram retirados da tabela especial Dívida Líquida do Setor Público, disponível na página eletrônica do Banco Central (<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistDLSPComposicao.asp>). Os números das operações compromissadas foram somados à variação dos depósitos compulsórios em relação ao saldo vigente em dezembro de 2005. O ajuste visa levar em conta o efeito das mudanças nas regras do compulsório sobre as operações compromissadas, sobretudo, as mudanças adotadas no biênio 2010-2011.

EVOLUÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS E DAS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

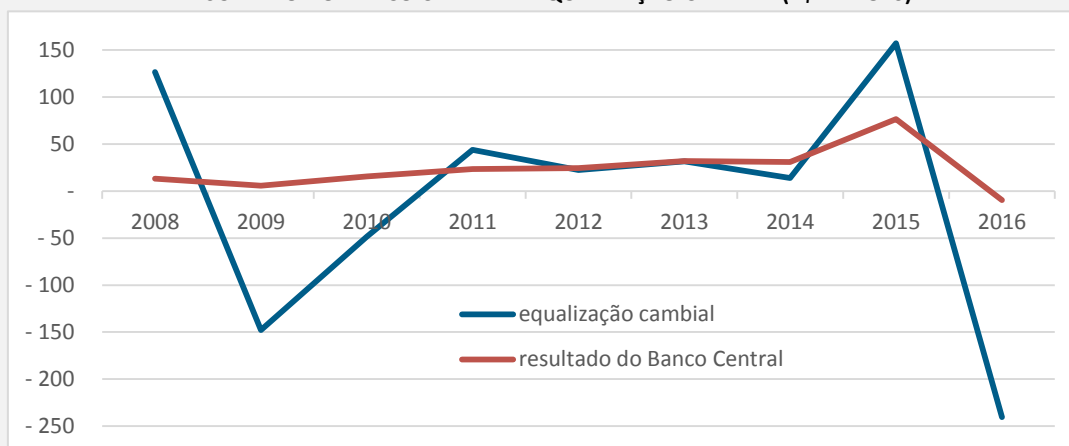
Além do efeito no nível de endividamento público, o acúmulo de reservas internacionais altera substancialmente os resultados do Banco Central. Toda vez em que a taxa de câmbio muda, muda também o valor em real das reservas e, por consequência, o resultado. Se houver aumento na taxa de câmbio (desvalorização cambial), os resultados são positivamente afetados, pois o valor em real das reservas também aumenta. Se houver redução da taxa de câmbio (valorização cambial), os resultados são negativamente afetados, por conta da diminuição do valor em real das reservas.

No Brasil, desde meados de 2011, a tendência tem sido de desvalorização cambial, a despeito de fortes oscilações da taxa de câmbio como as verificadas em 2015 e 2016. Com isso, o resultado do Banco Central perdeu tanto previsibilidade quanto sua magnitude foi substancialmente ampliada, com sinal negativo ou, com mais frequência, positivo.

Com o intuito de tornar mais transparente as razões da evolução do resultado do Banco Central, o art. 6º da Lei nº 11.803, de 2008, introduziu contabilização a parte da parcela do resultado relacionada à variação da taxa de câmbio e às operações com derivativos cambiais realizadas pelo Banco Central. Essa parcela, a que se denominou equalização cambial, é positiva em caso de desvalorização cambial, e negativa em caso de valorização cambial, considerado ainda os efeitos das operações com derivativos cambiais.

O gráfico abaixo mostra a evolução do resultado do Banco Central e da equalização cambial, desde 2008, ano de início da separação entre eles. É possível claramente identificar maior previsibilidade do resultado do Banco Central, quase sempre positivo, bem como, em contraposição, maior imprevisibilidade da equalização cambial: usualmente positiva desde 2011, em linha com sua principal determinante, a taxa de câmbio²⁶. Registre-se em particular a equalização de 2015 e 2016, R\$ 157,3 bilhões positivos e R\$ 240,3 bilhões negativos, respectivamente.

RESULTADO DO BANCO CENTRAL E EQUALIZAÇÃO CAMBIAL (R\$ BILHÕES)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O *caput* do art. 6º e seus dois incisos, conjugados com o art. 5º da Lei nº 11.803, de 2008, deram à equalização cambial, o mesmo tratamento conferido ao restante do resultado do Banco Central. Se positiva, há transferência em dinheiro ao Tesouro por meio de depósito na conta única e, se negativa, ocorre cobertura do Tesouro por meio da emissão de títulos. Dessa forma, há aumento da carteira de títulos públicos do Banco Central nos anos de valorização cambial e aumento do saldo da conta única do Tesouro nos anos de desvalorização cambial²⁷. Portanto, a carteira de títulos públicos do Banco Central e o saldo da conta única podem subir continuamente e de modo significativo por conta das oscilações da taxa de câmbio, mesmo que ela volte para o mesmo valor que estava inicialmente.

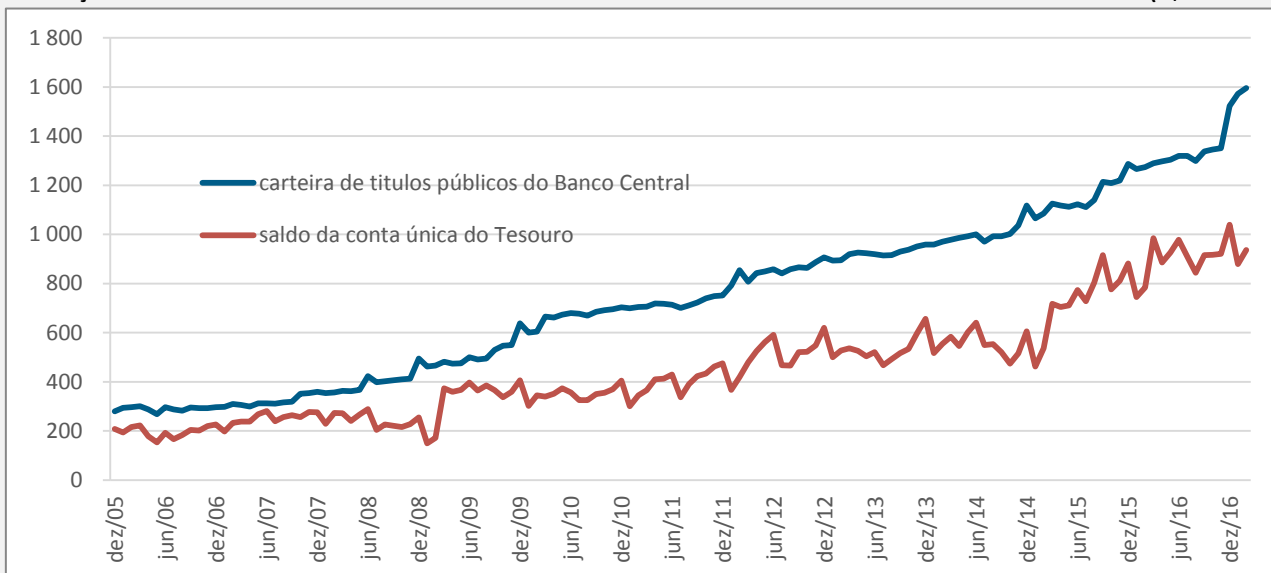
O gráfico a seguir mostra a evolução da carteira de títulos públicos no Banco Central e do saldo da conta única do Tesouro de dezembro de 2005 a fevereiro de 2017. Nota-se como ambas as variáveis passaram a crescer mais rapidamente a partir de 2008. Ao final de 2016, a carteira de títulos era de aproximadamente R\$ 1,6 trilhão, enquanto o saldo da conta única estava um pouco acima de R\$ 0,9 trilhão²⁸.

²⁶ A influência da taxa de câmbio é mais perceptível nos anos de maior variação desta taxa. Tome-se, por exemplo, os biênios 2008-2009 e 2015-2016, períodos nos quais ocorreram expressivas oscilações da equalização cambial, especialmente nos dois últimos anos. Em 2008-2009, a crise internacional provocou forte desvalorização cambial nos últimos meses de 2008, desvalorização essa quase totalmente revertida em 2009, com a dissipação dos efeitos da crise. Já no segundo biênio, a significativa desvalorização verificada em 2015, foi parcialmente revertida em 2016, em função dos acontecimentos políticos, associados à troca do comando presidencial.

²⁷ Há quem considere esse aumento conjugado da carteira de títulos públicos e do saldo da conta única do Tesouro, uma espécie de financiamento do Banco Central ao Tesouro, prática vedada pelo § 1º do art. 164 da CF. Essa é a opinião de Franco (2016). Entretanto, em uma análise estritamente jurídica, pode-se chegar a conclusão distinta, como em Monteiro (2016).

²⁸ Os dados do gráfico foram retirados da tabela especial Dívida Líquida do Setor Público, disponível na página eletrônica do Banco Central (<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistDLSPComposicao.asp>). O total do ativo e do passivo do Banco Central, segundo os demonstrativos financeiros apresentados na própria página eletrônica do Banco, estava pouco acima de R\$ 3 trilhões, em 31 de dezembro de 2016. O ativo compunha-se basicamente de títulos públicos e ativos em moeda estrangeira, próximos de R\$ 1,5 e R\$ 1,3 trilhão, respectivamente. Já o passivo era um pouco menos concentrado. Predominavam as operações compromissadas e as obrigações com o governo federal, ambas com saldo pouco superior a R\$ 1 trilhão, seguidas dos depósitos de instituições financeiras com cerca de R\$ 400 bilhões. Completavam o total do passivo, em ordem decrescente de

EVOLUÇÃO DA CARTEIRA DE TÍTULOS PÚBLICOS DO BANCO CENTRAL E DO SALDO DA CONTA ÚNICA DO TESOURO (R\$ BILHÕES)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

É claro que essas variáveis sofrem a influência de outros fatores, além do resultado do Banco Central. Nota de 2015 do Departamento Econômico (Depec) do Banco Central calculou a participação dos fatores condicionantes das duas variáveis, no acumulado de janeiro de 2007 a novembro de 2015. A carteira de títulos públicos subiu 8,3 pontos percentuais do PIB no período, tendo como principais responsáveis pelo incremento os juros incidentes sobre os títulos (16,2 pontos) e a cobertura dos resultados negativos (11,5 pontos). Já em relação ao saldo da conta única, o aumento foi de 4,4 pontos e os fatores determinantes foram a transferência do resultado positivo (14,1 pontos), seguida pelo efeito líquido de um conjunto de operações do Tesouro, com destaque para o superávit primário (13,4 pontos) e da remuneração do saldo da conta única (9,4 pontos)²⁹.

Possíveis problemas

O tratamento conferido pela legislação ao resultado do Banco Central tem sido alvo de questionamentos³⁰. Os críticos entendem que a equalização cambial positiva não deveria ser distribuída ao Tesouro se as reservas internacionais não foram vendidas à taxa de câmbio mais alta. Melhor seria mantê-la no Banco Central, como um fundo ou como reservas no patrimônio líquido, até que as reservas internacionais fossem vendidas à taxa de câmbio mais alta ou, pelo menos, que o novo patamar da taxa de câmbio se consumasse³¹.

valor, o meio circulante, o patrimônio líquido e o passivo em moeda estrangeira. Os demonstrativos podem ser encontrados em http://www.bcb.gov.br/htms/infina/be201612/Demonstra%E7%F5es_dez2016.pdf.

²⁹ Entre os fatores que atuaram para reduzir a carteira de títulos públicos estiveram o resgate de títulos da própria carteira do Banco Central, com 7,2 pontos, e o chamado efeito PIB, 14,1 pontos. Como os cálculos feitos pelo Depec aferem as variáveis como proporção do PIB, o aumento do produto eleva o denominador e atua para reduzir a variável aferida. Um outro fator que afetou a carteira, desta feita positivamente, foi a reposição sem contrapartida financeira dos títulos com prazo vencido, com 2,0 pontos. Já em relação ao saldo da conta única, atuaram para reduzi-lo o resgate de títulos públicos feitos pelo Tesouro junto ao mercado, com 16 pontos, fato que será discutido adiante, o já citado resgate de títulos da carteira do Banco Central, com 7,2 pontos, e o efeito PIB, com 9,2 pontos.

³⁰ Ver, por exemplo, Afonso, Mendes, Ribeiro, Salto e Köhler (2016) e Mendes (2016).

³¹ O mesmo não se pode dizer a respeito dos ganhos das operações com derivativos cambiais realizadas pelo Banco Central, pois esses ganhos, assim como as perdas, são acertados em dinheiro, diariamente e, portanto, correspondem a resultado realizado.

Entretanto, a Lei nº 11.803, de 2008, não prevê a constituição de reservas com base na equalização cambial. O art. 4º dessa Lei só se refere à constituição de reserva com base no resultado do Banco Central que, a partir de 2008, deixou de incluir os efeitos da taxa de câmbio. Segundo o dispositivo, as reservas não podem superar 25% do resultado do Banco Central, somado à equalização cambial. Assim, embora a equalização seja incluída na base sobre a qual se aplica o percentual, as reservas estão limitadas ao tamanho do resultado do Banco Central. Quando a equalização cambial é positiva e muito maior que o resultado, a reserva constituída é baixa em relação à equalização, justamente a parcela que mais requer reservas. Já quando a equalização é negativa e elevada, não há constituição de reservas³².

A relevância da discussão acima está diretamente relacionada ao uso que se pode fazer da equalização cambial positiva transferida ao Tesouro Nacional. O § 3º do art. 6º da Lei nº 11.803, de 2008, determina que os recursos transferidos do Banco Central ao Tesouro por conta da equalização cambial positiva devem ser obrigatoriamente destinados ao pagamento dos títulos públicos, preferencialmente da carteira do Banco Central. Desse modo, pelo menos quanto ao uso final dos recursos pelo Tesouro, o tratamento dado à equalização cambial foi o mesmo conferido ao resultado do Banco Central, nesse caso especificado no art. 3º da mesma Lei. Assim, nos registros relativos à conta única do Tesouro, fica discriminada a parcela vinda das transferências do Banco Central, equalização cambial ou resultado, para uso exclusivo no abatimento da dívida pública.

Em que pese essa destinação específica, suspeita-se que o procedimento possa ter, indiretamente, impactado as despesas do Tesouro e a composição da dívida pública. Há indicações de que, no período 2008-2015, o Tesouro utilizou a equalização cambial e os resultados do Banco Central depositados na conta única para resgatar títulos públicos em poder do mercado³³. Conforme visto, trata-se de uso autorizado pelo § 3º do art. 6º da Lei nº 11.803, de 2008. Entretanto, tal providência elevou a liquidez da economia, o que requereu ação do Banco Central por meio de operações compromissadas. De acordo com os cálculos do Depec do Banco Central, no acumulado de 2007 a 2015, as operações compromissadas subiram 12,6 pontos percentuais de PIB, sendo que o resgate líquido de títulos em mercado feito pelo Tesouro foi o maior responsável por esse aumento (16 pontos), seguido pela acumulação das reservas internacionais (10,6 pontos) e a remuneração das operações (10,1 pontos)³⁴.

Na prática, portanto, ocorreu troca de dívida pública por outra com perfil não tão favorável, afinal essas operações são corrigidas pela taxa Selic e, em geral, com prazo médio bastante inferior ao prazo dos títulos públicos em poder do mercado³⁵. Tomando-se os dados do final de janeiro de 2017, últimos disponíveis, apenas 18,1% do cerca de R\$ 1,1 trilhão de operações compromissadas tinha prazo acima de três meses, enquanto o prazo médio dos títulos públicos internos emitidos pelo Tesouro em mercado era de 4,5 anos. Em termos de correção, as operações eram basicamente corrigidas pela taxa Selic, enquanto os títulos públicos internos distribuíam-se mais uniformemente entre papéis atrelados à Selic (30,8%), a índices de preços (33,6%) e a prefixados (35,1%)³⁶.

³² Conforme visto em nota de rodapé anterior, a Lei nº 11.803, de 2008, revogou o § 3º do art. 2º da MPV nº 2.179-36, de 2001, que tratava da constituição de reservas e introduziu no lugar o comentado art. 4º. A redação revogada estabelecia que as reservas poderiam chegar a 25% do resultado do Banco Central, sem discriminar nesse resultado a parcela relativa às variações da taxa de câmbio e às operações com derivativos do Banco Central, o que só passou a ser feito em 2008.

³³ Ver a demonstração em Mendes (2016, pp. 223-232). O autor constata que houve resgate líquido de títulos públicos no mercado em todo o período 2008-2014 e que os valores transferidos pelo Banco Central ao Tesouro foram em geral suficientes para bancar esse resgate. Ademais, a participação dessas transferências entre as fontes de financiamento para o pagamento de amortização e juros da dívida pública subiu consideravelmente no período 2009-2015, quando comparada com anos anteriores.

³⁴ Atuaram para reduzir as operações compromissadas, outras relações com o Tesouro, notadamente o resultado primário das contas do governo federal (14,6 pontos), o efeito PIB explicado anteriormente (7,6 pontos) e o aumento dos depósitos compulsórios (3,7 pontos).

³⁵ A respeito dos desafios trazidos pelo elevado montante de operações compromissadas ver Salto e Afonso (2016).

³⁶ Os dados das operações compromissadas foram retirados do Quadro XXXVII-A do Nota para a Imprensa – Política Fiscal, publicado pelo Banco Central, em 31 de março de 2017 (<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>). Já os dados relativos aos títulos públicos foram retirados dos quadros 2.5 e

Há também evidências de que as transferências do resultado do Banco Central e da equalização cambial para o Tesouro foram utilizadas para financiar indiretamente outras despesas do governo federal que não o pagamento de títulos públicos, no período 2008-2015³⁷. Tal prática teria sido viabilizada pela troca de fontes orçamentárias, já que, conforme visto, esses recursos destinam-se necessariamente ao abatimento da dívida pública. Por meio dessa troca, fontes orçamentárias sem destinação específica alocadas para pagamento da dívida pública teriam sido substituídas pelo resultado do Banco Central, tornando-se assim livres para financiar outros tipos de gastos.

De fato, ao mesmo tempo que aumentou a participação das transferências de recursos do Banco Central para o Tesouro dentre as fontes de financiamento do pagamento de juros e amortização da dívida pública, caiu a participação dos chamados recursos ordinários e da remuneração da conta única do Tesouro, ambas fontes sem destinação específica. Vale observar que essa última fonte foi reforçada nos últimos anos pelo aumento do saldo da conta única que decorreu, por sua vez, entre outras razões, da transferência periódica da equalização cambial e da elevada taxa que remunera a conta única, assim como ocorre com a taxa de juros em geral na economia brasileira. Conforme visto, de acordo com os cálculos do Depec do Banco Central, a remuneração foi responsável pelo aumento de 9,4 pontos percentuais de PIB no saldo da conta única, no acumulado do período 2007-2015.

Possíveis correções

A constatação de tais problemas fez surgir algumas propostas de correção das normas que regem a relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional. Nesse sentido, foi apresentado o Projeto de Lei Complementar nº 125, de 2016, de autoria do Senador Ricardo Ferraço, atualmente em análise na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, sob a relatoria do Senador Tasso Jereissati³⁸. De acordo com o projeto que altera a LRF e suprime dispositivos da MPV nº 2.179-36, de 2001, e da Lei nº 11.803, de 2008, os resultados positivos do Banco Central passariam a constituir reservas a serem mantidas no próprio Banco para cobrir resultados negativos futuros, tendo como limite uma proporção das suas reservas internacionais, líquidas da dívida externa. Alcançado esse limite, o resultado positivo passaria a compor um fundo de transferência ao Tesouro Nacional, também mantido no próprio Banco Central. O valor correspondente à média dos aportes líquidos feitos nesse fundo nos últimos três anos seria transferido anualmente ao Tesouro Nacional. Esses recursos teriam como destino o pagamento de amortização e juros dos títulos públicos da carteira do Banco Central e a cobertura de resultados negativos do Banco, caso as reservas fossem insuficientes.

Outra possível proposta seria transferir as reservas internacionais e as operações com derivativos cambiais do Banco Central para um fundo cambial, em troca de títulos públicos. O fundo seria gerido por um Comitê de Política Cambial, sujeito às diretrizes gerais do Conselho Monetário Nacional (CMN). Os ganhos ficariam no próprio fundo, com eventuais transferências para o Tesouro, a serem utilizadas para abater títulos públicos. Já as perdas seriam cobertas pelo Tesouro com a emissão de títulos³⁹.

Enfim, esse box procurou mostrar as relações entre o Tesouro Nacional e Banco Central, considerando-se a legislação aplicável e as contas patrimoniais e de resultado do Banco. Não se pode dizer que o Brasil destoe significativamente do padrão internacional nesse campo. Entretanto, o tratamento conferido ao resultado do Banco

3.8, anexos ao Relatório Mensal – Dívida Pública Federal, de fevereiro de 2017, da Secretaria do Tesouro Nacional (<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>).

³⁷ Ver ainda a demonstração em Mendes (2016, pp. 223-232).

³⁸ A opção por lei complementar traz à baila a questão do instrumento legal adequado para reger o resultado do Banco Central. Há quem entenda que o assunto deve ser tratado por meio de lei complementar, por força do inciso II do § 9º do art. 165 da CF. Segundo tal comando, cabe à lei complementar estabelecer normas de gestão financeira e patrimonial da administração direta e indireta. Assim, a Lei nº 11.803, de 2008, não seria adequada para reger o assunto. Ver, por exemplo, Carvalho Jr. (2016). Vale reforçar, entretanto, que não se trata de tema consensual.

³⁹ Ver mais detalhes sobre a proposta em Goldfajn (2016).

Central, conjugado ao contexto econômico de elevado montante de reservas internacionais e de substancial oscilação da taxa de câmbio, parece ter viabilizado, pelo menos até 2015, políticas consideradas controversas de gastos e de gestão da dívida pública. Essa situação inspirou a proposição de ajustes nas regras que regem o resultado do Banco Central de forma a evitar a adoção das referidas políticas.

Referências bibliográficas

AFONSO, J.R.R, MENDES, M.J., RIBEIRO, L.C., SALTO, F.S. e KÖHLER. M.A. *Fontes (remanejadas) e Usos (retardados) de Recursos Federais ao final de 2015*. Nota Técnica FGV/IBRE, fevereiro de 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2015) *Fatores Condicionantes da Evolução das Operações Compromissadas e eventos correlatos*. Nota do Departamento Econômico (Depec) do Banco Central do Brasil.

CARVALHO Jr., A. A. (2016) *BC e Tesouro: um estudo sobre a Constituição, leis complementares, leis ordinárias e medidas provisórias*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

FRANCO, G. (2016) *O Jogo do Papagaio*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

GOLDFAJN, I. (2016) *Comitê de Política Cambial para as reservas do Banco Central: uma proposta*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

LEISTER, M.D. e MEDEIROS O.L. (2016) *Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

MENDES, M. J. (2016) *A Lei 11.803/08 e a relação financeira entre o Tesouro Nacional e o Banco Central*. In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

MONTEIRO C. E. S. (2016) *O que exatamente está vedado pelo art. 165, § 3º, da Constituição?* In: Bacha, E. (org.). *A Crise Fiscal e Monetária Brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1º ed.

PELLEGRINI, J. A. (2017) *Reservas Internacionais: Evolução, Nível Adequado e Custo de Carregamento*. Estudo Especial nº 1 da Instituição Fiscal Independente (IFI). Março de 2017.

SALTO, F.S. e AFONSO, J.R.R (2016). *Vício em Compromissadas*. *Jornal O Estado de S. Paulo*. 9 de novembro de 2016.

Tabelas fiscais

TABELA 7. AVALIAÇÃO ANUAL - VALORES REALIZADOS, PROJEÇÕES E TAXAS DE VARIAÇÃO

Discriminação	2016		2017				Variações reais			
	Valores	% PIB	Decreto 9.018/17		IFI		IFI - Decreto		2017/2016 (%)	
			Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	Diferença %	Decreto	IFI
I. RECEITA TOTAL	1.314.953	21,0	1.378.810	21,2	1.376.808	21,2	-2.001	-0,1	0,3	0,2
I.1 - Receita Administrada pela RFB	819.589	13,1	848.750	13,1	842.571	13,0	-6.179	-0,7	-0,9	-1,6
I.2 - Incentivos Fiscais	-163	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	-	-100,0	-100,0
I.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS	358.137	5,7	371.737	5,7	379.412	5,8	7.676	2,1	-0,7	1,4
I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB	137.227	2,2	158.323	2,4	154.825	2,4	-3.498	-2,2	10,4	8,0
I.4.1 Concessões e Permissões	21.908	0,3	20.906	0,3	24.000	0,4	3.094	14,8	-8,7	4,8
I.4.2 Dividendos e Participações	2.848	0,0	9.393	0,1	4.942	0,1	-4.451	-47,4	215,6	66,1
I.4.3 Operações com Ativos	771	0,0	2.956	0,0	3.500	0,1	544	18,4	266,8	334,4
I.4.5 Demais Receitas	111.700	1,8	125.068	1,9	122.383	1,9	-2.685	-2,1	7,1	4,8
II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	226.835	3,6	234.788	3,6	224.702	3,5	-10.086	-4,3	-1,0	-5,2
III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)	1.088.118	17,4	1.144.022	17,6	1.152.106	17,8	8.085	0,7	0,6	1,3
IV. DESPESA TOTAL	1.242.373	19,8	1.283.022	19,8	1.291.106	19,9	8.084	0,6	-1,2	-0,6
IV.1 Despesas Obrigatórias	958.672	15,3	1.034.176	15,9	1.039.070	16,0	4.894	0,5	3,2	3,7
IV.1.1 Benefícios Previdenciários	507.871	8,1	560.569	8,6	566.527	8,7	5.958	1,1	5,6	6,7
IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais	257.872	4,1	282.973	4,4	284.000	4,4	1.027	0,4	5,0	5,4
IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego	56.014	0,9	57.441	0,9	55.868	0,9	-1.572	-2,7	-1,9	-4,6
IV.1.4 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	48.990	0,8	53.149	0,8	53.480	0,8	331	0,6	3,8	4,5
IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	5.624	0,1	5.295	0,1	5.933	0,1	639	12,1	-9,9	1,0
IV.1.6 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	17.593	0,3	11.252	0,2	16.003	0,2	4.751	42,2	-38,8	-13,0
IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)	13.675	0,2	13.037	0,2	13.236	0,2	199	1,5	-8,8	-7,4
IV.1.8 Fundo Constitucional DF	1.174	0,0	1.931	0,0	2.314	0,0	383	19,8	57,4	88,6
IV.1.9 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)	5.858	0,1	3.860	0,1	3.900	0,1	40	1,0	-36,9	-36,3
IV.1.10 Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC	10.163	0,2	11.315	0,2	11.315	0,2	0	0,0	6,5	6,5
IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro	23.328	0,4	26.775	0,4	23.179	0,4	-3.596	-13,4	9,8	-4,9
IV.3.12 Outras Despesas Obrigatórias	10.510	0,2	6.580	0,1	3.314	0,1	-3.266	-49,6	-40,1	-69,8
IV.2 Despesas Discricionárias - Todos os Poderes	283.700	4,5	248.846	3,8	252.036	3,9	3.190	1,3	-16,1	-15,0
V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	-	-	-
VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL	-154.255	-2,5	-139.000	-2,1	-139.000	-2,1	0	0,0	-13,8	-13,8

TABELA 8. AVALIAÇÃO MENSAL - VALORES REALIZADOS, TAXAS DE VARIAÇÃO E PROJEÇÃO PRÓXIMO MÊS

Discriminação	jan/17	fev/17	Variação real em fev-17		
			Em Um ano	Acum. 12 meses	Acum. no ano
			(t/t-12)	(Acum 12m t/ Acum 12m t-12)	(Acum Ano t/ Acum Ano t-12)
I. RECEITA TOTAL	137.435	94.058	0,2%	0,0%	-4,6%
<i>I.1 - Receita Administrada pela RFB</i>	<i>96.736</i>	<i>56.987</i>	<i>1,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>1,1%</i>
<i>I.2 - Incentivos Fiscais</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>-</i>	<i>0,0%</i>	<i>-</i>
<i>I.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS</i>	<i>26.897</i>	<i>28.402</i>	<i>-3,2%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-4,5%</i>
<i>I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB</i>	<i>13.802</i>	<i>8.670</i>	<i>5,8%</i>	<i>0,4%</i>	<i>-31,3%</i>
I.4.1 Concessões e Permissões	352	92	-56,3%	-1,1%	-96,4%
I.4.2 Dividendos e Participações	60	5	335,6%	0,1%	2269,7%
I.4.3 Operações com Ativos	99	84	-	9,5%	-
I.4.5 Demais Receitas	23.490	14.341	0,1	0,0	0,1
II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA	18.583	24.913	7,4%	0,7%	5,3%
III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)	118.852	69.145	-2,2%	-0,1%	-6,6%
IV. DESPESA TOTAL	99.812	95.408	-1,5%	-0,1%	-7,9%
<i>IV.1 Despesas Obrigatórias</i>	<i>87.696</i>	<i>76.977</i>	<i>1,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-1,3%</i>
IV.1.1 Benefícios Previdenciários	40.270	41.950	4,6%	0,4%	6,0%
IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais	24.214	21.887	8,4%	0,6%	7,0%
IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego	5.693	5.534	-18,8%	-2,3%	-19,0%
IV.1.4 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	4.287	4.407	4,7%	0,4%	4,7%
IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	0	473	-4,8%	-0,5%	-52,4%
IV.1.6 Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha	1.069	1.010	-49,5%	-5,8%	-49,5%
IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)	2.615	919	9,5%	0,6%	2,0%
IV.1.8 Fundo Constitucional DF	95	145	89,4%	5,7%	46,8%
IV.1.9 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)	163	163	-4,5%	-0,1%	-7,0%
IV.1.10 Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC	102	94	10,7%	0,1%	-19,8%
IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro	8.981	64	-92,1%	-3,5%	-30,4%
IV.3.12 Outras Despesas Obrigatórias	208	332	-13,4%	-0,5%	-66,7%
<i>IV.2 Despesas Discricionárias - Todos os Poderes</i>	<i>12.116</i>	<i>18.431</i>	<i>-10,9%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-32,4%</i>
IV.2.1 Bolsa Família	0	0	-	-0,1	-1,0
IV.2.2 PAC (Ex MCMV)	708	1.068	-60,1%	-5,0%	-70,4%
IV.2.3 MCMV	78	82	-88,3%	-8,1%	-87,8%
IV.2.4 LEJU/MPU	532	772	-24,8%	-1,9%	-27,8%
IV.2.4 Demais Discricionárias	10.798	16.508	0,0	0,0	-0,2
V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL	0	0	-	-	-
VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL	19.040	-26.263	0,3%	0,0%	-31,9%

Projeções da IFI

	2014	2015	2016	Projeções				
				2017	2018	2019	2020	2021
PIB – crescimento real (% a.a.)	0,50	-3,77	-3,59	0,46	1,93	2,38	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	7,33	6,58	4,07	3,83	4,09	3,61
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0,56	-1,85	-2,49	-2,81	-2,41	-1,94	-1,60	-1,18
d/q Governo Central	-0,35	-1,94	-2,54	-2,74	-2,35	-1,89	-1,55	-1,14
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	-5,39	-8,36	-6,49	-6,04	-5,35	-5,33	-5,25	-5,15
Resultado Nominal (% do PIB)	-5,95	-10,22	-8,98	-8,84	-7,76	-7,27	-6,85	-6,33
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	56,28	65,45	69,87	76,94	80,16	82,39	82,84	84,33

