

## Destaques

- **Dados de atividade econômica** apresentaram **expansão moderada** ao longo do quarto trimestre.
- A **situação das contas externas do país** permanece **favorável, de modo geral**.
- **Ajuste fiscal** estabiliza **déficit primário no curto prazo**, mas é **insuficiente para controle da dívida**.
- **Previsão de gastos obrigatórios** menores permite **liberação de R\$ 5 bilhões, em dezembro**.
- **Orçamento de 2018** já se inicia com **necessidade de corte**.
- **Brasil possui atualmente amplo conjunto de regras fiscais**.
- **Estimativas recentes de hiato do produto na economia brasileira** variam de **-3% a -8% para 2016**.

## Resumo

- Atividade econômica mostra **expansão gradual** no quarto trimestre. No **mercado de trabalho**, sinais de reativação estão presentes na **ampliação da massa** de salários, mas avanço do **emprego** é determinado por categorias **sem vínculos formais**. ([Página 5](#))
- As **contas externas evoluem favoravelmente**, com a geração de elevados superávits comerciais, os quais mantêm o déficit nas transações correntes em patamar reduzido. Esse fato, juntamente com os **elevados investimentos diretos**, garantem o financiamento externo do país, em que pese os fluxos negativos dos outros investimentos externos. ([Página 8](#))
- **Surpresas positivas** em torno do volume de receitas atípicas e reação incipiente dos tributos ligados a atividade econômica beneficiam desempenho das **receitas primárias**. Tal fato, juntamente com a **redução de despesas** com subsídios, discricionárias e investimentos do PAC, permitiu **estabilização conjuntural do déficit primário** mas é insuficiente para evitar a ascensão da dívida pública. ([Página 19](#))
- **Expectativa de redução das despesas obrigatórias (R\$ 4,4 bilhões)** e receitas esperadas quase estáveis (redução de R\$ 0,9 bilhão nas brutas e aumento de R\$ 0,4 bilhão nas líquidas) em comparação ao relatório de novembro, permitem **novo descontingenciamento orçamentário, de R\$ 5 bilhões**. Com isso, recursos bloqueados caem para R\$ 19,6 bilhões, em 2017. ([Página 22](#))
- **A perda de R\$ 6 bilhões** referentes à tributação de fundos especiais e as incertezas em relação ao adiamento do reajuste dos servidores (R\$ 4,4 bilhões) e à privatização da Eletrobras (R\$ 12,2 bilhões) são fontes de preocupação para a execução do orçamento de 2018, parcialmente atenuadas pelo menor impacto do salário mínimo nas contas públicas (R\$ 3,4 bilhões). ([Página 24](#))
- O Brasil possui **amplo conjunto de regras fiscais**, distintas em razão do objeto (despesa, receita, resultado ou dívida), norma definidora (CF, lei ou resolução) e abrangência federativa. Conhecer esse conjunto é o primeiro passo para discutir como as regras se relacionam e como podem garantir a sustentabilidade fiscal. ([Página 27](#))
- Após o período de grave recessão, de meados de 2014 ao final de 2016, as estimativas para o **hiato do produto** na economia brasileira passaram a apresentar **substanciais disparidades**, indicando variado grau de incerteza em torno das diversas metodologias. ([Página 30](#))

**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 Filho

**Diretora-Geral**

Ilana Trombka

**Secretaria de Comunicação Social**

Angela Silva Brandão

**INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE**

**Diretor-Executivo**

Felipe Scudeler Salto

**Diretores-Adjuntos**

Gabriel Leal de Barros | Rodrigo Octávio Orair

**Analistas**

Carlos Eduardo Gasparini | Daniel Veloso Couri | Josué Alfredo Pellegrini | Rafael da Rocha Mendonça Bacciotti

**Layout do relatório:** SECOM/COMAP

## Apresentação

Mensalmente, a Instituição Fiscal Independente (IFI), do Senado Federal, divulga o Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF), além de outros materiais, em cumprimento à Resolução do Senado nº 42, de 2016. No ano de 2017, primeiro de atuação da IFI, publicamos 11 RAFs, 3 Estudos Especiais e 14 Notas Técnicas, em busca da maior transparência nas contas públicas. Em 2018, seguiremos com este trabalho, aprofundando nossas análises econômicas e fiscais, em parceria com a Comissão de Assuntos Econômicos e os Senadores e Senadoras.

Este primeiro RAF de 2018 traz avaliações importantes sobre a dinâmica do resultado primário, das receitas tributárias, e da atividade econômica, no final de 2017. Traçamos linhas gerais do que esperar para os próximos meses, introduzindo temas que serão mais bem delineados no Relatório de fevereiro e em outros trabalhos, como a questão das regras fiscais, em particular, da regra de ouro (art. 167 da Constituição Federal).

Os indicadores de atividade econômica apontam boa evolução da massa de salários, sinal de que as receitas subirão nos próximos períodos. Contudo, o mercado de trabalho ainda continua fragilizado, com reação concentrada na parcela informal. Trata-se, assim, de quadro de retomada paulatina, como já havíamos indicado em edições anteriores. Ainda no contexto macroeconômico, cabe destacar a evolução do balanço de pagamentos do país, que segue em posição favorável, beneficiado pelos elevados saldos comerciais.

A análise dos déficits primários (sem contar os juros da dívida) continua indicando estabilidade dos resultados, mas em nível muito distante do necessário para reequilibrar as contas públicas e garantir a sustentabilidade da dívida pública (em relação ao PIB). Os descontingenciamentos orçamentários foram viabilizados, no final do ano, na esteira de revisões nas despesas obrigatórias, conforme acompanhamento dos últimos dados orçamentários de 2017.

Para o ano que se inicia, as preocupações são elevadas quanto à possibilidade de melhorar as condições fiscais do país. Ainda há muita incerteza, potencializada pelas turbulências próprias de períodos eleitorais, sem mencionar as discussões suscitadas pela iminência de descumprimento da chamada regra de ouro e do teto de gastos (Emenda Constitucional número 95/2016). A propósito das regras fiscais, este Relatório oferece uma visão geral a respeito das regras vigentes no país, necessária para o debate sobre mudanças e checagem da efetividade desses mecanismos legais.

Finalmente, antecipamos um pouco da análise que estará contida no primeiro Estudo Especial de 2018, a respeito do hiato do produto. Mostramos que o hiato – espécie de termômetro para o dinamismo do PIB – é elevado e demorará certo tempo para diminuir. As implicações fiscais e econômicas dessa questão são centrais no debate sobre a orientação da política econômica nos próximos períodos.

**Felipe Scudeler Salto**  
Diretor-Executivo

## Sumário

<b>Destaques</b> .....	1
Resumo .....	1
Apresentação .....	3
1. CONTEXTO MACROECONÔMICO .....	5
2. SETOR EXTERNO .....	8
3. CONJUNTURA FISCAL .....	19
4. RELATÓRIO DE AVALIAÇÃO EXTEMPORÂNEO DE DEZEMBRO DE 2017 .....	22
5. ORÇAMENTO PARA 2018.....	24
Box. Sistemática de reajuste do salário mínimo .....	26
6. TÓPICO ESPECIAL: REGRAS FISCAIS NO BRASIL.....	27
7. TÓPICO ESPECIAL: HIATO DO PRODUTO NA ECONOMIA BRASILEIRA .....	30
Tabelas fiscais .....	34
Projeções da IFI .....	36

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

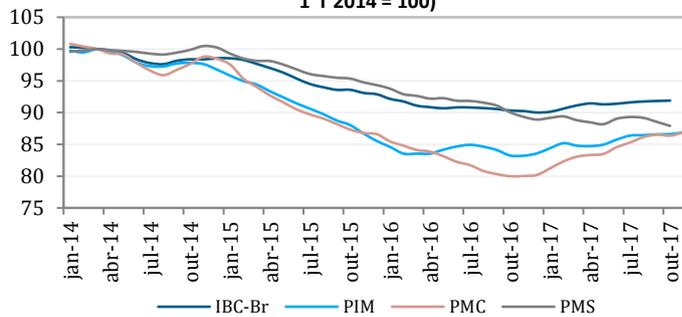
### 1.1 Atividade e mercado de trabalho

Em termos agregados, os dados de atividade apresentaram um quadro de expansão gradual da economia ao longo do quarto trimestre de 2017. No trimestre encerrado em outubro, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), construído com base em variáveis representativas da produção da agropecuária, da indústria e do setor de serviços, aumentou 0,3%, na comparação com o trimestre findo em julho, quando havia crescido 0,2%. O crescimento de 0,3% mostrou-se relativamente disseminado entre as regiões do país, exibindo taxas de variação positivas em quatro das cinco regiões: Norte (0,4%), Nordeste (0,5%), Centro-Oeste (0,3%), Sudeste (0,1%). Apenas o Sul registrou percentual negativo (0,5%).

Setorialmente, o dinamismo da economia nos últimos meses de 2017 tem sido sustentado fundamentalmente pelo comportamento da indústria, à medida que os serviços têm surpreendido negativamente. Enquanto o volume de receita no setor de serviços, capturado na Pesquisa Mensal de Serviços (PMS - IBGE) diminuiu 1,6% no trimestre findo em outubro, a produção industrial (PIM-IBGE) avançou 0,5% no trimestre encerrado em novembro, em ambos os números, comparados com o trimestre anterior. A produção cresceu em 13 dos 24 setores pesquisados (na comparação trimestral), influenciada, principalmente pelo impulso da produção de automóveis que expandiu 5,1% em novembro. Na mesma comparação, a produção do setor produtor de bens duráveis aumentou 5,9%, a de bens de capital, 2,0%, e de bens intermediários, 0,6%.

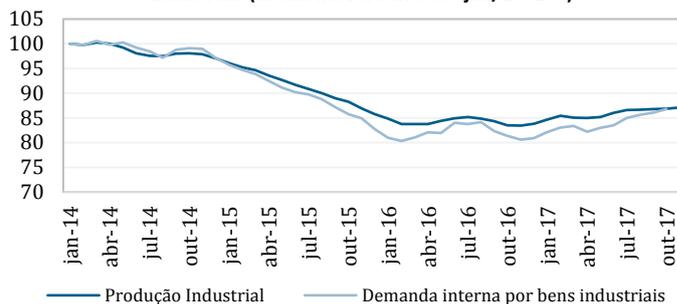
No caso dos bens duráveis, em particular, o avanço das exportações líquidas (em *quantum*) trouxe dinamismo ao setor. Segundo informações do Ipea<sup>2</sup>, no trimestre encerrado em outubro, o consumo aparente de bens duráveis (*proxy* para a demanda interna, definido como a soma da produção com as importações, menos as exportações) aumentou 2,2%, enquanto a produção subiu 5,7%. Por outro lado, na indústria geral, esses percentuais foram de 2,2% e 0,3%; nos setores produtores de bens intermediários, 1,3% e 0,1%; e bens de capital, 4,4% e 2,9%. Portanto, nesses casos, a taxa de crescimento da demanda interna superou a taxa de crescimento da produção.

**Gráfico 1. Indicadores de atividade econômica (séries dessazonalizadas - 1ºT 2014 = 100)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

**Gráfico 2. Produção industrial e demanda interna por bens industriais (média móvel 3 meses - jan/14=100)**

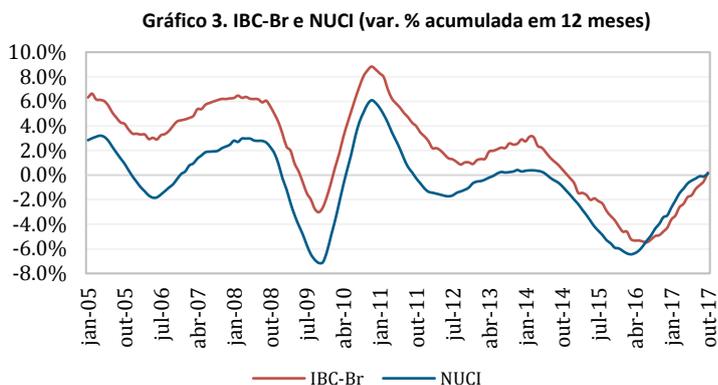


Fonte: IBGE e IPEA. Elaboração: IFI

<sup>2</sup> Ver: [http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/171220\\_cc37\\_visao\\_geral.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/171220_cc37_visao_geral.pdf)

As primeiras informações disponíveis sobre o estado da economia em dezembro, advindas dos indicadores de confiança de consumidores e empresários, também mostraram sinais mistos, reforçando a expectativa da IFI de um pequeno avanço para o PIB do quarto trimestre (+0,2% frente ao trimestre imediatamente anterior).

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) da FGV recuou 0,4 ponto percentual em dezembro, em relação a novembro, enquanto o Índice de Confiança Empresarial (ICE), que consolida informações de quatro setores cobertos pelas sondagens empresariais produzidas pela FGV (indústria, serviços, comércio e construção), mostrou elevação de 1,2 ponto, em dezembro, disseminada entre eles. Adicionalmente, cabe destacar que o nível de utilização da capacidade instalada (NUCI-FGV) aumentou 0,3 ponto percentual entre novembro e dezembro, atingindo 74,5%, o maior desde julho deste ano. O indicador guarda relação estreita com o ciclo da atividade econômica, como se observa pelo Gráfico 3.

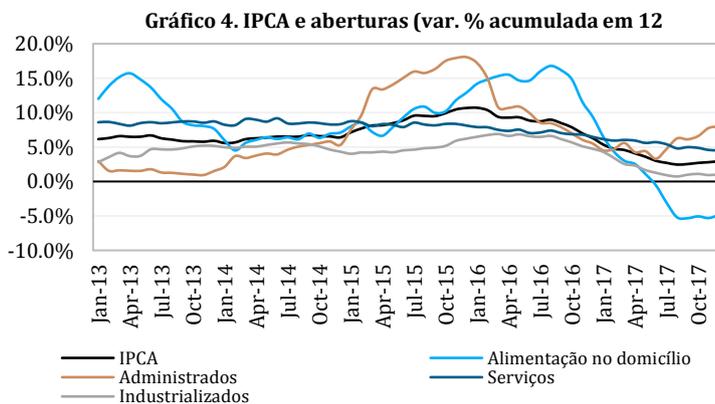


Fonte: FGV e Banco Central. Elaboração: IFI

No mercado de trabalho, os sinais de reativação estão presentes na ampliação da massa de salários (composição da população ocupada e rendimento médio). Em novembro, o indicador avançou 4,5% em termos reais frente ao mesmo período do ano anterior, resultado do crescimento de 1,9% da população ocupada e de 2,6% do rendimento médio real do trabalho. O avanço do contingente de ocupados, por sua vez, ainda é determinado pelas categorias de empregos sem carteira assinada (crescimento de 6,9% frente a novembro de 2016) e de trabalhadores por conta própria (5,0%), enquanto os empregos com carteira assinada diminuíram 2,5%. Em relação à renda do trabalho, a o processo de desinflação ainda beneficia a preservação do poder aquisitivo.

## 1.2 Inflação e juros

Apesar da trajetória de recuperação moderada da atividade, a posição cíclica da economia permanece abaixo de seu nível potencial<sup>3</sup>. Tal fato pode ser exemplificado pelo patamar ainda elevado da taxa de desemprego (12,0% da força de trabalho em novembro) e pelo nível baixo em termos históricos da utilização da capacidade instalada na indústria de transformação. O hiato do produto (diferença entre o produto observado e o produto potencial) negativo ajuda a explicar a trajetória de desaceleração dos índices de preços sensíveis ao ciclo econômico, como os bens industriais e de serviços (Gráfico 4).



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

<sup>3</sup> Para mais detalhes, ver o Tópico Especial “Hiato do Produto na Economia Brasileira”, neste relatório.

No ambiente caracterizado pela elevada ociosidade dos fatores de produção e taxa de inflação abaixo da meta, o processo em curso de flexibilização monetária (o Banco Central reduziu a taxa Selic em 725 pontos base entre outubro de 2016 e dezembro de 2017) conduziu a taxa de juros real para patamares baixos em termos históricos – fonte importante de estímulo ao consumo e investimento privados. Em dezembro, a taxa real de juros *ex-ante*, que leva em conta a taxa de juros esperada no prazo de um ano descontada a expectativa de inflação para o mesmo período, alcançou o patamar de 2,9% ao ano.

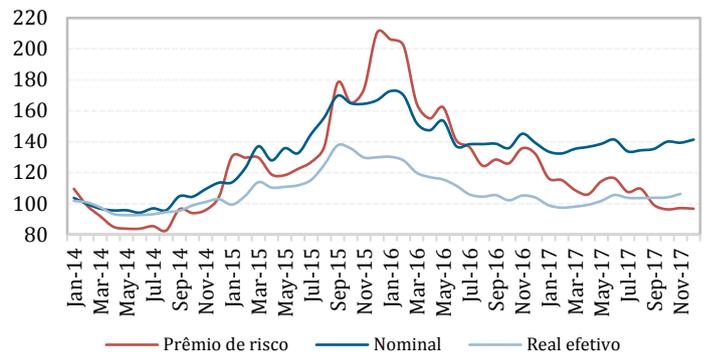
Os comunicados do Banco Central indicam que a margem atual para cortes adicionais da taxa Selic é reduzida e sugerem, portanto, que o fim do ciclo de queda de juros se aproxima. Para exemplificar, no Relatório de Inflação referente ao quarto trimestre de 2017, o modelo da autoridade monetária que utiliza as expectativas da pesquisa Focus para a taxa nominal de juros de final de período (6,75% a.a. em 2018 e 8,0% a.a. em 2019 e 2020) e a taxa de câmbio também de final de período (R\$3,30/US\$, R\$3,40/US\$ e R\$3,45/US\$) projeta taxas de inflação (IPCA) próximas à meta: 4,2% em 2018 e 2019 e 4,1% em 2020.

A taxa de câmbio vem exibindo tendência moderada de depreciação, tanto em termos nominais quanto em termos reais<sup>4</sup> (Gráfico 5), a despeito da situação muito favorável das contas externas (explorada em detalhes na seção 2). Até o momento, o risco de se investir no país, medido pelo Embi+Br<sup>5</sup>, caminha em patamares reduzidos, estabilizado ao redor de 240 pontos nos últimos três meses do ano.

Por outro lado, há pressão sobre a taxa de câmbio decorrente da redução do diferencial de juros domésticos e internacionais (Gráfico 6), notadamente os Estados Unidos, expressos pelas taxas de juros do mercado futuro de um ano. O estreitamento do diferencial de juros implica redução da expectativa de retorno sobre o investimento no país relativamente ao mercado norte-americano e diminuição dos fluxos de curto prazo.

A referida pressão sobre a taxa de câmbio tende a ser mantida diante das expectativas de novas elevações na taxa de juros norte-americana. Adicionalmente, as incertezas que perpassam o cenário político-eleitoral em 2018 e o desafio de

Gráfico 5. Risco país e taxas de câmbio (1° T 2014 = 100)



Fonte: Banco Central e Federal Reserve Bank. Elaboração: IFI

Gráfico 6. Diferencial de juros (1 ano) em p.p.



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

<sup>4</sup> A taxa de câmbio real ajusta a taxa de câmbio nominal ao diferencial de variação de preços interno e externo, sendo mais adequada para aferir o nível de competitividade externa do país.

<sup>5</sup> O Embi+Br é calculado pelo banco Jp Morgan e corresponde ao spread, em pontos-base, entre a média ponderada dos prêmios pagos pelos títulos da dívida externa brasileira e a média dos papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos. Quanto menor a pontuação do indicador de risco, menor é o risco de crédito a que investidores estrangeiros estão submetidos quando investem no país.

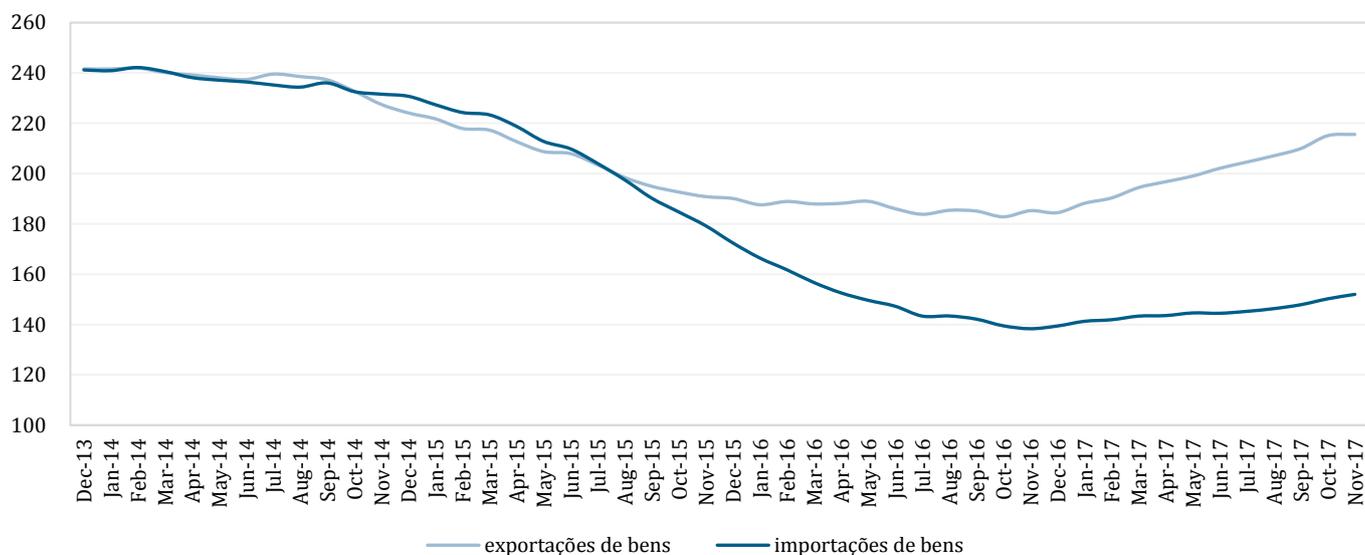
reduzir o déficit primário e garantir a sustentabilidade da dívida pública, podem também afetar as medidas de risco país, a taxa de câmbio e as expectativas de inflação.

## 2. SETOR EXTERNO

### 2.1 Transações correntes

Conforme explorado no RAF de julho de 2017<sup>6</sup>, o presente relatório volta a analisar a situação das contas externas dada sua importância para o desempenho da economia do país, mas também para as contas fiscais. A situação das contas externas já era favorável na ocasião e melhorou ainda mais. O superávit nas transações com bens tem crescido, no acumulado em doze meses, diminuindo o déficit das transações correntes e a necessidade de financiamento externo do país. Embora a entrada líquida de capitais, exclusive investimetos diretos, seja negativa, os investimentos diretos mantem-se elevados e mais que suficientes para garantir o financiamento externo, possibilitando ainda algum acúmulo de reservas internacionais. O Gráfico 6 retrata as transações de bens com o exterior, no acumuado em doze meses, desde o final de 2013<sup>7</sup>.

**GRÁFICO 7. EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES DE BENS - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES**



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

<sup>6</sup> Disponível em [http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/530364/RAF\\_06\\_2017.pdf](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/530364/RAF_06_2017.pdf)

<sup>7</sup> Os dados relativos às transações correntes e de capitais do país com o exterior foram retirados da página eletrônica do Banco Central, nas séries temporais - tabelas especiais, relativas ao balanço de pagamentos. Os dados das exportações e importações de dezembro já estão disponíveis na página eletrônica do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços, mas não obedecem exatamente aos mesmos critérios utilizados pelo Banco Central em suas estatísticas relativas ao balanço de pagamentos. De acordo com esses dados, o saldo comercial subiu de R\$ 47,7 bilhões, em 2016, para R\$ 67 bilhões, em 2017. Enquanto as exportações subiram 17,6%, as importações cresceram 9,6%, comparando-se esses dois anos.

É possível ver que tanto exportações como importações caíram no biênio 2015-2016, mas as importações caíram de modo muito mais pronunciado. Tal fato se deveu em especial à brutal redução do nível de atividade econômica no período. Como resultado, as quantidades importadas caíram 25,2%, comparando-se 2014 e 2016<sup>8</sup>. No caso das quantidades exportadas, houve aumento de 11,8%. Essa disparidade bem mais que compensou o pior desempenho dos preços das vendas externas em relação aos preços das vendas internas, 26,4% e 19,8% de queda, respectivamente, comparando-se os mesmos períodos. Como resultado desses movimentos, o equilíbrio nas transações com bens ao final de 2014 cedeu lugar a crescentes superávits, culminando nos US\$ 45 bilhões, de 2016.

Ao longo de 2017, tanto as exportações como as importações voltaram a subir, no acumulado em doze meses, mas como as vendas externas cresceram mais rápido, o superávit prosseguiu em ascensão e chegou aos US\$ 63,6 bilhões, no acumulado em doze meses, encerrados em novembro. Em termos de preços e quantidades, constata-se no ano passado padrão distinto do observado no biênio anterior, com recuperação de preços de importações e exportações (10,8% e 3,6%, respectivamente, comparando-se novembro de 2017, com o mesmo mês do ano anterior, no acumulado em doze meses), bem como aumento de quantidades de ambas (4,8% e 5,8% relativos às exportações e importações, respectivamente).

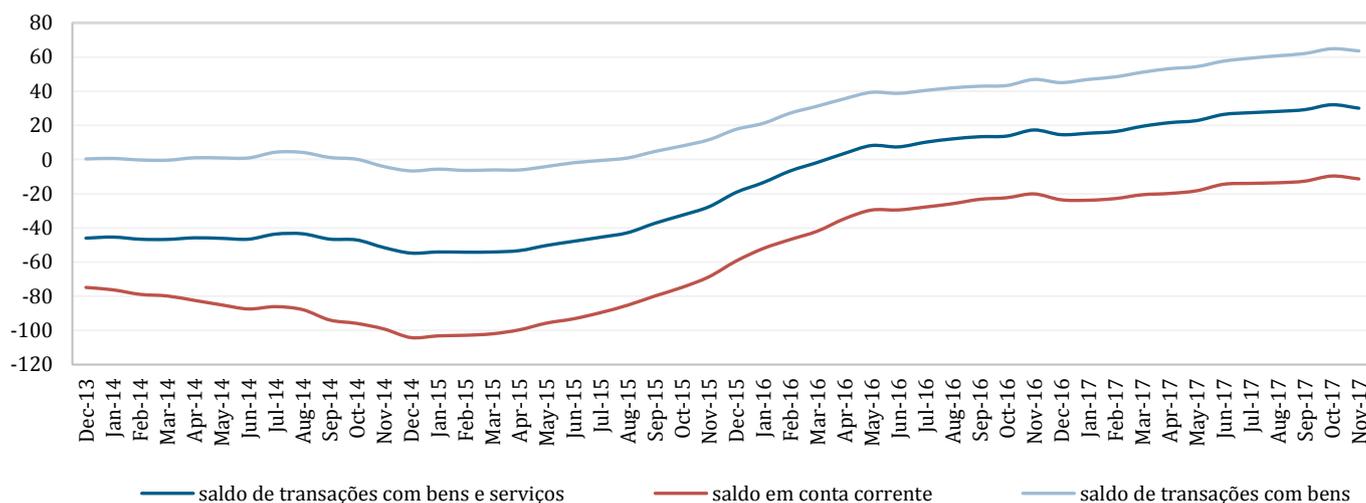
No conjunto de dados relativos a 2017, cabe registro especial ao incremento das quantidades importadas, já que as quantidades exportadas já vinham crescendo anteriormente. O aumento das compras externas provavelmente se deveu à recuperação moderada da atividade econômica, no ano passado. Se assim for, a esperada recuperação mais vigorosa da economia em 2018 deverá levar a novos aumentos das compras externas e, conseqüentemente, a reduções do saldo da balança comercial, a menos que haja alguma mudança relevante nos termos de troca do país (preços das exportações em relação ao preço das importações). Na verdade, a esperada diminuição do saldo comercial é apenas a reversão dos ganhos verificados nos últimos anos, fruto de uma das maiores recessões vividas pelo país em décadas. O importante é que esse processo se dê de forma equilibrada, sem que o setor externo passe a representar obstáculo à recuperação mais vigorosa da economia.

O saldo das transações corrente do país com o exterior resulta da soma entre o saldo das transações com bens, o saldo do comércio com serviços e os pagamentos líquidos de renda feitos ao exterior. O Gráfico 8 apresenta três curvas. A primeira mostra a evolução do saldo das transações com bens, fruto da diferença entre as exportações e as importações retratadas no Gráfico 7. A segunda informa o saldo das transações com bens e serviços. A terceira, por fim, mostra o saldo final das transações correntes que inclui também os pagamentos líquidos de renda ao exterior. Tal qual o Gráfico 6, o período coberto inicia-se ao final de 2013 e os valores referem-se ao acumulado dos últimos doze meses.

---

<sup>8</sup> Os dados relativos a preços e quantidades de exportações e importações foram extraídos do Boletim de Comércio Exterior da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), disponível na página eletrônica da instituição.

GRÁFICO 8. TRANSAÇÕES CORRENTES, ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

Conforme se pode ver no Gráfico 8, a curva que mostra o comércio com bens e serviços está sempre abaixo da curva que retrata apenas o comércio com bens, pois o Brasil é bastante deficitário nas transações com serviços, notadamente em itens como viagens, propriedade intelectual, aluguel de equipamentos, serviços de arquitetura e engenharia e transportes. Em novembro de 2017, enquanto o saldo comercial acumulado nos últimos doze meses estava em US\$ 63,6 bilhões, o saldo positivo com a inclusão de serviços chegou a US\$ 30 bilhões, vale dizer déficit de US\$ 33,5 bilhões nas transações com serviços, sendo US\$ 67,9 bilhões de despesas e US\$ 34,4 bilhões de receitas. Trata-se de tradicional déficit estrutural da economia brasileira que gera gargalos importantes em períodos de crescimento econômico mais acelerado.

A terceira curva retratada no Gráfico 8, por fim, mostra o saldo final das transações correntes do país, que inclui os pagamentos líquidos de renda ao exterior. Esses pagamentos consistem principalmente nos rendimentos de capitais trazidos ao país, notadamente os lucros advindos dos investimentos diretos em empresas, os rendimentos dos investimentos em carteira (títulos e ações) e os juros decorrentes dos empréstimos tomados no exterior. Como o Brasil é um grande importador de capitais, os fluxos de renda são bastante deficitários, tais quais os serviços. O déficit acumulado nos últimos doze meses encerrados em novembro dos pagamentos líquidos chegou a US\$ 41,4 bilhões, sendo US\$ 16,7 bilhões de receitas e US\$ 58,1 bilhões de despesas.

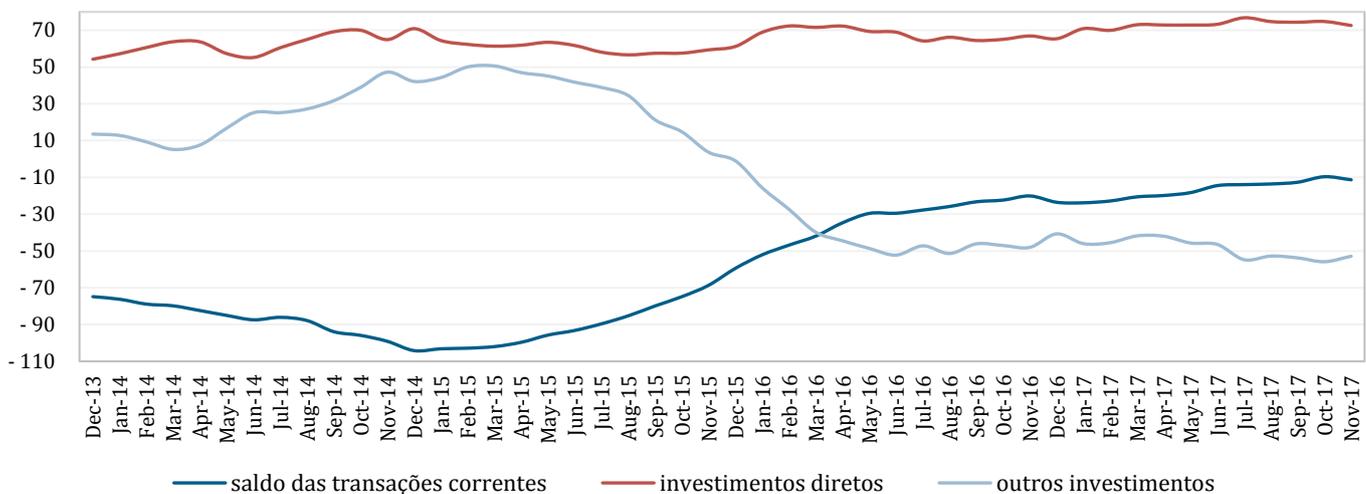
Como resultado do superávit da balança comercial e dos déficits no comércio com serviços e pagamentos de rendas, o déficit das transações correntes do país, chegou a US\$ 11,3 bilhões nos doze meses encerrados em novembro. Trata-se de um déficit bastante baixo, comparando-se com o histórico do Brasil que, na sua condição de país em desenvolvimento, requer a complementação de poupança externa. A semelhança entre as curvas retratadas no Gráfico 8 mostra como a evolução das exportações e das importações de bens foi decisiva para ditar a evolução do saldo das transações correntes. Ao final de 2014, quando a balança comercial ainda apresentava pequeno déficit, o saldo negativo das transações correntes estava em US\$ 104,2 bilhões (4,24% do PIB). Com a posterior pronunciada queda das importações de bens, não acompanhada de redução equivalente das exportações de bens, foi possível elevar significativamente o superávit das transações com bens e, assim, reduzir em igual dimensão o déficit das transações correntes. Esse déficit deverá voltar a subir com a recuperação do crescimento econômico, a menos que haja alguma mudança relevante nos termos de troca do país, conforme já destacado.

## 2.2 Transações de capitais

Vista a evolução das transações correntes do Brasil, cabe agora verificar a chamada conta financeira, onde estão registradas as entradas e saídas de capitais do país. Conforme visto, o Brasil é um importador de capitais, pois usualmente os déficits nas transações correntes são financiados com a entrada líquida de recursos. Quando os fluxos financeiros superam o déficit nas transações correntes, as reservas internacionais aumentam. Caso contrário, as reservas caem.

O Gráfico 8 informa a evolução da conta de capitais, discriminando a entrada líquida de investimento direto em empresas do país dos demais investimentos (empréstimos, créditos comerciais, depósitos e investimentos em títulos e ações). Doravante, todos esses itens serão denominados outros investimentos, para distingui-los dos investimentos diretos. O Gráfico 9 informa ainda o saldo das transações correntes tal qual indicado no Gráfico 8. Os números são apresentados no acumulado dos últimos doze meses e cobrem o período pós 2013.

**GRÁFICO 9. TRANSAÇÕES FINANCEIRAS - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES**



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

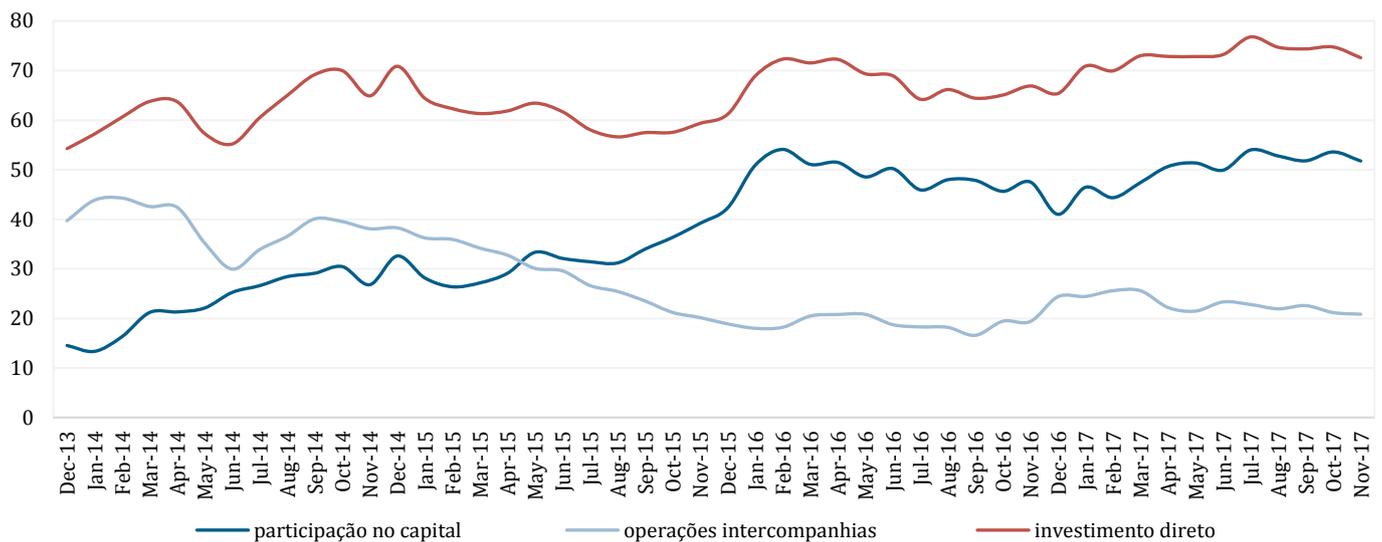
Os investimentos diretos e os outros investimentos evoluíram de modo bastante distinto nos últimos anos. Enquanto os primeiros mantiveram-se relativamente estáveis em patamar elevado, próximo de US\$ 70 bilhões, de modo até surpreendente dada a sorte de acontecimentos observados no país durante o período, os outros investimentos caíram significativamente a partir do início de 2015, permanecendo desde junho de 2016 em cerca de US\$ 50 bilhões negativos, no acumulado dos últimos doze meses. Tal fato só não dificultou o financiamento externo do país por conta da estabilidade dos investimentos diretos e da redução do déficit das transações correntes. Em novembro de 2017, no acumulado dos últimos doze meses, enquanto os investimentos diretos chegaram a US\$ 72,6 bilhões, os outros investimentos estavam em US\$ 52,9 bilhões, negativos. A diferença serviu para financiar o déficit nas transações correntes, de US\$ 11,3 bilhões, e propiciar acumulado extra de reservas internacionais<sup>9</sup>.

<sup>9</sup>A variação das reservas não corresponde simplesmente à diferença entre os investimentos (diretos e outros investimentos), e o déficit nas transações correntes, pois existem ainda outras contas de menor importância. O saldo dessas outras contas ao término de novembro, no acumulado dos últimos meses, não chegou a US\$ 5 bilhões, composto basicamente de erros e omissões. Essa conta é calculada pela diferença entre a variação das reservas e o resultado produzido por todas as outras contas do balanço de pagamentos, com base na suposição de que a aferição das reservas é mais apurada do que a de todas as demais contas.

A disparidade entre a evolução dos investimentos diretos e os outros investimentos chama a atenção. Não cabe aqui ater-se ao tema. Em caráter preliminar, pode-se afirmar que a queda dos outros investimentos foi causada pela redução da expectativa de retorno *ex ante* no curto prazo, decorrente, por sua vez, do agravamento do quadro econômico ao longo de 2015, coroado pelo início da série de rebaixamentos da nota de crédito do Brasil pelas agências de *rating*, a começar pela Standard & Poor's, em setembro desse ano. Vale destacar uma vez mais a intensidade da mudança dos fluxos: de cerca de US\$ 50 bilhões de entrada líquida positiva, em março de 2015, para algo em torno de US\$ 50 bilhões negativos, a partir de junho de 2016, sempre no acumulado em doze meses.

Já os investimentos diretos nas empresas são guiados por considerações de longo prazo, mais do que a expectativa de retorno no curto prazo, já que as decisões nesse caso não são facilmente revertidas a custo baixo. Vale separar dois componentes do investimento direto: o investimento direto propriamente dito, também chamado de participação no capital, e as operações intercompanhias. Essas operações, espécie de empréstimos das matrizes às filiais no Brasil, possuem natureza híbrida, pois devem orientar-se, em certa medida, pela avaliação de retorno esperado no Brasil no curto prazo. O Gráfico 10 mostra a evolução desses dois itens do investimento direto, no acumulado em doze meses, desde dezembro de 2013.

**GRÁFICO 10. INVESTIMENTO DIRETO - ACUMULADO EM DOZE MESES - US\$ BILHÕES**



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

No biênio 2014-2015, os dois itens evoluíram de modo bastante distinto, pois enquanto a participação no capital subiu, o fluxo de operações intercompanhias caiu. No biênio 2016-2017, ainda que tenha havido oscilação, a tendência de ambas se manteve em cerca de US\$ 50 bilhões e US\$ 20 bilhões, respectivamente. A evolução dos operações intercompanhias parece ter seguido um padrão um pouco mais próximo ao da evolução dos outros investimentos registrada no Gráfico 9, mas de modo bem menos pronunciado, o que confirma a natureza híbrida antes registrada.

Já a participação no capital mostrou nítida tendência de aumento em um período de grave crise econômica e, em seguida, estabilizou-se em patamar elevado. Entre o início de 2014 e o início de 2016, o fluxo subiu cerca de quatro vezes, alcançando os US\$ 54 bilhões, em fevereiro de 2016. Desde então, tem-se mantido próximo desse patamar. Pode-se conjecturar as razões desse aparente contra-senso. Como a participação no capital é orientada por horizonte de longo prazo, o seu incremento em um período de grave crise econômica parece sustentar-se em uma avaliação positiva a

respeito da superação da crise e posterior recuperação do crescimento. Outra explicação é o aproveitamento pelos investidores externos do barateamento dos ativos brasileiros causado pela crise, ainda mais com a desvalorização cambial observada em 2015. É claro que as duas possibilidades não são excludentes e podem ter atuado conjuntamente para elevar a participação no capital no período.

### 2.3 Investimentos no Brasil e dívida externa

A essa altura, vistas as transações correntes e de capitais entre os residentes e o restante do mundo, vale analisar em mais detalhes a composição dos estoques de investimentos no Brasil, incluindo aí os investimentos diretos e os outros investimentos, tais quais definidos acima. Esses estoques foram formados a partir dos investimentos feitos no país ao longo do tempo. Esse enfoque permite avaliar melhor o potencial de movimentos de capitais para fora do país. Permite verificar ainda a adequação do estoque de reservas internacionais, que corresponde a crédito do país perante o mundo. A Tabela 1 abaixo mostra essa composição em novembro de 2017, último mês com dados disponíveis<sup>10</sup>.

**TABELA 1 - COMPOSIÇÃO DO INVESTIMENTO NO BRASIL (NOVEMBRO DE 2017)**

	US\$ milhões	Part. %
Total	1.558.469	100
Investimento direto no país	799.619	51,3
Participação no capital	562.993	36,1
Operações intercompanhia	236.626	15,2
Investimentos em carteira	540.077	34,7
Ações	313.818	20,1
No país	233.954	15,0
No exterior	79.864	5,1
Títulos de dívida	226.259	14,5
No país	127.603	8,2
No exterior	98.656	6,3
Empréstimos	212.431	13,6
Outros*	6.091	0,4
Derivativos	250	0,0

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

\* inclui crédito comercial, depósitos e Direito Especial de Saque.

O estoque de investimentos no país em novembro de 2017 chegou a US\$ 1,6 trilhão, sendo US\$ 799,6 bilhões em investimentos diretos (51,3% do total), US\$ 540,1 bilhões em investimentos em carteira (34,7% do total) e US\$ 212,4 bilhões em empréstimos (13,6% do total). Trata-se de montante bastante elevado, que traria sérias dificuldades caso parte dele saísse do país em curto espaço de tempo. Uma possível forma de avaliar os riscos advindos desses movimentos é a comparação com as reservas internacionais, que podem ser utilizadas para atender à demanda por divisas, isolando o restante da economia dos potenciais efeitos negativos de alterações abruptas do cenário cambial.

<sup>10</sup> A Tabela 1 foi montada com base no Quadro XXXI-A das Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Setor Externo, divulgada regulamente na página eletrônica do Banco Central. Observe-se que se trata da posição de investimento no Brasil, sem descontar o investimento do país no exterior. O Banco Central também disponibiliza um quadro relativo à essa posição, cujo principal item são as reservas internacionais.

Em novembro de 2017, as reservas estavam em US\$ 381,1 bilhões (conceito de caixa). Tal montante corresponde a 24,4% do total do passivo. Entretanto, a relação não é adequada para avaliar o tamanho das reservas. Boa parte dos investimentos não pode ser desfeita imediatamente sem elevados custos, a exemplo da participação no capital. Do mesmo modo, as ações podem ser vendidas com rapidez, mas a preços baixos, se as vendas forem intensas e concentradas no tempo. Ademais, no caso das ações no país, quitadas em moeda nacional, ocorre perda extra na saída, pois os períodos de estresse são acompanhados de desvalorização cambial, o que reduz o valor em real dos investimentos dos não residentes. O mesmo ocorre com os títulos de dívida no país, liquidados em reais. Excluindo-se esses itens do total do passivo internacional, resta a dívida externa do país, mais as operações intercompanhias, totalizando US\$ 553,8 bilhões. A dívida externa representou US\$ 317,2 bilhões desse total e resulta da soma de três itens da Tabela 1: US\$ 212,4 bilhões relativos a empréstimos (67% do total); US\$ 98,7 bilhões, referentes a títulos da dívida no exterior (31,1 %); e US\$ 6,1 bilhões da conta *outros* (1,9%).

O prazo é uma variável bastante relevante quando se trata de avaliar a situação das contas externas e o tamanho das reservas internacionais. A dívida externa de curto prazo, aquela que vence em até doze meses, está sujeita ao risco de refinanciamento, pois as condições de mercado vigente na ocasião do vencimento podem não ser favoráveis, especialmente em momentos de agravamento do quadro econômico. Por isso, as reservas internacionais podem ser mais adequadamente comparadas com essa parcela da dívida do que com o total do passivo. Entretanto, tal critério de separação considera o vencimento da dívida no momento da contratação. Ocorre que parcela da dívida de longo prazo também vence em até doze meses, de acordo com o cronograma de amortização estabelecido. Ademais, há os juros a serem pagos nesse período. Por isso, o Banco Central divulga os dados da chamada dívida externa por prazo residual com dados relativos aos juros e ao principal da dívida a vencer em até doze meses (dívida de curto prazo mais dívida de longo prazo a vencer em doze meses), discriminando-se ainda governos, bancos, outros setores e as operações intercompanhias. Tais dados estão na Tabela 2, com informações relativas a setembro de 2017, último dado disponível<sup>11</sup>.

**TABELA 2. JUROS E PRINCIPAL DA DÍVIDA EXTERNA A VENCER EM DOZE MESES (US\$ MILHÕES)**

	Set./17
Governos (mais Banco Central)	7.951
Bancos	67.667
Outros setores	35.427
Operações intercompanhias	45.367
Total	156.412
Principal	132.536
Juros	23.876

*Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.*

O principal e os juros da dívida externa a serem pagos de outubro de 2017 a setembro de 2018 chegam a R\$ 156,4 bilhões, incluindo-se aí as operações intercompanhias. Desse total, US\$ 23,9 bilhões referem-se a juros. A título de comparação, a dívida externa em setembro de 2017 era de US\$ 318,4 bilhões, que, somada ao saldo das operações intercompanhias de US\$ 234,8 bilhões, resulta em US\$ 553,2 bilhões. Os bancos respondem por US\$ 67,7 bilhões do total de US\$ 156,4 bilhões, seguidos das operações intercompanhias e dos outros setores que incluem basicamente empresas não financeiras. Já os

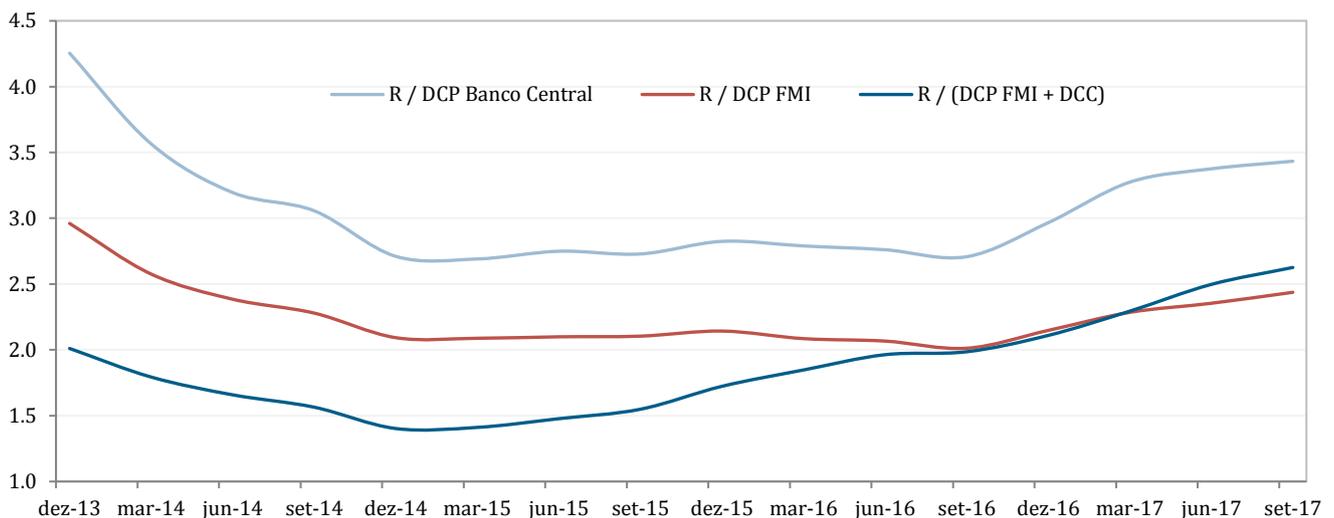
<sup>11</sup> A Tabela 2 foi montada com base na tabela especial das séries temporais do Banco Central, intitulada Dívida externa bruta e dívida externa de curto prazo por vencimento residual.

governos (mais o Banco Central) respondem por muito pouco do total. A dívida pública externa receberá atenção mais detida adiante.

#### 2.4 Adequação das reservas internacionais

Há vários modos de aferir a adequação das reservas internacionais do país. Uma delas é a relação entre as reservas e a parcela da dívida externa a vencer em doze meses, critério conhecido como Greenspan/Guidotti<sup>12</sup>. O Banco Central afere esse indicador sem a inclusão das operações intercompanhias, mas o FMI prefere incluir essas operações. Há ainda o critério Greenspan/Guidotti ampliado que soma à dívida o déficit nas transações correntes do país, para melhor captar a potencial demanda por divisas em momentos de maior dificuldade. O Gráfico 11 mostra a evolução das relações sugeridas pelos três critérios, desde o final de 2013, até setembro de 2017. Não é possível oferecer informações mais atualizadas, por conta da defasagem dos dados relativos à dívida externa a vencer em doze meses. Os juros da dívida externa a serem pagos em doze meses são considerados nos dois indicadores restritos, mas não no ampliado, para evitar a dupla contagem, já que esses juros são contabilizados nas transações correntes. O indicador ampliado considera as operações intercompanhias.

**GRÁFICO 11. RESERVAS (R) EM RELAÇÃO À DÍVIDA EXTERNA DE CURTO PRAZO (DCP) E AO SALDO DAS TRANSAÇÕES EM CONTA CORRENTE (SCC)**



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

Levando-se em conta as reservas internacionais (R) em relação à dívida externa a vencer em até doze meses (DCP), os indicadores do Banco Central e do FMI caíram de modo acentuado em 2014, por conta do rápido aumento do passivo externo: de 4,3 e 3,0 vezes para 2,7 e 2,1 vezes, pelo critério do Banco Central e do FMI, respectivamente. Entretanto, os indicadores se mantiveram relativamente estáveis em 2015 e em boa parte de 2016. Com o aumento verificado a partir do final do ano passado, os indicadores chegaram em setembro de 2017 a 3,4 e 2,6 vezes. Tal melhoria se deveu à redução

<sup>12</sup> A respeito do desempenho das reservas internacionais do Brasil utilizando-se vários critérios, comparados a vários países, ver o Estudo Especial da IFI no 1, de março de 2017, que pode ser encontrado em [http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE\\_Reservas\\_Internacionais.pdf?sequence=1](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1). O estudo analisa também o custo de carregamento das reservas pelo país.

da dívida externa a vencer em doze meses e, secundariamente, ao aumento das reservas internacionais. Vale observar que a curva relativa ao critério do Banco Central está sempre acima da curva que retrata o critério do FMI, pois esse considera no denominador as operações intercompanhias de curto prazo.

Já o indicador que leva em conta o déficit em conta corrente (DCC) no denominador, é inferior aos outros dois, quando o déficit é mais elevado, caso do Brasil em boa parte do período aqui considerado. Por esse critério, o indicador terminou 2013 em 2 vezes à dívida somada ao déficit. Em 2014, houve queda pelas razões apontadas acima, mas, desde então, o indicador subiu, notadamente a partir do final de 2015. De setembro de 2015 a setembro de 2017, o indicador subiu de 1,5 para 2,6. Tal movimento se deveu principalmente à redução pronunciada do déficit em conta corrente que, conforme visto, decorreu em boa medida do aumento do saldo das transações com bens<sup>13</sup>. Portanto, a exemplo do que se observa com os outros dois indicadores, o indicador ampliado de adequação de reservas internacionais tem apresentado comportamento satisfatório nos últimos dois anos, estando em patamar que pode ser considerado confortável. Afinal, em setembro deste ano, as reservas correspondiam a 2,6 vezes a soma da dívida externa a vencer em doze meses, com o déficit em conta corrente.

Enfim, as contas externas do país tem evoluído favoravelmente nos últimos anos, seja considerando-se as transações correntes e de capitais, seja tomando-se por base a evolução dos estoques, notadamente o saldo das reservas em relação ao passivo externo. Ainda que esse quadro se deva em parte a um mau motivo, que é a forte queda da atividade econômica e seus impactos sobre as transações com bens, há que se dar a devida importância à situação relativamente tranquila das contas externas, em meio à gravidade da situação econômica de modo geral. Isso não quer dizer que o país esteja livre de problemas cambiais. Esses problemas poderão surgir a partir da contaminação trazida pelo agravamento do quadro interno, notadamente no que tange à situação das contas públicas. Em particular, a falta de confiança na prevalência de um cenário de sustentabilidade da dívida pública pode provocar movimentos deletérios nos estoques de investimentos no país. Vale lembrar a retração antes apontada nos fluxos dos investimentos nos últimos anos, excetuando-se os investimentos diretos.

## 2.5 Dívida externa pública e operações de swap do Banco Central

Feita essa avaliação geral sobre a situação das contas externas no período pós 2013, vale centrar a atenção na exposição externa dos três níveis de governo. A Tabela 3 mostra a dívida externa do setor público, em setembro de 2017<sup>14</sup>. A dívida total era de US\$ 131,2 bilhões, sendo US\$ 72 bilhões do governo geral (União, estados e municípios), US\$ 4,2 bilhões do Banco Central e o restante de bancos públicos e estatais.

---

<sup>13</sup> O indicador ampliado ultrapassou o indicador do FMI, em junho de 2017, pois o déficit em conta corrente ficou menor que os juros a serem pagos em doze meses.

<sup>14</sup> Os dados foram retirados do Quadro XXV das Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Setor Externo. Existem informações mais atuais que setembro de 2017, em outros quadros da publicação, a exemplo do Quadro XXII, com os saldos de novembro. Entretanto, não há discriminação do governo geral entre União e estados e municípios. Ademais, os bancos públicos e as estatais são apresentados em conjunto com o setor privado. Vale observar também que as estatais não incluem Petrobras e Eletrobras que possuem passivos externos bastante elevados, proporcionais aos respectivos tamanhos.

**TABELA 3. DÍVIDA EXTERNA DO SETOR PÚBLICO SETEMBRO DE 2017 – US\$ MILHÕES**

	Total (A)	Dívida a vencer em doze meses		D = B+C	(D/A) - %
		Longo prazo (B)	Curto prazo (C)		
Total	131.127,0	8.755,2	4.978,1	13.733,3	10,5
Governo geral	71.977,7	2.336,0	0,0	2.336,0	3,2
Tesouro Nacional	38.477,6	462,7	0,0	462,7	1,2
Estados e municípios	33.500,2	1.873,4	0,0	1.873,4	5,6
Banco Central	4.182,9	0,0	102,6	102,6	2,5
Empresas públicas	14.470,1	1.885,8	0,0	1.885,8	13,0
Bancos	40.496,3	4.533,4	4.875,5	9.408,9	23,2

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Dentro do governo geral, US\$ 38,5 bilhões são de responsabilidade da União e US\$ 33,5 bilhões dos estados e municípios. Não há discriminação dos entes subnacionais, mas depreende-se de outras informações que grande parte desse último montante é de responsabilidade dos estados. A dívida externa da União corresponde basicamente à emissão de títulos no mercado internacional, enquanto o passivo dos estados e municípios deriva de operações de crédito externo, especialmente junto a organismos internacionais. Conforme visto no RAF nº 10, p. 20, a dívida externa do governo geral é pouco relevante frente ao total de sua dívida, especialmente no caso da União. Mesmo nos estados e municípios, o passivo externo é pequeno comparado ao principal item de sua dívida que é o passivo junto à União, embora o endividamento externo dos entes subnacionais tenha ganho importância no passado recente, especialmente de 2012 a 2014.

Outra informação importante contida na Tabela 3 diz respeito à parcela da dívida de longo prazo a vencer em doze meses e à dívida externa de curto prazo, existentes em setembro de 2017<sup>15</sup>. A soma desses dois componentes é baixa em relação ao total da dívida externa, especialmente no caso do governo geral e do Banco Central, apenas 3,2% e 2,5%, respectivamente. Quanto às estatais e aos bancos, o percentual é mais alto, 13% e 23,2%, respectivamente, mas esses números são baixos comparativamente aos 30,2% e 63,2% vigentes no setor privado não bancário e bancário, respectivamente.

A dívida externa do setor público é baixa relativamente às reservas internacionais do país, ainda mais se forem desconsiderados os bancos públicos que não integram o setor público para fins de apuração do resultado primário e da dívida pública. Assim, o setor público (com ou sem bancos) é credor externo em termos líquidos. Em setembro de 2017, por exemplo, enquanto a dívida externa do setor público sem os bancos alcançou US\$ 90,6 bilhões, as reservas internacionais estavam em US\$ 381,2 bilhões, 4,2 vezes mais. Em vista disso, é oportuno avaliar os efeitos das mudanças na taxa de câmbio sobre a dívida pública.

A dívida externa compõe a dívida pública, enquanto as reservas integram os ativos públicos. Quando ocorre desvalorização cambial, aumenta o valor em real da dívida externa, mas também o valor das reservas internacionais. Assim, como as reservas superam amplamente a dívida, a desvalorização cambial reduz a dívida líquida do setor público, mas eleva a dívida bruta, já que, no primeiro conceito, os ativos são deduzidos do passivo, enquanto, no segundo, não. Tal afirmação vale para o conjunto do setor público não financeiro, mas não necessariamente para cada um dos seus integrantes. Na verdade, só vale para a União, já que as reservas internacionais são desse ente. Já estados, municípios e

<sup>15</sup> Não há informações disponíveis sobre a dívida externa por prazo residual como apresentada na Tabela 2 com a discriminação pretendida na Tabela 3. Por isso, os juros não foram considerados. Ademais, supôs-se amortização linear em 2018, para se chegar à dívida de longo prazo a vencer em doze meses.

estatais não possuem ativos corrigidos pela taxa de câmbio, em montante equivalente ao passivo externo, de modo que tanto a dívida líquida quanto à bruta de cada um aumenta com a desvalorização cambial. De qualquer modo, o impacto não é pronunciado, pois a dívida externa das estatais e entes subnacionais não é elevada, conforme visto.

Em relação à União, há também que se comentar o efeito das operações de *swap* cambial feitas pelo Banco Central. Essas operações consistem em contratos de troca de rentabilidade de determinado montante (valor nocional), durante o período contratado, usualmente alguns meses. Normalmente, o Banco Central se compromete a pagar a desvalorização cambial do período contratado, mais juros (cupom cambial), e o mercado se compromete a pagar a Selic. Os acertos são feitos diariamente, em dinheiro, de acordo com a diferença. Se a soma da desvalorização cambial com o cupom cambial for maior que a Selic no período, o Banco Central paga ao mercado a diferença; se for menor, o mercado paga àquele a diferença.

Essas operações destinam-se a oferecer proteção aos agentes econômicos expostos à desvalorização cambial, por conta de empréstimos corrigidos pelo dólar, por exemplo. Em momentos de maior incerteza em relação à evolução da taxa de câmbio, aumenta a demanda dos agentes por essas operações. O Banco Central, por sua vez, as oferece para evitar que a pressão de demanda agrave a incerteza cambial e leve à perda de reservas internacionais. Arrefecido os ânimos, as operações podem ser gradualmente desfeitas, já que os prazos contratados são curtos.

Embora possam ser um instrumento útil em momentos de maior incerteza, essas operações reduzem os ganhos da União advindos da desvalorização cambial, pois, quando há perda do valor da moeda nacional, ao mesmo tempo que sobe o valor em real das reservas, há o acerto que o Banco Central precisa fazer junto ao mercado. É claro que as perdas não anulam os ganhos, pois o valor nocional das operações sempre foi muito inferior ao das reservas. O recorde foi de quase US\$ 115 bilhões, no início de 2015, enquanto as reservas estavam acima de US\$ 360 bilhões.

De qualquer modo, os ganhos líquidos advindos da desvalorização cambial diminuem por força das operações de *swap*. É oportuno observar que o acúmulo de reservas iniciado em meados da década passada se deu a um levado custo fiscal, pois foi financiado por meio do caro endividamento interno. Os ganhos na forma de aumento do valor em real das reservas seria justamente o canal para compensar pelo menos parte desses custos. Ademais, vale registrar, os acertos do Banco Central são feitos, imediatamente, em reais, não importando a trajetória posterior da taxa de câmbio, após o término do contrato de *swap*. Já os ganhos com o aumento do valor em real das reservas não são realizados de modo automático, podendo nem se concretizar caso a desvalorização seja revertida no período seguinte<sup>16</sup>.

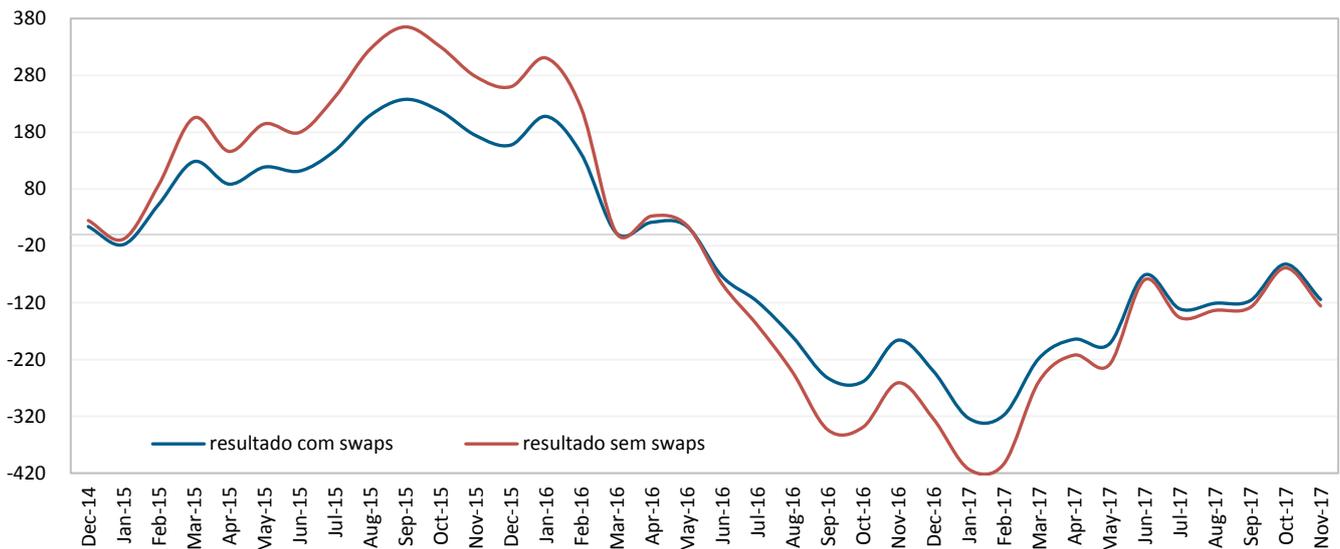
O Gráfico 12 abaixo mostra a evolução, a partir do final de 2013, dos resultados do Banco Central com as operações cambiais, com e sem a inclusão dos *swaps*, no acumulado dos últimos doze meses<sup>17</sup>. É possível ver que os *swaps* diminuem as variações do resultado, pois reduzem os ganhos em caso de desvalorização e as perdas em caso de valorização. Por exemplo, em 2015, ano marcado por forte desvalorização cambial, os *swaps* diminuíram os ganhos do Banco Central em R\$ 102,6 bilhões. Já em 2016, com a reversão de parte da desvalorização do ano anterior, os *swaps* reduziram as perdas em R\$ 83,8 bilhões.

---

<sup>16</sup> Em que pese a não realização, os resultados positivos do Banco Central possibilitados pela desvalorização cambial são transferidos ao Tesouro Nacional. Tal procedimento não é o mais adequado e deveria ser corrigido. Ver a respeito do assunto o box apresentado no RAF nº 3, de abril de 2017. ([http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE\\_Reservas\\_Internacionais.pdf?sequence=1](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1)).

<sup>17</sup> Os dados para elaborar o gráfico são retirados do Quadro XLII das Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Política Fiscal, disponível na página eletrônica do Banco Central.

**GRÁFICO 12. RESULTADO DAS OPERAÇÕES CAMBIAIS DO BANCO CENTRAL  
ACUMULADO EM DOZE MESES – R\$ BILHÕES**



Fonte: Banco Central. Elaboração IFI.

As operações de *swap* diminuíram bastante em importância desde o início de 2016. A maior proximidade das duas curvas do Gráfico 12 comprova essa afirmação. O valor nominal caiu de R\$ 426,7 bilhões em fevereiro de 2016, recorde da série, para R\$ 78,6 bilhões em novembro de 2017. Tal fato se deveu à menor incerteza em relação à trajetória da taxa de câmbio. Entretanto, dada a fragilidade da economia brasileira e a forte instabilidade política presente no país, não se pode descartar que o valor nominal suba rapidamente novamente, se o Banco Central optar por esse instrumento, em vez da venda de reservas internacionais. A título de exemplo, ao final de abril de 2017, o valor nominal chegou ao menor nível desde meados de 2013, R\$ 56,9 bilhões. Entretanto, apenas em maio, com as denúncias ao presidente da República, o valor nominal subiu para R\$ 88,9 bilhões, caindo levemente nos meses seguintes, sem, entretanto, retornar ao valor de abril.

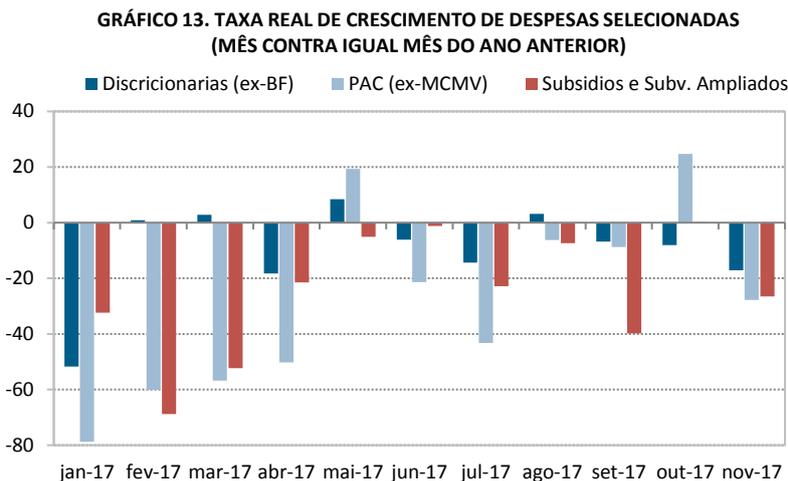
### 3. CONJUNTURA FISCAL

#### 3.1 Resultado fiscal e dívida pública

O resultado primário do governo central na metodologia do Tesouro Nacional (acima-da-linha) em novembro veio próximo do estimado pela IFI<sup>18</sup>, um superávit de R\$ 1,3 bilhão ante nossa expectativa de R\$ 2 bilhões. O recuo de 9,3% da despesa, associada à expansão de 39,3% da receita líquida, ambas taxas de crescimento em termos reais em relação a novembro do ano anterior, contribuiu para o resultado positivo. Destaca-se que o resultado mensal foi particularmente impactado pela antecipação do pagamento de precatórios, redução das despesas discricionárias (excetuado o Bolsa Família) e dos investimentos do PAC (excetuado o MCMV) pelo lado da despesa (Gráfico 13), bem como pela combinação

<sup>18</sup> Maiores detalhes na Nota Técnica nº 11, disponível em: [http://www.senado.leg.br/notas\\_tecnicas](http://www.senado.leg.br/notas_tecnicas).

de elevadas receitas com concessões, parcelamentos de dívida tributária (“Refis”), devolução de precatórios não sacados e receitas de PIS/Cofins sobre combustíveis.



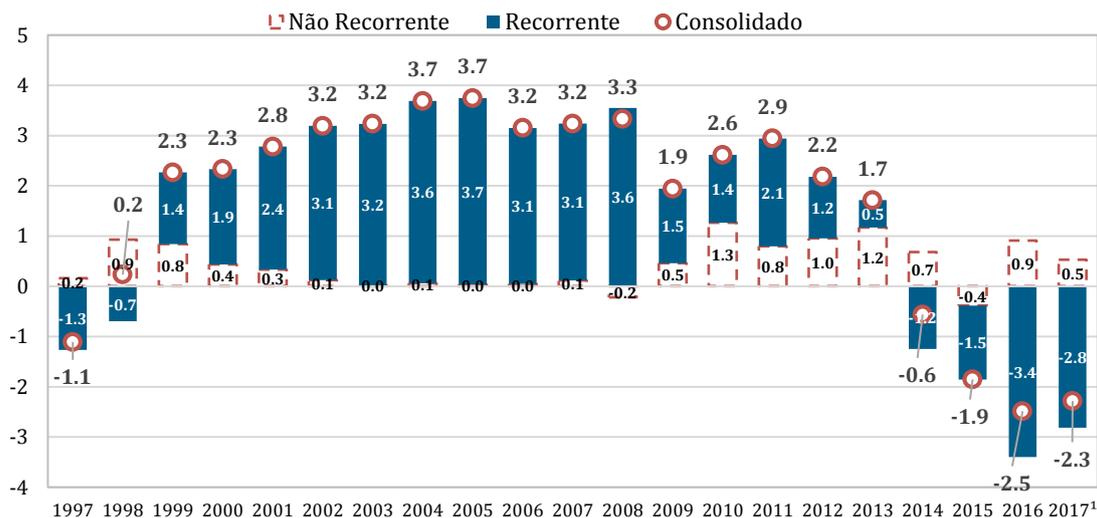
Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

No acumulado de janeiro a novembro, há estabilidade do gasto não financeiro e marginal recuo da receita líquida (de -0,1%) ante igual período do ano anterior. Contudo, o desempenho da receita líquida após deduzidos os eventos atípicos<sup>19</sup>, que alcançaram R\$ 62,2 bilhões este ano ante R\$ 82,6 bilhões no ano anterior, aponta avanço real de 2,4%. Do ponto de vista conjuntural, portanto, o ajuste fiscal de curto prazo promoveu estabilização do déficit primário do governo central no em torno de R\$ 95 bilhões.

No que se refere ao resultado do setor público consolidado, o déficit de R\$ 78,3 bilhões para o acumulado no ano é R\$ 6,8 bilhões inferior ao registrado em igual período de 2016 (R\$ 85,1 bilhões), cuja dinâmica é notadamente influenciada pela elevação do resultado primário subnacional (R\$ 17,2 bilhões, em 2017, ante R\$ 10,7 bilhões, em 2016). No acumulado em doze meses (Gráfico 14), o déficit primário também apresenta redução para 2,3% do PIB, ante 2,9% em outubro e 2,5% no final de 2016. Na medida em que os déficits no último bimestre do ano anterior foram significativos, de R\$ 39,1 bilhões e R\$ 70,7 bilhões em novembro e dezembro de 2016, respectivamente, e que essa magnitude não se repetirá no último bimestre de 2017, é natural esperar progresso para o déficit primário no acumulado nos últimos doze meses de 2017.

<sup>19</sup> Os apontamentos para o volume de receitas atípicas são uma aproximação e esforço de realização do inventário das operações extraordinárias. Tais receitas fazem parte ainda da estimativa, sujeita a revisões e alterações, para o resultado primário recorrente do governo central e do setor público consolidado.

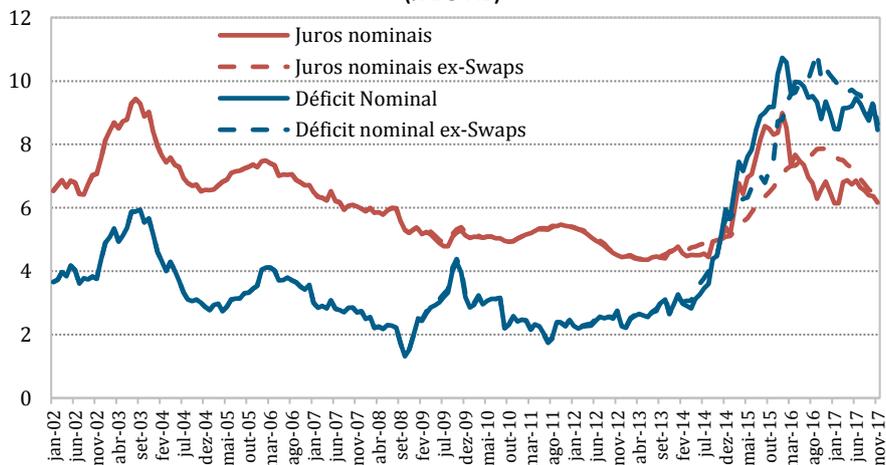
GRÁFICO 14. EVOLUÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO CONSOLIDADO E COMPOSIÇÃO (% DO PIB)



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

Em linha com a dinâmica observada nos resultados oficiais, nossas estimativas aproximadas para o déficit primário recorrente do setor público consolidado recuaram para 2,8% do PIB no acumulado em doze meses findos em novembro, ante 3% em outubro e 3,4% no final de 2016. Quanto ao déficit nominal, nossos cálculos apontam para convergência mais acentuada do resultado oficial e recorrente (Gráfico 15), líquido do resultado com as operações de *swap* cambial, que atingiram R\$ 12,3 bilhões (ante R\$ 63,9 bilhões, em 2016), para 8,5% e 8,6% do PIB, respectivamente.

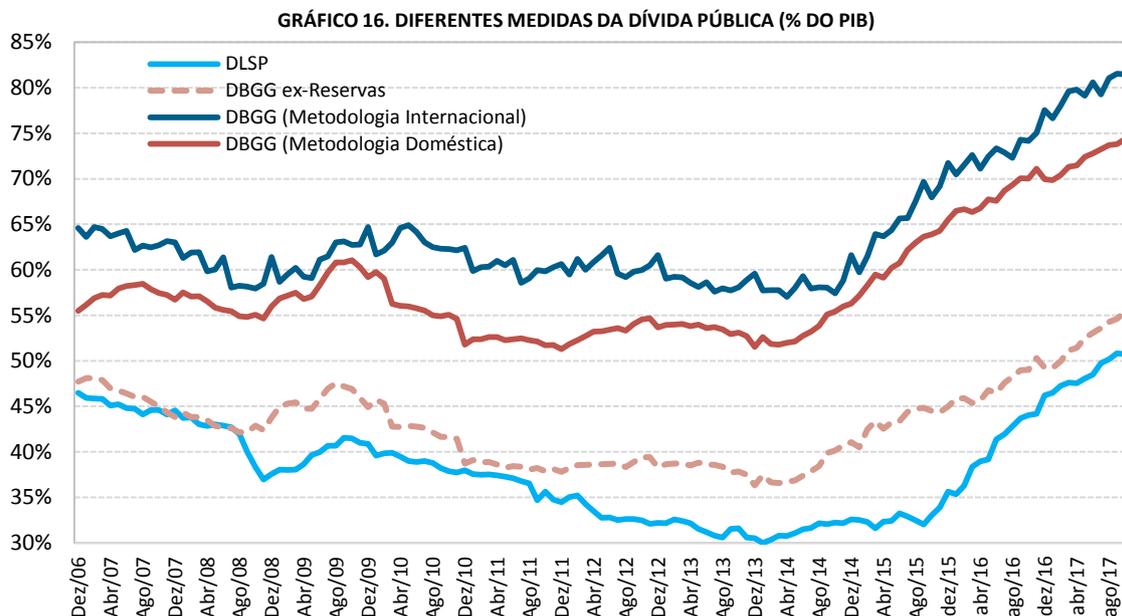
GRÁFICO 15. EVOLUÇÃO DO DÉFICIT NOMINAL, OFICIAL E RECORRENTE (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Do ponto de vista dos indicadores de endividamento público (Gráfico 16), a despeito do progresso nos resultados mensais para o primário e nominal, a dívida pública registrou avanço em todas as métricas. Enquanto a dívida bruta do governo

geral subiu para 71,43% (ante 74,38% em outubro e 69,95% em dezembro de 2016), a dívida líquida avançou para 51,1% (ante 50,7% em outubro e 46,2% em dezembro de 2016), seguida também por avanços na dívida bruta apurada pela metodologia internacional (para 82,3% em novembro ante 81,5% em outubro e 77,6% em dezembro de 2016) e por nossa estimativa quando descontadas as reservas internacionais (para 55,6% em novembro ante 55,4% em outubro e 49,2% em dezembro).



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI.

#### 4. RELATÓRIO DE AVALIAÇÃO EXTEMPORÂNEO DE DEZEMBRO DE 2017

Sem maiores alterações nas receitas e com estimativa de queda nas despesas obrigatórias, o relatório extemporâneo de avaliação de receitas e despesas, divulgado em dezembro, autorizou novo descontingenciamento orçamentário, de R\$ 5 bilhões (Decreto nº 9.248/17). Levando em conta a liberação dos três últimos relatórios, foram descontingenciados R\$ 25,3 bilhões só no último trimestre do ano. Isso permitiu reduzir o volume de recursos bloqueados em 2017, que chegou a R\$ 42,1 bilhões em março<sup>20</sup>, para R\$ 19,6 bilhões, conforme mostra a tabela 4.

**TABELA 4. HISTÓRICO DOS RELATÓRIOS DE AVALIAÇÃO DE RECEITAS E DESPESAS DE 2017**

	Rel 1º Bim	Rel Ext. Mar	Rel 2º Bim	Rel 3º Bim	Rel 4º Bim	Rel 5º Bim	Rel Ext. Dez
Sugestão de contingenciamento	-58.168,9	16.043,9	3.146,6	-5.951,7	12.824,2	7.515,8	5.003,2
Acumulado	-58.168,9	-42.125,0	-38.978,4	-44.930,1	-32.105,9	-24.590,1	-19.586,9

Fonte: Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias - Extemporâneo de Dezembro de 2017. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/assuntos/orcamento-1/informacoes-orcamentarias/relatorios-de-avaliacao-fiscal>. Acesso em 03/01/2018. Elaboração: IFI.

<sup>20</sup> O bloqueio de R\$ 58,2 bilhões sugerido pelo Relatório Bimestral do 1º bimestre não chegou a ser implementado, dada a dificuldade em cumpri-lo. Esse valor foi reduzido para R\$ 42,1 bilhões (Decreto nº 9.018/17, no caso do Poder Executivo), por meio da avaliação extemporânea de março, na qual passou-se a considerar novas medidas com impacto sobre as receitas.

A recomposição parcial da programação da última avaliação decorreu basicamente da redução de R\$ 4,4 bilhões nas despesas obrigatórias esperadas, em comparação ao relatório de novembro. As receitas, por sua vez, sofreram pequenas variações: redução de R\$ 0,9 bilhão nas brutas e ampliação de R\$ 0,4 bilhão nas líquidas. Essas alterações embutem compensações entre a elevação em receitas administradas (R\$ 4,2 bilhões) e a redução nas não administradas (R\$ 5,4 bilhões), fruto ainda de reclassificação de receitas de programas de parcelamentos especiais, discutida adiante.

Do ponto de vista dos parâmetros utilizados no relatório, destaque para a previsão de elevação do crescimento do PIB real, de 0,5% para 1,1%. Além disso, a expectativa de inflação, medida pelo IPCA, foi reduzida de 3,2% para 2,9%. Os resultados do relatório extemporâneo de dezembro estão sintetizados na tabela 5, que os compara com a avaliação anterior e com os números estimados pela IFI.

**TABELA 5: COMPOSIÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL (R\$ MILHÕES E % DO PIB)**

Discriminação	Decreto 9.205/17 (A)		Decreto 9.248/17 (B)		(B - A)	
	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB
<b>I. RECEITA TOTAL</b>	<b>1.379,7</b>	<b>21,2</b>	<b>1.378,8</b>	<b>21,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,0</b>
I.1 - Receita Administrada pela RFB	826,2	12,7	830,4	12,8	4,2	0,1
I.2 - Incentivos Fiscais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
I.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS	375,3	5,8	375,5	5,8	0,3	0,0
I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB	178,3	2,7	172,9	2,7	-5,4	-0,1
<b>II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA</b>	<b>230,1</b>	<b>3,5</b>	<b>228,8</b>	<b>3,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,0</b>
<b>III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)</b>	<b>1.149,6</b>	<b>17,7</b>	<b>1.150,0</b>	<b>17,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>
<b>IV. DESPESA TOTAL</b>	<b>1.308,6</b>	<b>20,1</b>	<b>1.309,0</b>	<b>20,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>
<b>IV.1 Despesas Obrigatórias</b>	<b>1.041,8</b>	<b>16,0</b>	<b>1.037,4</b>	<b>15,9</b>	<b>-4,4</b>	<b>-0,1</b>
IV.1.1 Benefícios Previdenciários	561,1	8,6	561,4	8,6	0,3	0,0
IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais	284,9	4,4	285,0	4,4	0,1	0,0
IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego	57,9	0,9	57,2	0,9	-0,7	0,0
IV.1.4 Ben. Prest. Continuada LOAS/RMV	54,4	0,8	54,4	0,8	0,0	0,0
IV.1.5 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	5,1	0,1	5,3	0,1	0,2	0,0
IV.1.6 Comp. RGPS Desoneração Folha	14,1	0,2	13,9	0,2	-0,2	0,0
IV.1.7 FUNDEB (Complem. União)	13,0	0,2	13,1	0,2	0,0	0,0
IV.1.8 Fundo Constitucional DF	1,4	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0
IV.1.9 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)	3,9	0,1	3,9	0,1	0,0	0,0
IV.1.10 Sentenças Judiciais e Precatórios	10,8	0,2	10,8	0,2	0,0	0,0
IV.1.11 Subsídios, Subvenções e Proagro	23,1	0,4	20,1	0,3	-2,9	0,0
IV.1.12 FIES	6,2	0,1	6,1	0,1	0,0	0,0
IV.1.13 Outras Despesas Obrigatórias	5,9	0,1	4,7	0,1	-1,3	0,0
<b>IV.2 Despesas com controle de fluxo</b>	<b>266,8</b>	<b>4,1</b>	<b>271,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>0,1</b>
<b>V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL</b>	<b>-159,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-159,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Fonte: Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias - Extemporâneo de Dezembro de 2017. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/assuntos/orcamento-1/informacoes-orcamentarias/relatorios-de-avaliacao-fiscal>. Acesso em 03/01/2018. Elaboração: IFI.

Pelo lado da arrecadação, a última avaliação trouxe aumento tanto nas receitas administradas (R\$ 4,2 bilhões), quanto nas previdenciárias (R\$ 0,3 bilhão), ao passo que nas não administradas houve recuo de R\$ 5,4 bilhões.

Em relação às receitas administradas, segundo o governo, R\$ 2,5 bilhões deveram-se à arrecadação efetiva de novembro superior ao anteriormente previsto, enquanto o R\$ 1,7 bilhão restante decorreu de reclassificação entre receitas

administradas e não administradas. A reclassificação originou-se de parcelamentos especiais, que até então não haviam sido devidamente classificados de acordo com os respectivos tributos<sup>21</sup>.

Quanto às receitas não administradas, o recuo de R\$ 5,4 bilhões ante à avaliação anterior foi explicado pelas seguintes reestimativas para menos: operação com ativos (R\$ 2,3 bilhões), devido à retirada da previsão de resgate de cotas do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização – FFIE; receitas próprias (R\$ 1,2 bilhão), decorrente da incorporação de novas informações dos órgãos e da arrecadação até outubro; e da já comentada reclassificação da rubrica de não administradas para administradas (R\$ 1,7 bilhão), decorrentes de programas de parcelamento.

As receitas previdenciárias foram ampliadas em R\$ 0,3 bilhão em resposta à incorporação de dados realizados até novembro.

Pelo lado das despesas, houve recuo de R\$ 4,4 bilhões em obrigatórias sem controle de fluxo. Destaque para as reduções em créditos extraordinários (R\$ 1,3 bilhão), justificada pela reprogramação dos órgãos envolvidos; e em subsídios, subvenções e proagro (R\$ 2,9 bilhões), resultante da baixa adesão à Lei nº 13.340/2016<sup>22</sup>, e de valores da ação de subvenção na comercialização de produtos agropecuários que serão inscritos em restos a pagar.

Já em relação às despesas com controle de fluxo, a variação nesta rubrica (R\$ 4,9 bilhões) vem exatamente do descontingenciamento de despesas discricionárias, anunciado no relatório extemporâneo aqui comentado.

## 5. ORÇAMENTO PARA 2018

O RAF de dezembro de 2017<sup>23</sup> destacou conjunto de medidas ainda em tramitação no Congresso Nacional que compõem o orçamento de 2018, com impactos tanto nas receitas como nas despesas e, conseqüentemente, no resultado primário, no total de R\$ 23,3 bilhões.

Desse total, pelo menos R\$ 6 bilhões já devem ser descartados para 2018: referem-se à medida que visa alterar a incidência do imposto de renda sobre fundos de investimentos fechados (MP 806)<sup>24</sup>. Como não teve seu processo de aprovação concluído em 2017, a exigência do cumprimento do princípio da anterioridade<sup>25</sup> descarta a receita proveniente da mudança ainda em 2018.

Outra medida com chances de não prosperar é a postergação de aumentos para servidores (MP 805), que representam mais R\$ 4,4 bilhões. O STF concedeu liminar com efeito suspensivo e o plenário só apreciará em definitivo a matéria após retorno do recesso, em fevereiro, quando os salários de janeiro já terão sido pagos com reajuste. Uma vez concedido o aumento, seu cancelamento, postergação ou ressarcimento aos cofres públicos, em caso de cassação da liminar, deverão gerar questionamentos jurídicos que podem minimizar ou mesmo anular o impacto previsto.

---

<sup>21</sup> A reclassificação ocorreu também internamente às receitas administradas, justificando a maior parte dos acréscimos na COFINS (R\$ 20,1 bilhões), no PIS/PASEP (R\$ 5,5 bilhões) e na CSLL (R\$ 5,2 bilhões), transferidas à conta de redução em Outras Receitas Administradas (R\$ -26,4 bilhões).

<sup>22</sup> Projeto de lei aprovado pelo Congresso prorrogou o prazo para concessão de subvenção econômica até 27 de dezembro de 2018.

<sup>23</sup> Disponível em <http://bit.ly/2CPifoV>.

<sup>24</sup> Discussão mais detalhada sobre esta medida pode ser encontrada no RAF de novembro, disponível em <http://bit.ly/2Ar9zlk>.

<sup>25</sup> De acordo com esse princípio, alterações de impostos só produzem efeitos no exercício financeiro seguinte ao exercício em que forem editadas (CF/88, art. 62, § 2º).

Quanto às demais medidas<sup>26</sup>, os respectivos valores calculados pelo governo serão negativamente afetados na proporção direta do tempo requerido para aprova-las.

Outra fonte de risco para o orçamento de 2018 são R\$ 12,2 bilhões previstos com a privatização da Eletrobras, que teria que pagar à União bônus de outorga por novos contratos das usinas hidrelétricas que hoje operam pelo regime de cotas<sup>27</sup>. Possíveis resistências associadas à privatização da empresa, a exemplo do que ocorre na tramitação da MP 814, que trata do risco hidrológico, podem comprometer esse montante. Além disso, o governo esperava capitalizar a empresa, sem sua participação, durante o processo de transferência do controle acionário à iniciativa privada. Como a empresa tem pesados compromissos financeiros pela frente, como dívidas com a BR Distribuidora, pelo fornecimento de combustível, e perdas com a participação em usinas que operam com rentabilidade negativa (Belo Monte e Santo Antônio), se frustrado o processo de privatização, a necessidade de recursos advinda desses problemas poderá exigir do governo aporte bilionário na estatal, estimado em cerca de R\$ 10 bilhões, segundo reportagem do jornal Valor Econômico<sup>28</sup>.

Em sentido oposto, o salário mínimo de R\$ 954,00 que vigorará em 2018 (Decreto nº 9.255/17), ficou R\$ 25,00 reais abaixo do previsto no PLOA (R\$ 979,00) e representa aumento de 1,81% em relação aos R\$ 937,00 vigentes em 2017. Não obstante correção inferior à inflação observada em 2017 (de 1,81% ante 2,07%), a previsão legal (Lei 13.152/15, detalhada no *box* a seguir), contempla projeção da inflação do mês de dezembro para efeito de fixação de valor do salário mínimo do ano seguinte. A economia gerada em função da menor inflação utilizada para correção do salário mínimo (de R\$ 954 ante R\$ 979) é estimada pelo governo em R\$ 3,4 bilhões.

Finalmente, cumpre ressaltar o veto presidencial à ampliação de R\$ 1,5 bilhão para o FUNDEB, que fez o valor desta rubrica retornar ao previsto no PLOA, R\$ 14 bilhões. Mesmo assim, esse montante representa um aumento de 7,5% em relação aos R\$ 13 bilhões gastos em 2017.

---

<sup>26</sup> A MP 805 eleva a alíquota de contribuição previdenciária de servidores de 11% para 14% (R\$ 2,5 bilhões); o projeto de lei nº 8.456/17 exclui empresas dos setores industrial e comercial da opção pela contribuição previdenciária sobre a receita bruta (CPRB), mais conhecido como reoneração da folha de pagamentos (R\$ 5,8 bilhões) e a respectiva diminuição referente ao ressarcimento feito ao RGPS, por conta dos impactos negativos decorrentes da desoneração da folha (R\$ 3 bilhões); e a PEC 287, que reforma a previdência (R\$ 1,9 bilhão).

<sup>27</sup> Com a privatização, nos termos do art. 28 da Lei nº 9.074/95, seria possível outorgar novas concessões sem efetuar a reversão dos respectivos ativos ao serviço público. A receita de R\$12,2 bilhões, portanto, decorre deste processo.

<sup>28</sup> Disponível em <http://bit.ly/2CJkV2l>. Acesso em 08/01/2018.

### Box. Sistemática de reajuste do salário mínimo

A lei nº 13.152/15, que dispôs sobre a política de valorização do salário-mínimo, definiu a sistemática de correção:

“§ 1º Os reajustes para a preservação do poder aquisitivo do salário-mínimo corresponderão à variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), calculado e divulgado pela Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), acumulada nos 12 (doze) meses anteriores ao mês do reajuste.

§ 2º Na hipótese de não divulgação do INPC referente a um ou mais meses compreendidos no período do cálculo até o último dia útil imediatamente anterior à vigência do reajuste, o Poder Executivo estimará os índices dos meses não disponíveis.

§ 3º Verificada a hipótese de que trata o § 2º, os índices estimados permanecerão válidos para os fins desta Lei, sem qualquer revisão, sendo os eventuais resíduos compensados no reajuste subsequente, sem retroatividade.

§ 4º A título de aumento real, serão aplicados os seguintes percentuais:

(...);

III - em 2018, será aplicado o percentual equivalente à taxa de crescimento real do PIB, apurada pelo IBGE, para o ano de 2016; e

(...);

§ 5º Para fins do disposto no § 4º, será utilizada a taxa de crescimento real do PIB para o ano de referência, divulgada pelo IBGE até o último dia útil do ano imediatamente anterior ao de aplicação do respectivo aumento real.”

Como se pode observar, a sistemática de atualização do piso remuneratório do País responde a dois elementos: a variação do INPC do ano anterior (§ 1º) e a variação do PIB de dois exercícios precedentes (§ 4º).

Dois detalhes precisam ser destacados. Em primeiro lugar, o § 4º trata de parcela referente ao *aumento* real. Portanto, o crescimento do PIB de dois anos precedentes só será utilizado caso seja positivo. Como em 2016, ano de referência para o cálculo de 2018, o crescimento real do PIB foi negativo (-3,46%), ele não surtiu efeitos em 2018.

O segundo detalhe importante é que o § 2º estabelece que, se não houver sido divulgado o INPC do período *até o último dia do ano*, o Poder Executivo fará estimativa do índice para os meses não divulgados. Até a edição da norma referente a 2018, faltava a divulgação do INPC de dezembro<sup>29</sup>. Dessa forma a correção aplicada ao salário mínimo em 2018 embute estimativa do governo para o INPC no último mês do ano. Como o acumulado de janeiro a novembro estava em 1,80%, a estimativa do governo para o mês de dezembro foi de 0,01% (ante 0,26% efetivamente observado), para compor a correção de 1,81 utilizada no cálculo (ver tabela).

Seguindo essa sistemática de cálculo, o valor do salário mínimo para 2018 ficou em R\$ 954,00. Como o INPC de 2017 fechou o ano efetivamente em 2,07% (superior, portanto, à estimativa de 1,81% utilizada pelo governo), o valor adotado para o salário mínimo ficou R\$ 2,00 abaixo do que seria necessário para manter o poder aquisitivo medido pelo INPC.

#### CÁLCULO DO SALÁRIO MÍNIMO DE 2018

Fórmula de cálculo	PLOA		Decreto 9.255/17	
	%	Índice	%	Índice
Valor do salário mínimo 2017 (A)	-	937	-	937
PIB 2016 (B)*	-3,46%	1,000	-3,46%	1,000
INPC 2017 (C)	4,50%	1,045	1,81%	1,0181
Valor do salário mínimo 2018 (A*B*C)	4,50%	979	1,81%	954

*\*A taxa de crescimento real do PIB só influenciará o cálculo se for positiva.*

*Fonte: Lei 13.152/15 e Decreto 9.255/17. Elaboração: IFI.*

<sup>29</sup> Seguindo o calendário de divulgação do IBGE (disponível em <https://www.ibge.gov.br/calendario-de-divulgacoes-novoportal.html>, acesso em 10/01/2018), o INPC mensal de dezembro foi divulgado em 10/01/2018.

## 6. TÓPICO ESPECIAL: REGRAS FISCAIS NO BRASIL

O presente tópico faz um levantamento das regras fiscais existentes no Brasil. A intenção é colocar em perspectiva algumas das regras que têm recebido maior atenção no debate econômico em curso, em particular a regra de ouro das finanças públicas.

A regra de ouro, em síntese, tem o objetivo de evitar que governos se endividem para financiar despesas correntes (salários de servidores públicos, benefícios previdenciários e assistenciais, funcionamento e manutenção da administração pública etc.). Dito de outra forma, operações de crédito, por parte do ente estatal, deveriam ser menores do que as despesas de capital, essencialmente investimentos públicos, os quais geram ativos com retorno econômico ou social ao longo do tempo.

A atenção mais recente dada à regra se justifica, pois, de fato, há uma combinação negativa de fatores que pode levar ao descumprimento da regra nos próximos anos, em especial a persistência de déficits fiscais – que precisam ser financiados por operações de crédito –, cuja origem, do lado da despesa, está relacionada ao crescimento do gasto corrente e não à realização de investimentos públicos.

Nessa configuração – déficits elevados e baixo investimento público –, o cumprimento da regra de ouro passa a depender cada vez mais de outras receitas financeiras, que contribuem para que o volume de operações de crédito se mantenha inferior ao total das despesas de capital. Essas receitas financeiras se referem, por exemplo, ao resultado do Banco Central (quando positivo), à remuneração da conta única, ao pagamento da dívida de Estados e Municípios junto à União e à devolução de recursos do Tesouro emprestados a bancos públicos como o BNDES.

Deve-se ter em mente, contudo, que a regra de ouro está inserida em um amplo conjunto de regras fiscais. A forma como essas regras se relacionam, sua compatibilidade e, sobretudo, sua eficácia em garantir a sustentabilidade fiscal devem fazer parte da agenda de discussões em torno da matéria. Por ora, nos limitamos a elencar as regras existentes no Brasil, destacando algumas das principais características que nos permitem diferenciá-las entre si (Tabela 6).

Essa relação não tem a pretensão de ser taxativa, pois a quantidade de regras pode variar conforme a amplitude conferida ao conceito de regra fiscal. Neste levantamento, listamos as regras normalmente consideradas para efeito de comparação internacional, a exemplo das análises do Fundo Monetário Internacional (FMI)<sup>30</sup>. Na definição do Fundo, regra fiscal é uma restrição duradoura sobre a política fiscal por meio de limites numéricos para agregados orçamentários, tipicamente voltados para a correção de incentivos distorcidos e para a contenção de pressões excessivas sobre o gasto público, bem como para garantir responsabilidade fiscal e sustentabilidade da dívida pública.

No caso brasileiro, o conjunto de regras, sempre crescente nas últimas décadas, compreende comandos com diferentes características. Alguns deles têm força constitucional, como a regra de ouro e, mais recentemente, o teto de gastos primários. Uma regra pouco lembrada, mas que também tem respaldo na Constituição, é a que impede a criação, majoração ou extensão de qualquer benefício ou serviço da seguridade social sem a correspondente fonte de custeio total. A seguridade social, destaca-se, é composta pela saúde, assistência social e previdência. As demais regras são estabelecidas por meio de lei, como é o caso das metas de resultado primário (lei ordinária) e dos limites de despesas com pessoal (lei complementar), ou por meio de Resolução do Senado Federal, como os limites para dívida e contratação de operações de crédito.

---

<sup>30</sup> Uma das mais recentes publicações no FMI sobre o tema é o *Fiscal Rules at a Glance*, de março de 2017, que fornece informação sobre regras fiscais adotadas em 96 países entre 1985 e 2015. Disponível em: <http://bit.ly/TWCjicA>.

Há também tipos distintos de regra fiscal, conforme seu objeto. Assim, é possível identificar no Brasil regras de resultado (regra de ouro e meta de resultado primário), de despesa (teto de gastos primários, limites para despesas com pessoal, compensação de despesas obrigatórias de caráter continuado, geração de despesas da seguridade social), de receita (compensação de renúncias de receitas), bem como as relacionadas à dívida pública (limites para dívida consolidada e mobiliária, operações de crédito e suas garantias).

Em termos de abrangência, a maior parte das regras deve ser seguida por todos os entes da Federação, com exceção do teto constitucional de gastos primários, restrito apenas a União. Isso não impede, contudo, que regras da mesma natureza sejam instituídas em nível local, a exemplo do que foi feito pelos governos dos Estados do Ceará, do Piauí e de Goiás<sup>31</sup>.

Vale lembrar, ainda, que, embora grande parte das regras esteja em vigor, os limites para o montante das dívidas consolidada e mobiliária da União ainda não foram instituídos<sup>32</sup>. No caso da dívida consolidada, a fixação dos limites compete ao Senado Federal (por resolução), a partir de proposta do Presidente da República (art. 52, VI, da Constituição). Para a dívida mobiliária, a definição dos limites compete ao Senado Federal apenas para Estados e Municípios, enquanto, para a União, a competência é do Congresso Nacional (por lei ordinária). Os limites para os entes subnacionais foram definidos pela Resolução nº 40, de 2001, e, para a União, ainda não foram instituídos (vide Projeto de Resolução do Senado nº 84, de 2007, e Projeto de Lei nº 3.431, de 2000).

Conhecer o conjunto de regras adotadas no país é um primeiro passo na discussão sobre nossa institucionalidade fiscal. A partir disso, será possível avançar em questões até agora pouco exploradas, como a sua capacidade de impedir que eventos fiscais mais extremos coloquem em risco a sustentabilidade das finanças públicas, assim como se há harmonia e integração entre as regras.

Nesse aspecto, algumas questões ganham relevo, como a eficácia do limite de gastos com pessoal instituído pela LRF. O cumprimento desses limites, que são estabelecidos em função da receita corrente líquida do ente, não parece ter sido suficiente para impedir que alguns entes da Federação passassem a ter dificuldades para custear suas folhas de pagamento. Em adição, pode-se discutir qual seria a combinação de regras fiscais capaz de preservar investimentos públicos sem comprometer a sustentabilidade fiscal, dado que, tradicionalmente, esse grupo funciona como principal variável de ajuste pelo lado da despesa.

---

<sup>31</sup> No Ceará, a regra do teto de gastos, entre outras diferenças em relação à da União, exclui dos limites as despesas com saúde e educação (<http://bit.ly/2CXoi9z>); Em Goiás e no Piauí, a regra tem vigência de dez anos e limita apenas despesas correntes (Goiás: <http://bit.ly/2CWp1kD>; Piauí: <http://bit.ly/2CYRoWF>).

<sup>32</sup> Conceitualmente, a dívida consolidada é o montante total das obrigações financeiras do ente da Federação, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito, para amortização em prazo superior a doze meses. Já a dívida mobiliária é aquela representada por títulos emitidos pela União, Estados e Municípios (LRF, art. 29).

**TABELA 6. REGRAS FISCAIS NO BRASIL**

Regra	Descrição	Tipo	Norma definidora	Base Legal	Abrangência	Situação
Regra de ouro	Veda a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital.	Resultado	Constituição	CF (art. 167, III); LRF (art. 32, § 3º); e Res. SF 48/2007	Todos os entes	Vigente
Teto de gastos	Define um limite para o montante das despesas primárias, que equivale ao limite do ano anterior corrigido pela inflação. O limite é individualizado por poder e órgão autônomo.	Despesa	Constituição	CF (arts. 107 a 112, ADCT)	União	Vigente até 2036
Geração de despesas da Seguridade Social	Veda a criação, majoração ou extensão de benefícios ou serviços da seguridade social sem a fonte de custeio.	Despesa	Constituição	CF (art. 195, § 5º)	Todos os entes	Vigente
Meta de resultado primário	Fixa anualmente, na lei de diretrizes orçamentárias, a meta de resultado primário a ser perseguida no exercício a que a lei se refere.	Resultado	Lei Ordinária	LRF (art. 4º, § 1º)	Todos os entes	Vigente
Geração de despesa obrigatória	Veda a criação ou aumento de despesas obrigatórias de caráter continuado sem a demonstração da origem dos recursos para seu custeio. Efeitos financeiros devem ser compensados por aumento permanente de receita ou redução permanente de despesa.	Despesa	Lei Complementar	CF (art. 113, ADCT) e LRF (art. 17)	Todos os entes	Vigente
Renúncia de receitas	Veda a concessão de renúncia de receita sem a demonstração de que o benefício não afetará as metas fiscais e sem medidas de compensação por aumento de receita.	Receita	Lei Complementar	CF (art. 113, ADCT) e LRF (art. 14)	Todos os entes	Vigente
Limite de despesas com pessoal	Define limites para a despesa total com pessoal em função da receita corrente líquida do ente. Os limites são fixados por esfera da federação e, em cada uma delas, por poder e órgão autônomo.	Despesa	Lei Complementar	CF (art. 169) e LRF (arts. 19 e 20)	Todos os entes	Vigente
Limite da dívida consolidada	Fixa limites globais para o montante da dívida consolidada da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Os limites são definidos pelo Senado Federal, mediante proposta do Presidente da República.	Dívida	Resolução	CF (art. 52, VI); LRF (art. 30, I); e Res. SF 40/2001	Todos os entes	União: não instituído; Demais entes: vigente
Limite da dívida mobiliária	Fixa limites globais para o montante da dívida mobiliária da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. O limite da União é definido pelo Congresso Nacional, por proposta do Presidente da República. Os limites dos demais entes são definidos pelo Senado Federal, mediante proposta do Presidente da República.	Dívida	União: Lei Ordinária; Demais entes: Resolução	CF (art. 48, XIV, e art. 52, IX); LRF (art. 30, I e II); e Res. SF 40/2001	Todos os entes	União: não instituído; Demais entes: vigente
Limite para operações de crédito	Fixa limites globais para as operações de crédito externo e interno da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Os limites são definidos pelo Senado Federal, mediante proposta do Presidente da República.	Dívida	Resolução	CF (art. 52, VII); LRF (art. 30, I); Res. SF 48/2007; e Res. SF 43/2001	Todos os entes	Vigente
Limites para concessão de garantia em operações de crédito	Fixa limites para concessão de garantia em operações de crédito externo e interno. Os limites são definidos pelo Senado Federal, mediante proposta do Presidente da República.	Dívida	Resolução	CF (art. 52, VIII); LRF (art. 30, I); e Res. SF 48/2007	Todos os entes	Vigente

## 7. TÓPICO ESPECIAL: HIATO DO PRODUTO NA ECONOMIA BRASILEIRA

### 7.1 Por que calcular o hiato do produto?

O hiato do produto é um indicador que mensura as oscilações cíclicas da economia. Do ponto de vista metodológico, trata-se primeiramente de decompor o Produto Interno Bruto (PIB) em dois componentes: i) a tendência de médio ou longo prazo, muitas vezes identificada como produto potencial; e ii) o ciclo de curto prazo. Em seguida, o hiato do produto é calculado pela diferença entre o produto observado e o produto tendencial (ou potencial).

Há uma série de motivações para se calcular o hiato do produto. Em primeiro lugar, constitui um indicador útil sobre o estado dos ciclos econômicos que pode subsidiar tanto análises conjunturais e estudos acadêmicos quanto o manejo das políticas macroeconômicas, como as políticas fiscal e monetária. Um hiato positivo ocorre quando a economia opera acima de sua tendência (ou do seu potencial) e é um indicativo de que está sobreaquecida e sujeita a pressões inflacionárias, ao contrário do hiato negativo que sugere uma economia operando com ociosidade dos fatores produtivos. O indicador inclusive é muito utilizado por Bancos Centrais<sup>33</sup> ao redor do mundo nas suas funções de reação de taxa de juros, como a Regra de Taylor que procura medir a resposta necessária da taxa de juros ao hiato do produto e à taxa de inflação.

O hiato do produto também é amplamente utilizado na avaliação e no monitoramento da política fiscal. Mais especificamente, o hiato é uma variável-chave para cálculo do resultado fiscal estrutural que procura sinalizar a situação estrutural das finanças públicas, após controlar os efeitos temporários dos ciclos econômicos e de medidas não recorrentes. Atualmente, a União Europeia e até mesmo um grupo seleto de países latino-americanos (Chile, Colômbia e Peru) adotam formalmente esse tipo de indicador de resultado estrutural como âncora de seus regimes fiscais, enquanto outros países simplesmente o utilizam com o propósito de monitorar os resultados fiscais. Nota-se que, em boa parte destes países, as tarefas de se estimar o resultado estrutural e sua variável-chave, o hiato do produto, é delegada para as respectivas Instituições Fiscais Independentes.

### 7.2 Como calcular o hiato do produto em situações de grandes imprevisibilidade e volatilidade cíclicas?

A estimação do hiato do produto, uma variável não observada, está longe de ser um procedimento trivial. Pode ser realizada por diversos métodos que fornecem diferentes estimativas e cada um possui vantagens e desvantagens. Se o objetivo é avaliar os impactos das oscilações cíclicas sobre as finanças públicas ou subsidiar um indicador de monitoramento fiscal, o ideal é que se opte pelo método mais simples e transparente possível e que, ao mesmo tempo, forneça estimativas estáveis e não enviesadas.

Ao longo das últimas décadas, basicamente duas metodologias de estimação predominaram entre as principais instituições públicas e organismos multilaterais: Filtro HP e Função de Produção. O apelo do Filtro HP é sua simplicidade, transparência e facilidade de ser aplicado em qualquer país com dados de PIB e escassez de outras informações mais complexas. No entanto, a metodologia do Filtro HP tem perdido gradativamente importância devido à falta de robustez das suas estimativas em tempo real (devido à sua elevada sensibilidade à adição de novos dados) e à melhoria na qualidade e disponibilidade de informações que abre espaço para metodologias alternativas.

---

<sup>33</sup> Ver, por exemplo, box do Relatório de Inflação de Junho/17 que trata sobre a revisão de modelos de pequeno porte utilizados pelo Banco Central do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2017/06/ri201706b7p.pdf>

Não por acaso, a abordagem da Função de Produção passou a ocupar posição central nos arcabouços metodológicos de organismos como OCDE, FMI e Comissão Europeia. A Comissão Europeia, por exemplo, desde 2002 adota oficialmente a metodologia da Função de Produção para calcular os hiatos do produto que subsidiam seus principais indicadores de monitoramento fiscal e hoje é considerada a principal referência metodológica sobre o tema.

Em tese, a metodologia de Função de Produção permitiria contornar algumas limitações dos filtros estatísticos usuais (como o Filtro HP), mas a experiência internacional após crise financeira de 2008 levantou dúvidas sobre a capacidade da abordagem mais convencional produzir estimativas suficientemente estáveis e não enviesadas durante períodos de grande volatilidade cíclica.

De maneira resumida, a robustez da metodologia de Função de Produção depende da qualidade dos dados primários, da adequação dos pressupostos teóricos subjacentes e dos procedimentos de estimação dos níveis tendenciais (ou potenciais) das suas três variáveis intermediárias: os estoques de capital e de trabalho e a produtividade total dos fatores. Por essa perspectiva, uma das principais vantagens alegadas da abordagem deve-se ao fato de fazer uso destas três variáveis estruturais supostamente mais estáveis (isto é, variáveis de estoque e/ou tendências de médio prazo) que, ao fornecerem uma espécie de âncora no processo de estimação, resultariam em estimativas finais do hiato do produto mais robustas.

Na prática, a experiência internacional tem mostrado que a metodologia de Função de Produção tampouco está imune aos problemas de se prover estimativas instáveis e enviesadas em situações de elevada volatilidade e mudanças bruscas no ciclo econômico. Nestes episódios, as variáveis que servem de subsídio à metodologia tornam-se muito instáveis e imprevisíveis – por exemplo, as taxas de investimento e de desemprego, o nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) e a medida da produtividade total dos fatores (PTF) –, dificultando a estimação dos níveis tendenciais (ou potenciais) das variáveis intermediárias e transmitindo ruídos para o cálculo do produto potencial e do hiato do produto.

Possivelmente, o principal exemplo deste tipo de problema esteja relacionado à medida da PTF, variável que guarda correlação (teórica e empírica) com os ciclos econômicos. Caso este componente endógeno não seja inteiramente controlado, o processo de estimação tende a resultar em estimativas voláteis e enviesadas para a tendência da PTF, que fica sujeita a ondas de injustificado pessimismo (nas recessões) ou otimismo (nos períodos expansivos) e, indiretamente, transmite este viés pró-cíclico para o cálculo do produto potencial. Isso ocorre de maneira mais evidente (ainda que não exclusivamente) nas metodologias que utilizam os filtros estatísticos convencionais para estimar os componentes tendenciais das variáveis intermediárias, como o próprio Filtro HP e suas variantes, que estão mais propensos à produção de estimativas instáveis e enviesadas em tempo real.

Ou seja, há um grau de incerteza inerente às estimativas do hiato do produto, mesmo sob a metodologia de Função de Produção, e que será tão mais grave a depender dos procedimentos específicos de estimação, da qualidade dos dados primários, da volatilidade cíclica da economia e do período em questão. Naturalmente, este grau de incerteza pode ser consideravelmente ampliado (ou reduzido) se a metodologia de estimação se apoiar em procedimentos menos (ou mais) robustos de estimação.

Esta natureza de constatações sobre as fragilidades da abordagem convencional induziu um processo de aperfeiçoamento metodológico entre os principais órgãos públicos e organismos multilaterais, que introduziram uma série de melhorias nas suas abordagens baseadas na Função de Produção. Assim, a principal opção tem sido por reafirmar

a metodologia de Função de Produção, porém aprimorando-a a partir de uma série de procedimentos desenvolvidos na literatura recente<sup>34</sup>.

Em suma, a principal lição que se pode extrair do debate metodológico internacional é que o hiato do produto segue sendo um instrumento útil para a análise macroeconômica, desde que sejam tomados os cuidados necessários (inclusive incorporando-se os novos procedimentos da literatura destinando a ampliar a qualidade das estimativas).

### 7.3 Como o Brasil se insere nesse debate?

É interessante observar como alguns problemas semelhantes aos previamente detectados no debate europeu pós-2008 parecem estar hoje se refletindo nas estimativas de hiato do produto disponíveis para a economia brasileira. Após ter atravessado uma de suas mais graves recessões, entre meados de 2014 e final de 2016, os resultados para o hiato do produto passaram a apresentar substanciais disparidades, indicando variado grau de incerteza em torno das diversas metodologias.

As estimativas variam desde aquelas mais extremas, obtidas por abordagens inspiradas na metodologia da Comissão Europeia e que não fazem qualquer uso do Filtro HP, sugerindo que a economia chegou a operar cerca de 8% abaixo do seu potencial no final de 2016<sup>35</sup> (ponto mais baixo da série histórica) e cuja recuperação tem sido bastante lenta de forma que deve encerrar 2017 abaixo de 7%; até aquelas que estimam hiatos do produto da ordem de -4% ou -3% nos mesmos períodos a partir de metodologias que fazem uso mais extensivo do Filtro HP (seja o próprio filtro univariado ou suas variantes multivariadas pela metodologia de Função de Produção)<sup>36</sup>. No intermédio, estão os resultados obtidos pela metodologia mais convencional de Função de Produção (que faz uso do Filtro HP na estimação das variáveis intermediárias) apontando que o hiato alcançou cerca de -6% no final de 2016 e atualmente se encontra próximo de -4%<sup>37</sup>. Isto é, as estimativas recentes de hiato do produto na economia brasileira podem variar de -3% a -8% dependendo da metodologia empregada.

Apesar da magnitude desta divergência ter despertado algum interesse em debates públicos, algo que tem sido menos discutido são as taxas de crescimento do produto potencial subjacentes. Para se chegar a um hiato do produto entre -6% e -4% desde 2016, de maneira geral, seria necessário que a taxa de crescimento do produto potencial tivesse se desacelerado muito fortemente, ao ponto do produto potencial ter permanecido estagnado ou até mesmo decrescido nos últimos três anos. Mais ainda, como as estimativas de estoque de capital e de trabalho permaneceram crescendo neste período (ainda que a taxas mais reduzidas do que nos períodos anteriores), este resultado somente seria factível se fosse compensado por taxas de crescimento da produtividade bastante negativas.

---

<sup>34</sup>Para maiores detalhes, ver: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2014/pdf/ecp535\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2014/pdf/ecp535_en.pdf). Entre os procedimentos introduzidos na metodologia oficial da Comissão Europeia desde 2010, destacam-se: modelo bivariado de estimação do componente tendencial da PTF, controlando-o pelos co-movimentos cíclicos com a NUCI (em substituição ao Filtro HP); ampliação do escopo de modelos de estimação da taxa de desemprego de referência (Nawru), admitindo-se a Curva de Phillips Novo-Keynesiana com um híbrido de expectativas racionais e adaptativas; e introdução da Ferramenta de Plausibilidade, com o propósito de validar estimativas e auxiliar na identificação e na revisão de valores potencialmente implausíveis.

<sup>35</sup> Ver artigo no blog do IBRE, disponível em <http://blogdoibre.fgv.br/posts/qual-o-tamanho-do-hiato-do-produto-brasileiro-no-momento-atual>

<sup>36</sup> Estimativas próprias pelo Filtro HP Multivariado, seguindo Areosa (2008).

<sup>37</sup> Ver Carta de Conjuntura do Ipea, disponível em <http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2017/12/20/indicador-ipea-de-produto-potencial>

De maneira semelhante, um hiato do produto da ordem de -4% ou -3% demandaria uma taxa de crescimento do PIB potencial negativa nos últimos três anos e uma retração ainda mais profunda na produtividade. A presença de taxas muito negativas de crescimento da produtividade dos fatores, juntamente com taxas negativas do próprio PIB potencial, variáveis estruturais de médio ou longo prazo, oferece indícios de um resíduo cíclico não devidamente controlado pelas metodologias de estimação. Se isso for verdade, as estimativas de produto potencial podem estar sendo subestimadas, assim como o próprio hiato do produto (que nada mais é do que a diferença percentual do produto observado em relação ao seu potencial).

Por outro lado, as estimativas que apontam hiatos mais elevados, na faixa de -8% ou -7%, tendem a estar associadas a taxas de crescimento do produto potencial ligeiramente positivas no triênio 2015-2017, um pouco acima de 1% ao ano, e uma produtividade dos fatores relativamente estagnada, situação que já foi verificada em outros momentos históricos. Este parece ser um indicativo de que as abordagens inspiradas nos recentes avanços metodológicos da Comissão Europeia estão menos suscetíveis ao problema de se prover estimativas pró-cíclicas do que as metodologias convencionais.

Neste momento, não se pretende dar respostas definitivas a todos estes questionamentos, inclusive porque dizem respeito a variáveis não observáveis (hiato do produto e produto potencial) inerentemente associadas a incertezas. Entretanto, este tema será explorado de maneira mais pormenorizada no Estudo Especial “Hiato do Produto na Economia Brasileira” a ser publicado pela IFI no mês de janeiro de 2018. Neste estudo apresentaremos estimativas do hiato na economia brasileira por meio de um arcabouço metodológico que busca incorporar na medida do possível os avanços recentes da literatura internacional.

## Tabelas fiscais

TABELA 7. ESTRUTURA DO RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL – VALORES REALIZADOS, TAXAS DE VARIAÇÃO (R\$ MILHÕES)

Discriminação	Mensal					Acumulado no Ano				
	Peso	nov/17	nov/16	Var.	Var. %	Peso	nov/17	nov/16	Var.	Var. %
<b>Receita Bruta</b>	100,0	124.912	103.130	21.783	21,1	100,0	1.246.152	1.241.864	4.288	0,3
Administrada	57,0	71.145	62.985	8.160	13,0	61,5	766.965	784.131	-17.166	-2,2
Previdenciária	24,5	30.605	29.364	1.240	4,2	26,4	329.127	325.774	3.353	1,0
Não Administrada	18,5	23.166	10.780	12.386	114,9	12,0	150.083	131.970	18.113	13,7
<b>Incentivos Fiscais (-)</b>	<b>0,0</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-</b>	<b>0,0</b>	<b>-23</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>108,6</b>
<b>Transferências a Estados e Municípios</b>	<b>100,0</b>	<b>18.194</b>	<b>26.501</b>	<b>-8.308</b>	<b>-31,3</b>	<b>100,0</b>	<b>205.914</b>	<b>200.993</b>	<b>4.920</b>	<b>2,4</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>-</b>	<b>106.719</b>	<b>76.628</b>	<b>30.091</b>	<b>39,3</b>	<b>-</b>	<b>1.040.238</b>	<b>1.040.870</b>	<b>-633</b>	<b>-0,1</b>
<b>Despesa Total</b>	<b>100,0</b>	<b>105.371</b>	<b>116.174</b>	<b>-10.802</b>	<b>-9,3</b>	<b>100,0</b>	<b>1.143.324</b>	<b>1.143.591</b>	<b>-267</b>	<b>0,0</b>
<b>Pessoal</b>	<b>23,9</b>	<b>25.190</b>	<b>28.717</b>	<b>-3.527</b>	<b>-12,3</b>	<b>22,5</b>	<b>256.863</b>	<b>239.878</b>	<b>16.985</b>	<b>7,1</b>
<b>Transferência de Renda</b>	<b>56,1</b>	<b>59.066</b>	<b>60.483</b>	<b>-1.416</b>	<b>-2,3</b>	<b>55,2</b>	<b>631.186</b>	<b>604.053</b>	<b>27.133</b>	<b>4,5</b>
Benefícios Previdenciários	45,7	48.151	48.862	-712	-1,5	44,1	503.653	474.741	28.912	6,1
Abono e Seguro Desemprego	3,8	4.051	4.752	-702	-14,8	4,5	50.900	55.038	-4.138	-7,5
Benefícios Assistenciais	4,2	4.405	4.308	97	2,3	4,4	49.778	47.036	2.742	5,8
Bolsa Família	2,3	2.460	2.560	-100	-3,9	2,3	26.856	27.238	-382	-1,4
<b>Subsídios e Subvenções Ampliados</b>	<b>1,2</b>	<b>1.310</b>	<b>1.782</b>	<b>-472</b>	<b>-26,5</b>	<b>3,0</b>	<b>34.195</b>	<b>48.055</b>	<b>-13.860</b>	<b>-28,8</b>
Agronegócio	0,2	172	-118	291	-245,6	0,8	8.801	9.907	-1.106	-11,2
MCMV	0,2	255	597	-342	-57,3	0,2	2.389	6.126	-3.737	-61,0
Energia	0,0	0	4	-4	-100,0	0,0	0	283	-283	-100,0
Compensação ao RGPS	0,6	669	995	-326	-32,8	1,2	13.162	17.323	-4.161	-24,0
Investimentos (PSI)	0,0	2	3	-2	-43,3	0,7	8.036	10.798	-2.762	-25,6
Demais	0,2	212	301	-89	-29,7	0,2	1.807	3.618	-1.811	-50,0
<b>Discricionárias (exceto Bolsa Família)</b>	<b>14,6</b>	<b>15.402</b>	<b>18.582</b>	<b>-3.179</b>	<b>-17,1</b>	<b>13,6</b>	<b>155.537</b>	<b>174.186</b>	<b>-18.650</b>	<b>-10,7</b>
<b>LEJU/MPU</b>	<b>0,9</b>	<b>991</b>	<b>1.062</b>	<b>-71</b>	<b>-6,7</b>	<b>0,9</b>	<b>10.025</b>	<b>11.595</b>	<b>-1.570</b>	<b>-13,5</b>
<b>PAC (exceto MCMV)</b>	<b>1,7</b>	<b>1.777</b>	<b>2.463</b>	<b>-686</b>	<b>-27,8</b>	<b>1,5</b>	<b>17.609</b>	<b>27.348</b>	<b>-9.739</b>	<b>-35,6</b>
<b>Créditos Extraordinários (exceto PAC)</b>	<b>0,0</b>	<b>41</b>	<b>154</b>	<b>-113</b>	<b>-73,6</b>	<b>0,1</b>	<b>681</b>	<b>3.462</b>	<b>-2.781</b>	<b>-80,3</b>
<b>Precatórios e Sentenças Judiciais</b>	<b>0,1</b>	<b>139</b>	<b>880</b>	<b>-741</b>	<b>-84,2</b>	<b>0,9</b>	<b>10.619</b>	<b>2.211</b>	<b>8.408</b>	<b>380,4</b>
<b>Outras de Custeio</b>	<b>1,4</b>	<b>1.455</b>	<b>2.051</b>	<b>-596</b>	<b>-29,1</b>	<b>2,3</b>	<b>26.609</b>	<b>32.804</b>	<b>-6.195</b>	<b>-18,9</b>
<b>Resultado Primário</b>	<b>-</b>	<b>1.348</b>	<b>-39.545</b>	<b>40.893</b>	<b>-103,4</b>	<b>-</b>	<b>-103.086</b>	<b>-102.720</b>	<b>-365</b>	<b>0,4</b>

TABELA 8. CENÁRIO FISCAL DE CURTO PRAZO (EM R\$ BILHÕES E % DO PIB)

Discriminação	2017																					
	Decreto 9.018/17		Decreto 9.062/17		Decreto 9.113/17		Decreto 9.164/17		Decreto 9.205/17		RAF 1		RAF 3		RAF 5		RAF 7		RAF 9		RAF 12	
	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB	Valores	% PIB								
<b>I. RECEITA TOTAL</b>	<b>1.378,8</b>	<b>21,2</b>	<b>1.386,0</b>	<b>21,1</b>	<b>1.380,2</b>	<b>21,0</b>	<b>1.372,5</b>	<b>21,1</b>	<b>1.379,7</b>	<b>21,2</b>	<b>1.376,8</b>	<b>21,2</b>	<b>1.376,8</b>	<b>21,2</b>	<b>1.377,0</b>	<b>21,0</b>	<b>1.371,7</b>	<b>20,9</b>	<b>1.377,2</b>	<b>21,2</b>	<b>1.377,2</b>	<b>21,2</b>
I.1 - Receita Administrada pela RFB	848,8	13,1	840,4	12,8	832,9	12,7	822,7	12,6	826,2	12,7	842,6	13,0	842,6	13,0	839,7	12,8	828,8	12,6	827,0	12,7	827,0	12,7
I.2 - Incentivos Fiscais	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0	-1,3	0,0	-1,3	0,0	
I.3 - Arrecadação Líquida para o RGPS	371,7	5,7	375,6	5,7	374,0	5,7	375,6	5,8	375,3	5,8	379,4	5,8	379,4	5,8	374,9	5,7	374,9	5,7	376,2	5,8	376,2	5,8
I.4 - Receitas Não Administradas pela RFB	158,3	2,4	170,1	2,6	174,6	2,7	174,2	2,7	178,3	2,7	154,8	2,4	154,8	2,4	162,5	2,5	169,2	2,6	175,3	2,7	175,3	2,7
<b>II. TRANSF. POR REPARTIÇÃO DE RECEITA</b>	<b>234,8</b>	<b>3,6</b>	<b>234,9</b>	<b>3,6</b>	<b>230,7</b>	<b>3,5</b>	<b>227,8</b>	<b>3,5</b>	<b>230,1</b>	<b>3,5</b>	<b>224,7</b>	<b>3,5</b>	<b>224,7</b>	<b>3,5</b>	<b>228,2</b>	<b>3,5</b>	<b>227,4</b>	<b>3,5</b>	<b>228,0</b>	<b>3,5</b>	<b>228,0</b>	<b>3,5</b>
<b>III. RECEITA LÍQUIDA (I-II)</b>	<b>1.144,0</b>	<b>17,6</b>	<b>1.151,1</b>	<b>17,6</b>	<b>1.149,5</b>	<b>17,5</b>	<b>1.144,6</b>	<b>17,6</b>	<b>1.149,6</b>	<b>17,7</b>	<b>1.152,1</b>	<b>17,8</b>	<b>1.152,1</b>	<b>17,8</b>	<b>1.148,8</b>	<b>17,5</b>	<b>1.144,3</b>	<b>17,5</b>	<b>1.149,2</b>	<b>17,7</b>	<b>1.149,2</b>	<b>17,7</b>
<b>IV. DESPESA TOTAL</b>	<b>1.283,0</b>	<b>19,8</b>	<b>1.289,9</b>	<b>19,7</b>	<b>1.288,5</b>	<b>19,6</b>	<b>1.303,6</b>	<b>20,0</b>	<b>1.308,6</b>	<b>20,1</b>	<b>1.330,0</b>	<b>20,5</b>	<b>1.291,1</b>	<b>19,9</b>	<b>1.292,9</b>	<b>19,7</b>	<b>1.300,5</b>	<b>19,8</b>	<b>1.304,4</b>	<b>20,0</b>	<b>1.304,4</b>	<b>20,0</b>
<b>IV.1 Despesas Obrigatórias</b>	<b>1.034,2</b>	<b>15,9</b>	<b>1.037,9</b>	<b>15,8</b>	<b>1.043,3</b>	<b>15,9</b>	<b>1.043,5</b>	<b>16,0</b>	<b>1.041,8</b>	<b>16,0</b>	<b>1.039,1</b>	<b>16,0</b>	<b>1.039,1</b>	<b>16,0</b>	<b>1.036,0</b>	<b>15,8</b>	<b>1.045,9</b>	<b>15,9</b>	<b>1.051,5</b>	<b>16,2</b>	<b>1.045,2</b>	<b>16,1</b>
IV.1.1 Benefícios Previdenciários	560,6	8,6	559,8	8,5	559,8	8,5	559,8	8,6	561,1	8,6	566,5	8,7	566,5	8,7	560,5	8,5	560,5	8,5	560,5	8,6	560,5	8,6
IV.1.2 Pessoal e Encargos Sociais	283,0	4,4	283,1	4,3	284,5	4,3	284,4	4,4	284,0	4,4	284,0	4,4	284,0	4,4	284,0	4,3	284,0	4,3	284,0	4,4	284,0	4,4
IV.1.3 Abono e Seguro Desemprego	57,4	0,9	58,9	0,9	58,8	0,9	60,0	0,9	57,9	0,9	55,9	0,9	55,9	0,9	57,9	0,9	57,9	0,9	58,4	0,9	58,4	0,9
IV.1.4 Auxílio CDE	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV.1.5 Benefícios de Legislação Especial e Indenizações	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV.1.6 Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	53,1	0,8	53,6	0,8	53,6	0,8	53,6	0,8	54,4	0,8	53,5	0,8	53,5	0,8	54,0	0,8	54,0	0,8	54,0	0,8	54,0	0,8
IV.1.7 Complemento do FGTS (LC nº 110/01)	5,3	0,1	5,3	0,1	5,2	0,1	5,2	0,1	5,1	0,1	5,9	0,1	5,9	0,1	6,0	0,1	6,0	0,1	5,8	0,1	5,8	0,1
IV.1.8 Compensação ao RGPS	11,3	0,2	13,8	0,2	14,5	0,2	14,5	0,2	14,1	0,2	16,0	0,2	16,0	0,2	12,9	0,2	16,6	0,3	16,4	0,3	16,4	0,3
IV.1.9 FUNDEB (Complem. União)	13,0	0,2	13,0	0,2	13,0	0,2	13,0	0,2	13,0	0,2	13,2	0,2	13,2	0,2	13,2	0,2	13,2	0,2	13,2	0,2	13,2	0,2
IV.1.10 Fundo Constitucional DF	1,9	0,0	1,9	0,0	1,5	0,0	1,5	0,0	1,4	0,0	2,3	0,0	2,3	0,0	2,3	0,0	2,3	0,0	2,3	0,0	2,3	0,0
IV.1.11 Lei Kandir (LC nº 87/96 e 102/00)	3,9	0,1	3,9	0,1	3,9	0,1	3,9	0,1	3,9	0,1	3,9	0,1	3,9	0,1	3,9	0,1	3,9	0,1	3,9	0,1	3,9	0,1
IV.1.12 Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC	11,3	0,2	11,3	0,2	11,3	0,2	10,8	0,2	10,8	0,2	11,3	0,2	11,3	0,2	11,3	0,2	11,3	0,2	11,3	0,2	6,3	0,1
IV.1.13 FIES	0,0	0,0	0,0	0,0	6,3	0,1	6,3	0,1	6,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,3	0,1	6,3	0,1
IV.1.14 Subsídios, Subvenções e Proagro	26,8	0,4	26,8	0,4	24,9	0,4	24,6	0,4	23,1	0,4	23,2	0,4	23,2	0,4	23,1	0,4	23,0	0,4	22,2	0,3	22,2	0,3
IV.1.15 Outras Despesas Obrigatórias	6,6	0,1	6,6	0,1	6,1	0,2	6,0	0,1	5,9	0,1	3,3	0,1	3,3	0,1	6,9	0,1	13,2	0,2	13,2	0,2	6,9	0,2
<b>IV.2 Despesas com controle de fluxo</b>	<b>248,8</b>	<b>3,8</b>	<b>252,0</b>	<b>3,8</b>	<b>245,2</b>	<b>3,7</b>	<b>260,1</b>	<b>4,0</b>	<b>266,8</b>	<b>4,1</b>	<b>291,0</b>	<b>4,5</b>	<b>252,0</b>	<b>3,9</b>	<b>256,9</b>	<b>3,9</b>	<b>254,6</b>	<b>3,9</b>	<b>252,9</b>	<b>3,9</b>	<b>259,2</b>	<b>3,9</b>
<b>V. FUNDO SOBERANO DO BRASIL</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>								
<b>VI. RESULTADO PRIMÁRIO GOVERNO CENTRAL</b>	<b>-139,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-138,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>-139,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-159,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-159,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-177,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-139,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-144,1</b>	<b>-2,2</b>	<b>-156,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-155,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-155,2</b>	<b>-2,4</b>

## Projeções da IFI

	2014	2015	2016	Projeções				
				2017	2018	2019	2020	2021
PIB – crescimento real (% a.a.)	0,50	-3,55	-3,46	0,72	2,30	2,14	2,06	2,09
PIB – nominal (R\$ bilhões)	5.779	5.996	6.259	6.509	6.946	7.389	7.850	8.338
IPCA – acum. (% no ano)	6,41	10,67	6,29	2,95	4,31	4,16	4,09	4,05
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	2,66	3,90	3,26	3,31	3,30	3,36	3,40	3,44
Ocupação - crescimento (%)	1,5	0,0	-1,9	0,0	1,4	1,2	1,2	1,2
Massa salarial - crescimento (%)	2,9	-0,2	-3,3	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1
Selic – fim de período (% a.a.)	11,75	14,25	13,75	7,00	7,00	8,50	8,50	8,50
Juros reais <i>ex-post</i> (% a.a.)	5,0	3,2	7,0	3,9	2,6	4,2	4,2	4,3
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0,56	-1,86	-2,49	-2,37	-2,18	-2,18	-1,70	-1,17
d/q Governo Central	-0,35	-1,95	-2,55	-2,38	-2,24	-2,27	-1,82	-1,32
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	-5,39	-8,36	-6,49	-5,60	-4,70	-5,22	-5,94	-6,22
Resultado Nominal (% do PIB)	-5,95	-10,22	-8,98	-7,97	-6,88	-7,40	-7,64	-7,38
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	56,28	65,45	69,87	76,22	79,26	82,48	86,04	88,62