

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

## 2. CONJUNTURA FISCAL

Seguindo nosso novo formato de apresentação das contas públicas (iniciado no RAF anterior), esta seção está organizada em três subseções. A subseção 2.1 expõe a trajetória da dívida sob diferentes óticas, a subseção 2.2 avalia a dinâmica dos resultados primário e nominal, tecnicamente denominado de Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), e a subseção 2.3 expõe os determinantes não financeiros das receitas e despesas do Governo Central.

É importante lembrar que o Governo Central (GC) é composto do Tesouro Nacional, da Previdência Social e do Banco Central. O Governo Geral (GG), por sua vez, é composto do Governo Central mais os governos estaduais e municipais. Finalmente, o Setor Público Consolidado (SPC) é composto do Governo Geral mais as empresas estatais não financeiras (inclusive estaduais e municipais), excetuando-se Petrobras e Eletrobras. Estas duas empresas foram retiradas das estatísticas fiscais em maio de 2009 e novembro de 2010, respectivamente.

### 2.1 Dívida Pública

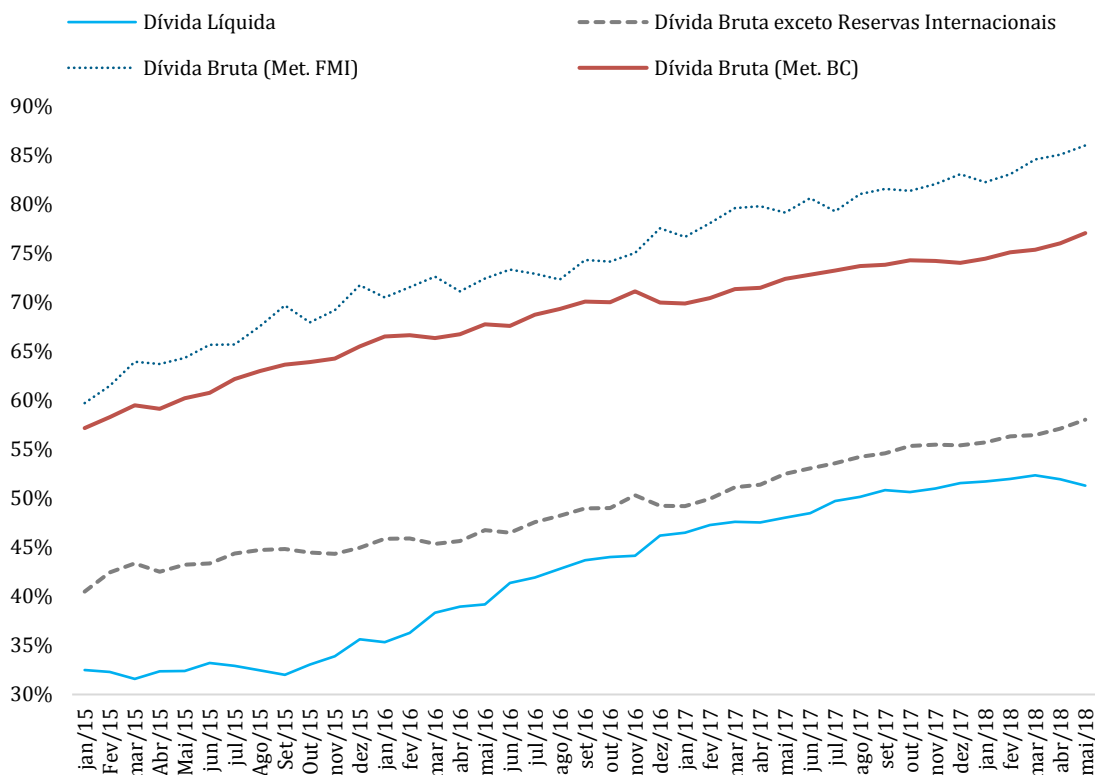
Após crescer em janeiro, fevereiro e março de 2018, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) caiu em abril e, em maio, o movimento se repetiu: a DLSP caiu, para R\$ 3,417 trilhões, valor menor que o de abril em R\$ 31,4 bilhões. A DLSP medida como percentual do PIB (nominal acumulado em doze meses) caiu de 51,95% em abril para 51,28% em maio,<sup>1</sup> como se vê no Gráfico 6, abaixo – o gráfico abrange o período de janeiro de 2015 a maio de 2018. Entretanto, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) atingiu em maio 77,05% do PIB nominal acumulado em doze meses, dando sequência ao crescimento ininterrupto desta medida desde dezembro de 2017, quando estava em 74%. O nível de um ano atrás (maio de 2017) foi de 72,4%, e o nível de dois anos atrás foi de 67,74%. Em um ano, portanto, a DBGG aumentou em mais de 4,5 pontos percentuais, e em dois anos aumentou quase dez pontos percentuais.

As reservas internacionais somavam US\$ 382.549 bilhões no dia 30 de maio de 2018, ou 19% do PIB acumulado em 12 meses. Desta forma, descontando-se as reservas internacionais da DBGG chega-se em 58,05%, valor superior aos 57,10% de abril e aos 52,51% de maio do ano passado.

---

<sup>1</sup> Para fins de clareza, note que o percentual de maio é igual à DLSP de maio dividida pelo PIB nominal acumulado de junho de 2017 até maio de 2018, inclusive. Cálculo análogo é feito para se obter o percentual de abril.

GRÁFICO 6. DIFERENTES MEDIDAS PARA A DÍVIDA PÚBLICA (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

O Gráfico 6 também indica que, assim como na edição anterior deste RAF, as medidas de endividamento público como percentual do PIB acumuladas cresceram em maio de 2018 exceto, novamente, pela DLSP.

## 2.2 Necessidades de Financiamento do Setor Público

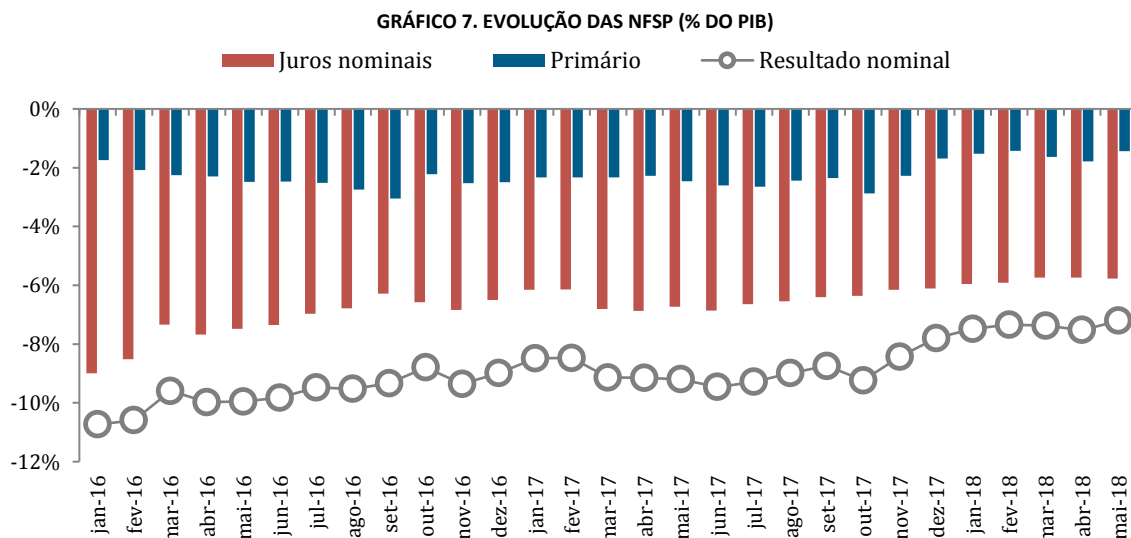
As estatísticas das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) são compostas pelos indicadores do resultado nominal, do resultado primário e do pagamento de juros nominais líquidos, estes últimos sendo equivalentes à diferença entre os juros pagos e recebidos pelo setor público não financeiro em relação aos setores privado e público financeiros. Neste mês de maio de 2018, o déficit nominal do Setor Público Consolidado (SPC) quase dobrou em relação a abril: passou para R\$ 47,9 bilhões, sendo que em abril foi de R\$ 26,8 bilhões. Tal movimento se deveu tanto ao crescimento do pagamento líquido de juros (R\$ 10 bilhões a mais que em abril<sup>2</sup>) quanto à inversão do superávit primário de abril (que foi de R\$ 2,9 bilhões) para um déficit primário de R\$ 8,2 bilhões. Note-se, contudo, que a passagem de um superávit para um déficit também ocorreu de abril/2016 para maio/2016, bem como de abril/2017 para maio/2017, de forma que esta reversão não é peculiar a 2018.

<sup>2</sup> O pagamento líquido de juros nominais teve saldo negativo de R\$ 39,7 bilhões em maio de 2018, ante saldo também negativo de R\$ 29,7 bilhões em abril de 2018.

O déficit nominal do SPC é composto pelos déficits das três esferas da federação, além de empresas estatais não-financeiras. A participação do Governo Central no valor total de maio foi de 96,5%, contribuindo com um déficit de R\$ 46,2 bilhões. A participação de estados e municípios foi de R\$ 1,6 bilhões e R\$ 24 milhões, respectivamente. Os pesos relativos dos entes federativos diferiram bastante, portanto, daqueles observados em abril, quando o Governo Central contribuiu com 70% do déficit nominal de então.

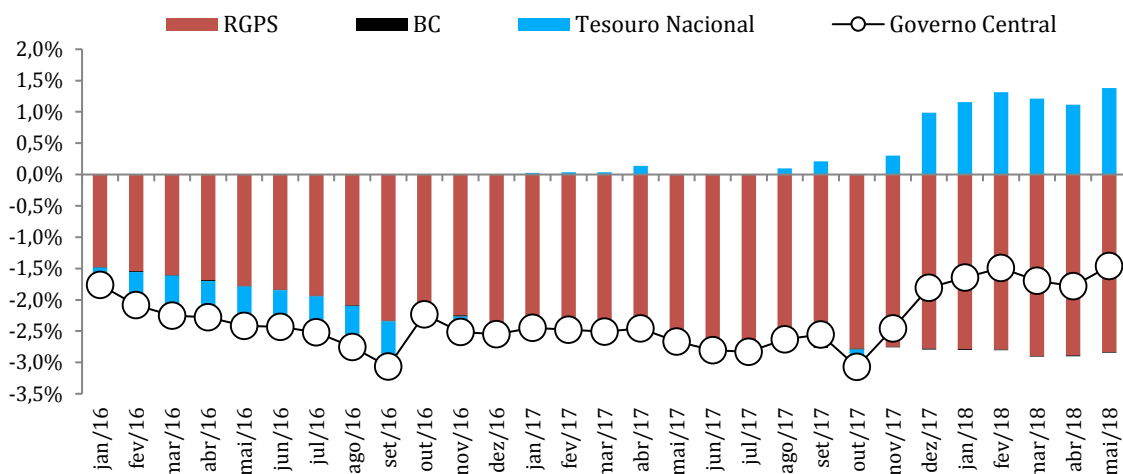
É importante chamar a atenção para o fato de que dentro da conta “pagamento líquido de juros” estão incluídos os gastos com os chamados “swaps cambiais”, cujo saldo negativo foi de R\$ 6,88 bilhões em maio de 2018 segundo dados preliminares do BC divulgados no dia 29 de junho. Trata-se do maior saldo negativo desde janeiro de 2016. Para fins de comparação, as perdas com swaps cambiais foram de R\$ 2,61 bilhões em abril, e nos meses precedentes não passavam dos R\$ 1,9 bilhões desde dezembro de 2016. Os swaps cambiais são abordados em maior detalhe no tópico específico sobre o assunto neste RAF.

Dividindo-se os déficits acumulados nos últimos doze meses até maio de 2018, por um lado, e o PIB nominal também acumulado em doze meses, por outro lado, chega-se no valor de 7,2%. Tal valor é menor que o de abril de 2018 (7,5%) e de maio de 2017 (9,2%). Assim, apesar de as NFSP terem quase dobrado em termos absolutos (valor em reais), elas caíram proporcionalmente ao PIB, tanto em relação a abril quanto a maio de 2017. Como vimos, a explicação para esta queda não está nem no pagamento líquido de juros (cujo saldo se tornou ainda mais negativo), nem no resultado primário (que passou de superavitário para deficitário), mas sim no aumento do PIB acumulado entre abril e maio: aumento de R\$ 25,2 bilhões. Os gráficos 7 e 8 revelam a evolução das NFSP bem como a composição do resultado primário do GC.



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Para cada mês, são apresentados valores nominais acumulados nos doze meses precedentes, divididos pelo PIB nominal também acumulado em doze meses.

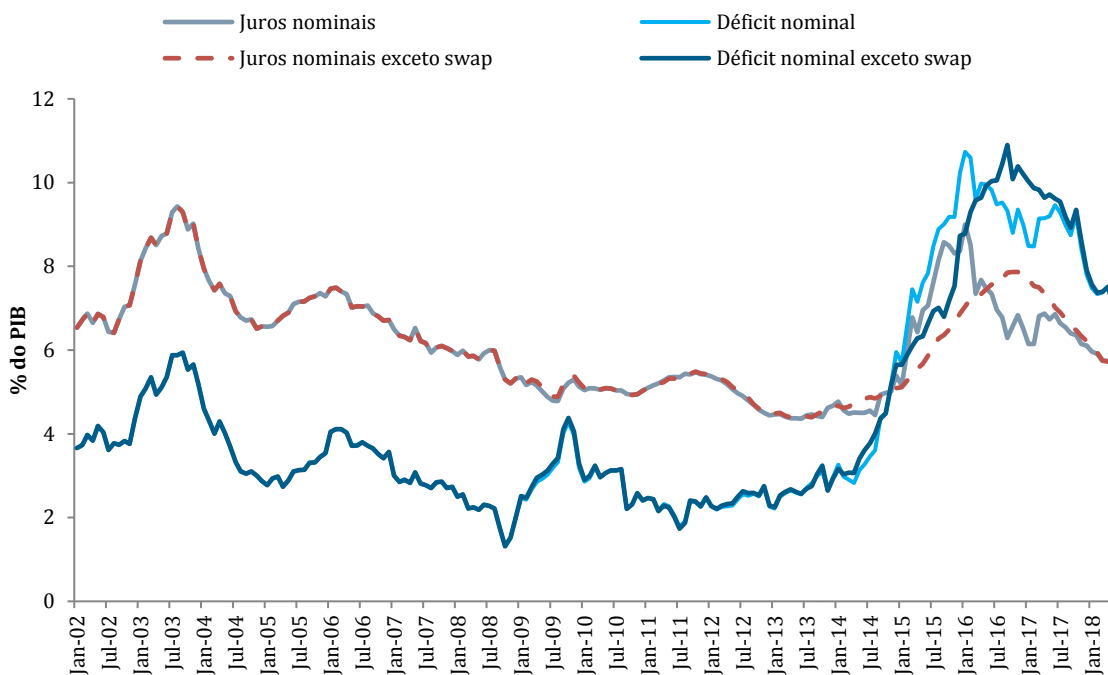
GRÁFICO 8. RESULTADO DO GOVERNO CENTRAL (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Para cada mês, são apresentados valores nominais acumulados nos doze meses precedentes, divididos pelo PIB nominal também acumulado em doze meses.

Para se ter uma medida do déficit nominal recorrente, isto é, deixando-se de lado as perdas e ganhos que não se repetem persistentemente no tempo, pode-se subtrair as perdas com swaps cambiais do total de juros nominais líquidos pagos e do déficit nominal total. As perdas oriundas de operações de swap cambial, quando acumuladas nos últimos doze meses incluindo maio, somaram R\$ 7,12 bilhões, sendo que o acumulado em doze meses até abril havia sido de R\$ 0,85 bilhões. Muito embora estas perdas tenham atingido um nível atípico em maio, ainda representam um valor pequeno comparativamente ao PIB acumulado em doze meses. Com isso, as contas de juro nominal e déficit nominal recorrentes acumuladas nos últimos doze meses, como proporção do PIB acumulado no mesmo período, são praticamente idênticas às suas contrapartidas que incluem perdas com swap. O Gráfico 9 mostra que nem sempre as versões recorrentes e não recorrentes destas contas são semelhantes: entre 2015 e 2017 elas chegaram a diferir em mais de dois pontos percentuais do PIB acumulado em doze meses.

GRÁFICO 9. EVOLUÇÃO DO JURO E DÉFICIT NOMINAL COM E SEM O CUSTO COM AS OPERAÇÕES DE SWAP CAMBIAL (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

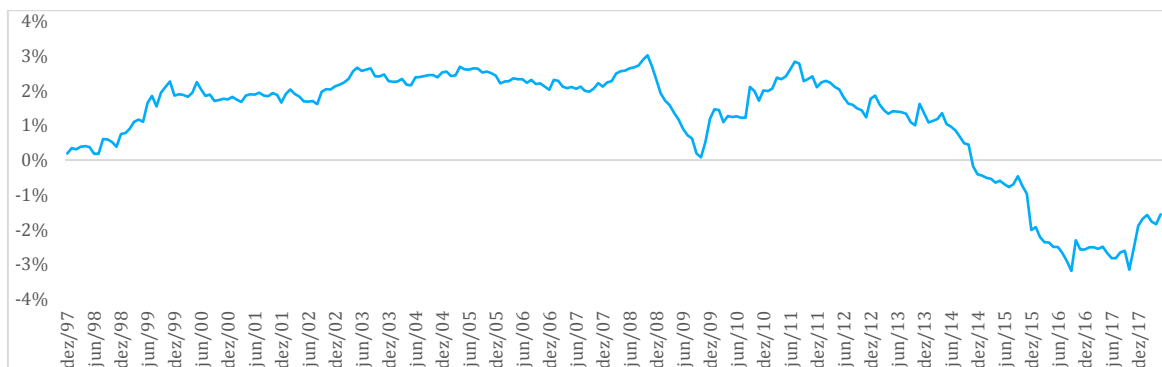
### 2.3 Resultado Primário do Governo Central

O Governo Central, que é uma parte do setor público não financeiro avaliado nas subsecções acima, obteve em maio de 2018 um déficit primário de R\$ 11,12 bilhões segundo metodologia do Banco Central (BC).<sup>3</sup> Pela metodologia do Tesouro Nacional (TN), o déficit primário do GC foi de R\$ 11,02 bilhões. Como mencionado em edições anteriores do RAF, a diferença entre os valores se deve ao uso de metodologias diferentes de cálculo do resultado primário (abaixo-da-linha pelo BC e acima-da-linha pelo TN). Os dados do TN são mais desagregados, permitindo um acompanhamento mais minucioso dos fluxos de receita e de despesa não financeiras (primárias).

Corrigindo-se os dados do TN pela inflação (IPCA), o déficit primário de maio foi de aproximadamente um terço do déficit de maio de 2017 (que foi de R\$ 30,2 bilhões, a preços de maio de 2018). Esta redução do déficit entre abril e maio não deve ser entendida necessariamente como uma melhoria duradoura nas condições fiscais do país. O Gráfico 10 abaixo mostra visualmente que desde 2014 o resultado primário do GC permanece em patamar negativo.

<sup>3</sup> A metodologia de apuração do resultado primário pelo Banco Central é feita de forma residual, através da dedução do resultado nominal (RN) e da apropriação do ônus com a conta de juros (J). Enquanto o DN é calculado através da variação do saldo da DLSP, excetuado alguns ajustes patrimoniais e metodológicos, os juros nominais são apropriados por competência. Detalhes metodológicos podem ser encontrados no sítio do BC, disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf>.

**GRÁFICO 10. RESULTADO PRIMÁRIO ACUMULADO DO GOVERNO CENTRAL (% PIB)**



Fontes: Tesouro Nacional (resultado primário) e Banco Central (PIB). Elaboração: IFI. Razão entre o resultado primário em valores correntes do Governo Central, acumulado nos doze meses precedentes, e o PIB nominal acumulado no mesmo período.

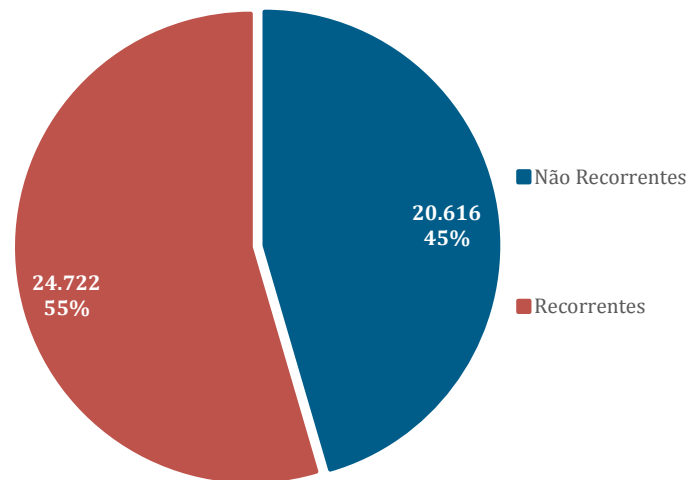
Em relação a maio de 2017, a receita bruta de maio de 2018 cresceu R\$ 10,5 bilhões em termos reais, ou 10,4%, crescimento maior que o observado entre os meses de abril de 2017 e 2018 (6,3%). A receita líquida de transferências para estados e municípios, por sua vez, cresceu R\$ 7,8 bilhões (9,8%) em termos reais entre os meses de maio, sendo que entre os meses de abril havia crescido R\$ 8,2 bilhões (7,4%). Já no que diz respeito às transferências a estados e municípios, a variação real entre os meses de maio de 2017 e 2018 foi de R\$ 2,7 bilhões (12,5%), em contraste com a variação entre os meses de abril, que foi quase nula em termos proporcionais (R\$ 3,6 milhões).

As estatísticas de arrecadação agregadas, que incluem receitas não recorrentes, não informam qual é a parcela dos movimentos fiscais que estão diretamente relacionados à atividade econômica. Por isso, a IFI utiliza as estatísticas oficiais para calcular o nível da chamada arrecadação não recorrente, para que esta possa ser separada do resto da arrecadação, chamada de recorrente. A IFI faz um inventário mês a mês das receitas extraordinárias, como o refinanciamento de dívidas tributárias e previdenciárias (“Refis”), as alterações na legislação tributária, bem como as derivadas da elevação da cotação internacional do petróleo e de concessões e outorgas.

Com base no dito acima, em maio de 2018 a receita bruta menos fatores não recorrentes alcançou R\$ 105,25 bilhões, frente a R\$ 96,3 bilhões em maio de 2017, em termos reais. Ou seja, tivemos um avanço real de R\$ 9 bilhões (variação de 9,3%). Estes números mostram que o crescimento real na receita bruta entre maio de 2018 e maio de 2017, que foi de R\$ 10,6 bilhões (10,4%), correspondeu majoritariamente ao aumento do componente da arrecadação que é mais estreitamente relacionado com a atividade econômica (arrecadação recorrente). Quando se faz exercício similar, mas comparando-se o acumulado do ano de 2018 (janeiro a maio) com o mesmo período de 2017, a receita bruta não recorrente real aumentou em R\$ 20,6 bilhões (variação de 58,1%) atingindo os R\$ 56,1 bilhões. Em contraste, o exercício que considera receitas recorrentes e não recorrentes somadas (receita bruta) teria indicado um aumento real de R\$ 45,3 bilhões (7,8%), chegando em R\$ 623,86 bilhões.

O gráfico a seguir destaca a participação das receitas extraordinárias na variação da arrecadação acumulada entre os primeiros cinco meses de 2017 e o mesmo período de 2018. Os R\$ 45,3 bilhões de aumento real da receita bruta foram decompostos nos R\$ 24,7 bilhões de receitas recorrentes e os R\$ 20,6 bilhões de receitas não recorrentes.

**GRÁFICO 11. COMPOSIÇÃO DO AVANÇO DA RECEITA BRUTA ACUMULADA  
(JAN-MAI/2018, R\$ MILHÕES)**



Fonte: Receita Federal. Elaboração: IFI

Para finalizar, convém destacar que em maio ocorreu o saque de R\$ 3,5 bilhões do Fundo Soberano, fator que contribuiu para que o déficit primário fosse menor. Note-se que, apesar de afetar o resultado primário, tal saque não é rigorosamente considerado uma receita no resultado reportado pelo tesouro Nacional (Resultado do Tesouro Nacional), e por isso não fez parte da discriminação da receita feita acima, em recorrente e não recorrente. O último saque do Fundo havia sido em dezembro de 2015, no valor nominal mais modesto de R\$ 855 milhões. Outro movimento que evitou um déficit primário maior em maio foi o pagamento de dividendos à União, que alcançou R\$ 4,8 bilhões. Apesar do pagamento de dividendos ser um fenômeno regular, ele não havia sido tão elevado desde dezembro de 2015, quando o valor nominal chegou a R\$ 6 bilhões. Desde então, esta medida só ultrapassou a marca do R\$ 1 bilhão em junho de 2017, quando atingiu os R\$ 2 bilhões, tendo voltado para a casa dos milhões posteriormente. BNDES e Caixa pagaram a maior parte dos dividendos de maio: R\$ 1,5 e R\$ 2,8 bilhões, respectivamente. A Petrobras, que não pagava dividendos desde abril de 2014, pagou R\$ 187 milhões à União.