

2. CONJUNTURA FISCAL

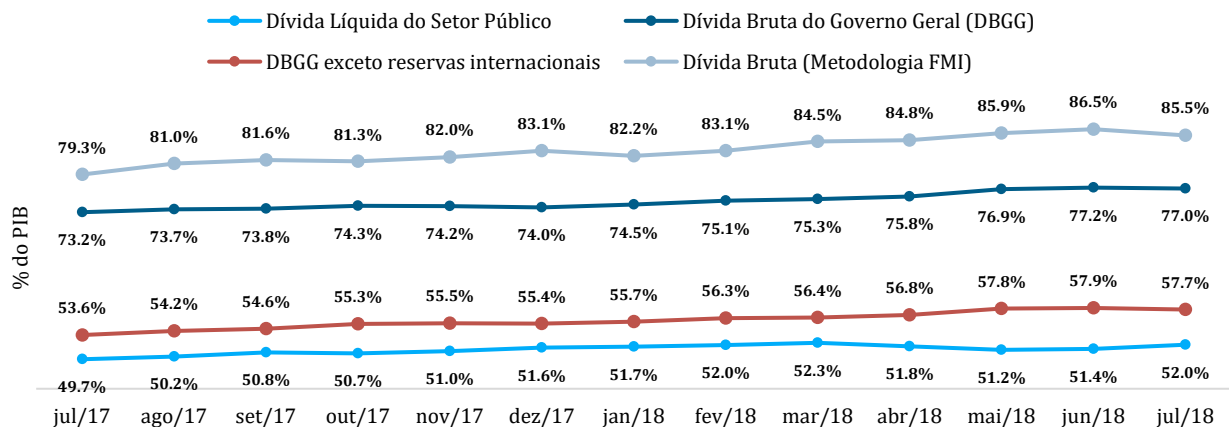
O objetivo desta seção é apresentar o estado das contas públicas em julho de 2018, a partir de informações do Banco Central, do Tesouro Nacional e da Receita Federal. A seção 2.1 retrata o estoque da dívida pública brasileira. A seção 2.2 aborda os fluxos que afetam o estoque da dívida: déficit nominal, resultado primário e juros. Finalmente, para se ter uma visão mais desagregada do resultado primário do Governo Central (GC), a seção 2.3 traz aspectos das receitas e despesas primárias do GC, desta vez com foco na evolução de janeiro até julho de 2018.

2.1 Dívida Pública

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) atingiu R\$ 5,187 trilhões em julho de 2018, valor maior que o de junho/2018 em R\$ 21,1 bilhões, segundo dados divulgados pelo Banco Central em 31 de julho de 2018. Apesar do aumento, a DBGG como proporção do PIB caiu de junho para julho, de 77,16% para 77,02%. Foi a primeira queda no percentual desde dezembro/2017. Em outra base de comparação, de julho/2018 com julho/2017, temos que a DBGG aumentou em R\$ 464,4 bilhões, ou em 3,79 pontos percentuais do PIB.

A Dívida Líquida do Setor Público¹ (DLSP) alcançou R\$ 3,504 trilhões em julho/2018, valor maior que o de junho/2018 em R\$ 62,9 bilhões. Ao contrário da DBGG, de junho para julho a DLSP cresceu como percentual do PIB: passou de 51,40% para 52,03%. Com exceção de março/2018, este é o maior percentual desde dezembro de 2006, pelo menos. A evolução recente da DBGG e da DLSP, bem como de outras medidas de endividamento, pode ser vista no Gráfico 16.

GRÁFICO 16. EVOLUÇÃO DE DIFERENTES MEDIDAS DE ENDIVIDAMENTO PÚBLICO (% DO PIB)

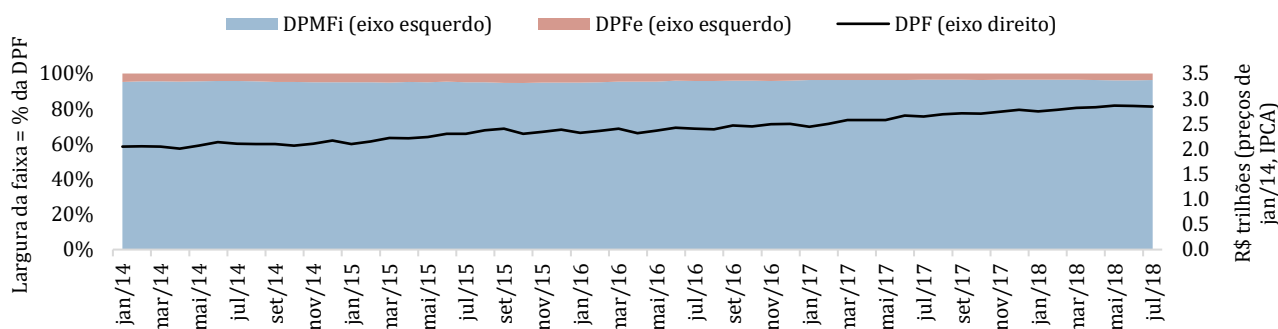


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI. Os valores são percentuais do PIB acumulado em 12 meses.

¹ A DLSP agrega as dívidas líquidas do Governo Geral, do Banco Central e das empresas estatais, exceto Petrobras e Eletrobras.

O estoque da Dívida Pública Federal em poder do público (DPF) foi de R\$ 3,749 trilhões em julho/2018, em valores correntes, equivalente a 54,79% da DBGG neste mês². Esse valor está dividido entre a Dívida Pública Mobiliária Federal interna³ (DPMFi), que atingiu R\$ 3,608 trilhões (96,23% da DPF), e a Dívida Pública Federal externa (DPFe), que atingiu R\$ 141,3 bilhões. O Gráfico 17 permite comparar o valor atual da DPF com o passado recente, bem como mostrar que a DPMFi tem representado a maior parte da DPF nos últimos anos.

GRÁFICO 17. ESTOQUE DA DPF EM PODER DO PÚBLICO – TOTAL (R\$ TRILHÕES DE JAN/14) E PARTICIPAÇÕES DA DPMFi E DA DPFe



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

As emissões de títulos da DPMFi em julho/2018, que totalizaram R\$ 58,8 bilhões, foram feitas com maior participação de prefixados do que em junho/2018 (Gráfico 18). No entanto, a participação de prefixados ainda não retornou ao patamar observado em anos anteriores, após a queda na participação destes títulos entre maio e junho/2018. Já a composição do resgate de títulos seguiu o padrão de variação de meses e anos anteriores. De qualquer maneira, apesar destes movimentos de curto prazo nas emissões e resgates, o Gráfico 19 mostra que a composição da DPMFi tem variado pouco nos últimos meses.

Aumento de títulos de taxa flutuante é reflexo de questões conjunturais e incerteza. É importante destacar que o Tesouro Nacional tem adotado a estratégia de emitir mais títulos de taxa flutuante, cuja participação tem crescido. O objetivo é incorporar ganhos fiscais decorrentes dos juros de curto prazo mais baixos. A emissão de prefixados não é fiscalmente recomendável, neste momento, porque o prêmio pago nesses papéis está bastante elevado, em razão do elevado grau de incerteza percebido pelos agentes econômicos em relação ao futuro da economia nacional. Na seção de Contexto Macroeconômico, é possível observar o comportamento da curva a termo de juros, que evidencia a precificação de juros pelo mercado para diferentes prazos.

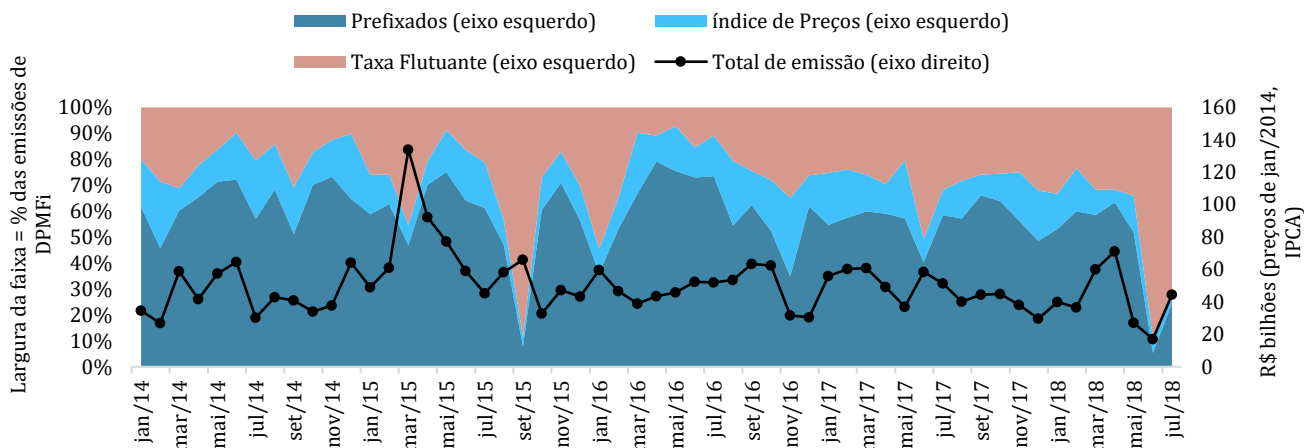
Tesouro revisa o Plano Anual de Financiamento da DPF. A esse respeito, destacamos a revisão do Plano Anual de Financiamento da DPF (PAF), pelo Tesouro Nacional, anunciada em 5 de setembro, com aumento dos limites mínimo e máximo para emissão de títulos de taxa flutuante em 2018. Os percentuais aumentaram de 31% a 35% para 33% a 37%. Diz o informe da revisão do PAF⁴: “O atual nível de incerteza nos cenários internacional e doméstico afeta o grau de aversão ao risco dos investidores e, conseqüentemente, as condições de demanda por títulos públicos de mais longo prazo”.

² O percentual se refere à divisão da DPF em poder do público informada no Relatório Mensal de Dívida Pública (RMD), do Tesouro Nacional, pela DBGG informada pelo BC.

³ Os dados da DPMFi e da DPFe se referem apenas às suas parcelas que se encontram em poder do público. Estes dados foram extraídos do RMD.

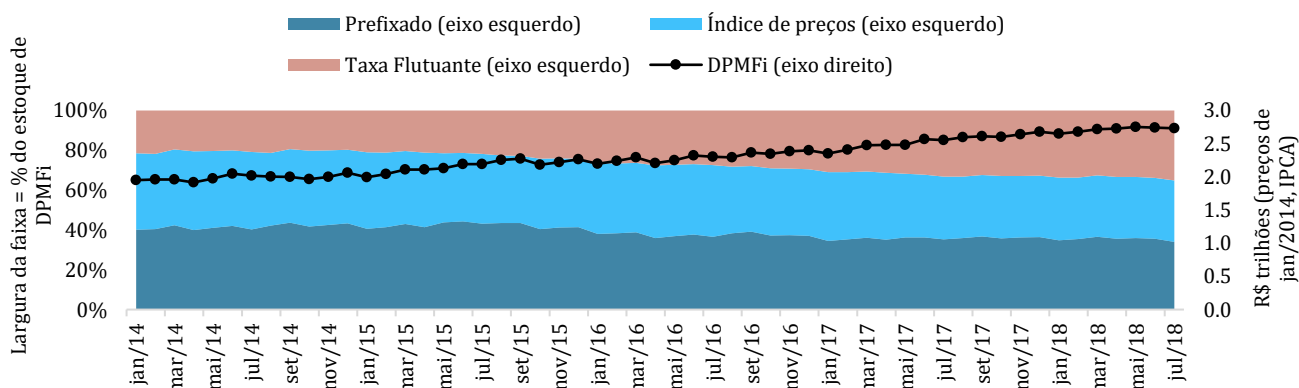
⁴ Veja aqui o informe do Tesouro e o PAF original – <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/plano-anual-de-financiamento>

GRÁFICO 18. EMISSÕES MENSAIS DA DPMFi – TOTAL (R\$ BILHÕES DE JAN/14, IPCA) E POR INDEXADOR (%)



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI. DPMFi significa “Dívida Pública Mobiliária Federal interna”. As áreas correspondem a percentuais da emissão de DPMFi (eixo esquerdo), enquanto a linha indica o valor total das emissões de DPMFi (eixo direito). Títulos indexados ao câmbio foram omitidos por não terem representado mais do que 1% das emissões no decorrer do tempo considerado.

GRÁFICO 19. ESTOQUE MENSAL DA DPMFi – TOTAL (R\$ TRILHÕES DE JAN/14, IPCA) E POR INDEXADOR (%)

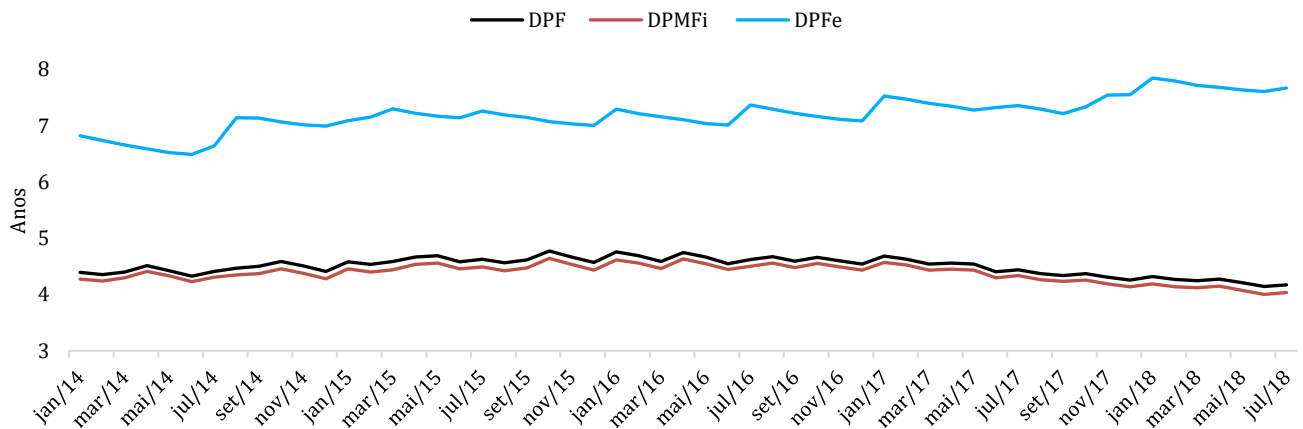


Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI. DPMFi significa “Dívida Pública Mobiliária Federal interna”. As áreas correspondem a percentuais do estoque de DPMFi (eixo esquerdo), enquanto a linha indica o valor total do estoque de DPMFi (eixo direito). Outros títulos foram omitidos por não terem representado mais do que 1% do estoque no decorrer do tempo considerado.

O prazo médio da DPF em poder do público esteve em 4,17 anos em julho de 2018, mantendo o patamar de meses anteriores (Gráfico 20). Este prazo é determinado quase que exclusivamente pelo prazo médio da DPMFi (4,03 anos em julho/2018), uma vez que esta representa mais de 90% da DPF. Desagregando-se a DPMFi por indexador (Gráfico 21), nota-se que estes 4,03 anos são uma combinação de prazos mais curtos, referentes aos títulos prefixados e de taxa flutuante, e prazos mais longos, referentes a títulos indexados a índices de preços e ao câmbio. Quanto ao segundo componente da DPF, a DPFe, esta possui prazo médio mais longo: maior do que 7 anos no período

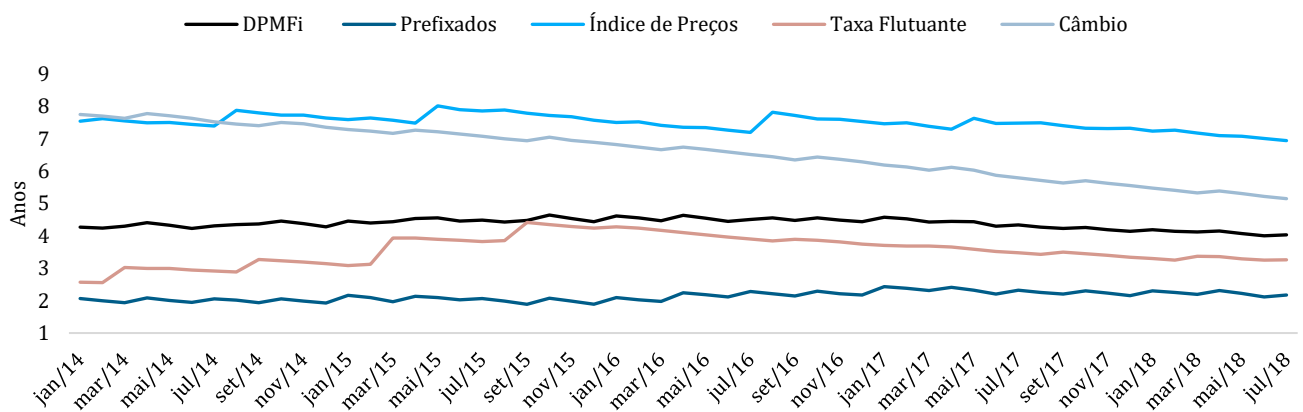
recente. Em seguida, há dois outros gráficos (Gráficos 22 e 23) apresentando a evolução do custo médio da DPF e a evolução da participação das operações compromissadas na DDBG, até julho/2018.

GRÁFICO 20. PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL



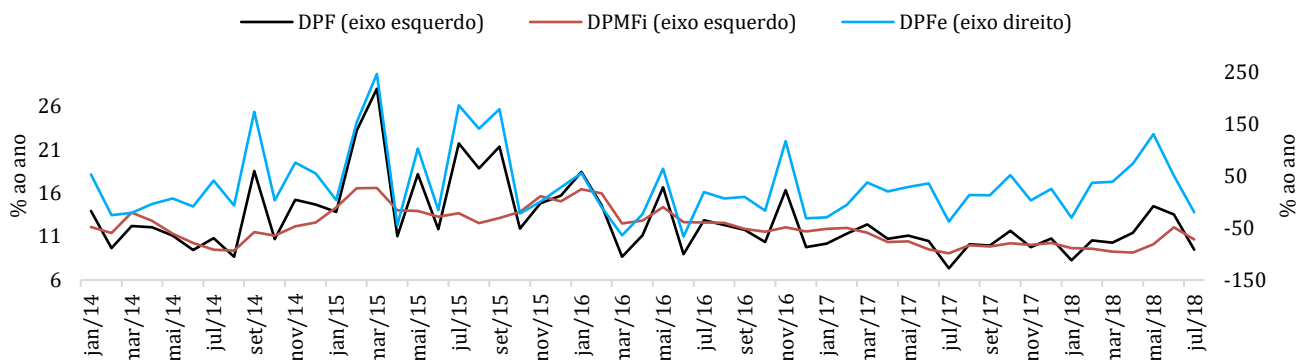
Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 21. PRAZO MÉDIO DA DPMFi



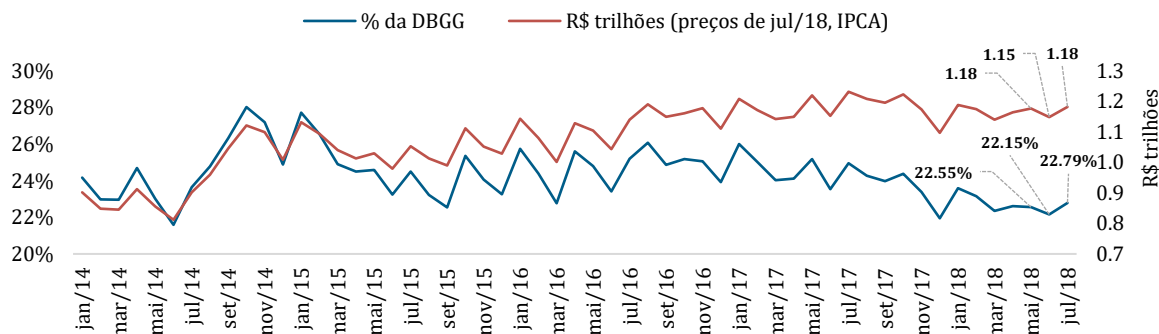
Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 22. CUSTO MÉDIO MENSAL DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

GRÁFICO 23. OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BC (% DA DBGG E R\$ TRILHÕES DE JUL/18)

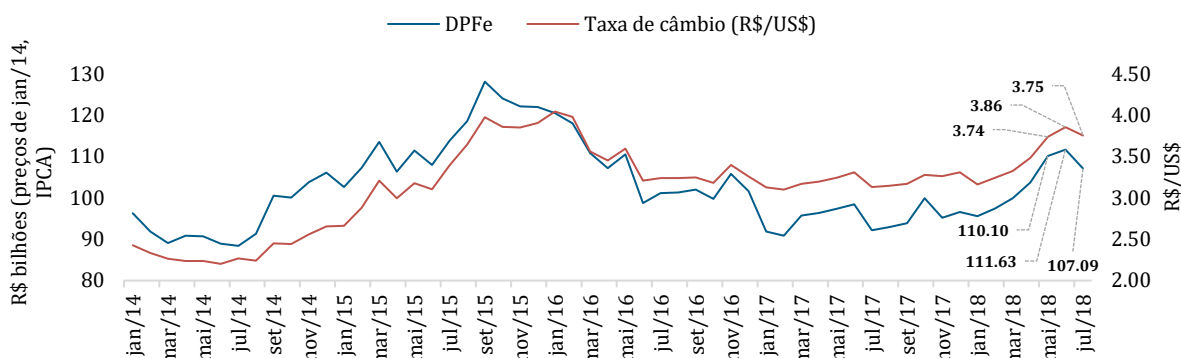


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI.

A Dívida Pública Federal externa em poder do público (DPFe) de julho sofreu leve queda entre junho e julho/2018, de R\$ 146,8 bilhões para R\$ 141,9 bilhões, em parte por causa da queda da taxa de câmbio entre os dois meses. Contudo, a recente desvalorização, em agosto, deverá recolocar a DPFe em trajetória ascendente.⁵ O Gráfico 24 mostra a trajetória da DPFe em valores reais (R\$ de jan/2014, IPCA) e da taxa de câmbio desde 2014.

⁵ A DPFe informada no RMD é calculada com a taxa de câmbio do último dia do mês. Vale lembrar que os últimos dados divulgados do RMD se referem a julho.

GRÁFICO 24. DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL EXTERNA (R\$ DE JAN/14) E TAXA DE CÂMBIO (REAIS POR DÓLAR)



Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil (série 3695 no SGS do BC como taxa de câmbio). Elaboração: IFI.

2.2 Necessidades de Financiamento do Setor Público⁶

O déficit nominal do setor público foi de R\$ 29,2 bilhões em julho de 2018, resultado de um déficit primário de R\$ 3,4 bilhões e do pagamento líquido de juros no valor de R\$ 25,8 bilhões. O déficit nominal acumulado dos últimos doze meses foi equivalente a 7,00% do PIB (acumulado no mesmo período). O Gráfico 25 mostra que estes 7,00% são o menor déficit como percentual do PIB dos últimos meses. Na verdade, é o menor déficit desde março de 2015. Entretanto, o pagamento de juros, que vinha em redução desde julho de 2017, encerrou tal movimento em abril/2018, e desde então tem oscilado em torno dos 5,85% do PIB. Tal patamar é menor do que o observado em julho/2017 (6,64%), julho/2016 (6,96%) e julho/2015 (7,62%). O déficit primário, por sua vez, foi de 1,14% do PIB, o menor valor desde dezembro de 2015.

Resultado primário do setor público é influenciado por melhora expressiva no déficit do Governo Central. A evolução do resultado primário do setor público consolidado é benigna e denota uma situação geral controlada, com os déficits acumulados em 12 meses em trajetória de queda em percentual do PIB. O resultado primário do Governo Central era negativo em 2,83% do PIB, em julho do ano passado, tendo passado a 1,20% do PIB em julho de 2018. No mesmo período, o superávit primário dos governos regionais passou de 0,16% para 0,04% do PIB, enquanto o resultado das estaduais passou de 0,03% para 0,02% do PIB. Como se vê, dos três componentes do setor público consolidado, o Governo Central é o que mais contribuiu, até o momento, para a melhora do déficit total. Exploraremos essa evolução na subseção seguinte.

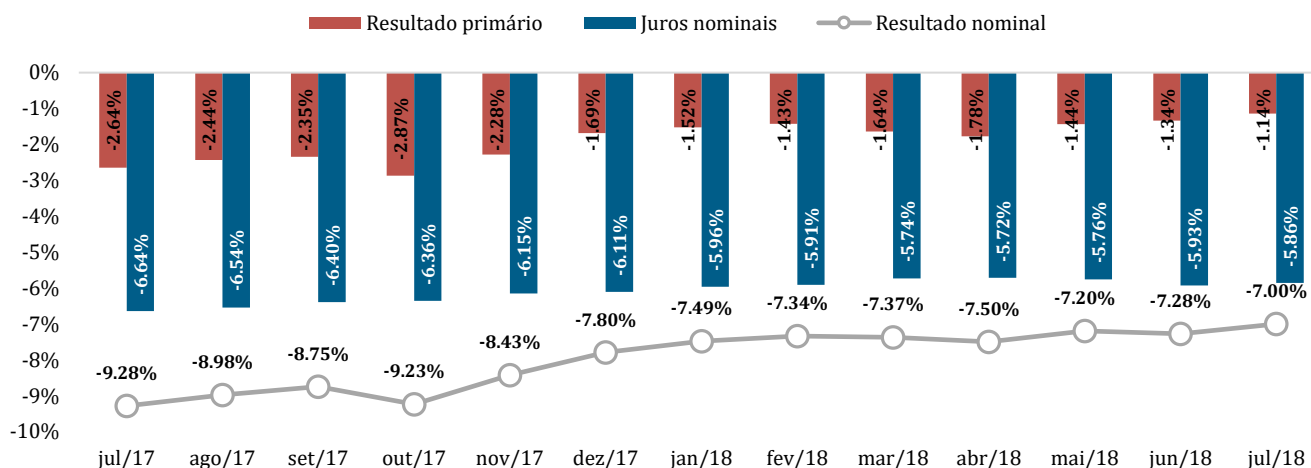
Swaps cambiais atingiram R\$ 253,6 bilhões, com custo de R\$ 36,4 bilhões no ano até agosto. A respeito do movimento dos juros, é importante destacar a evolução dos swaps cambiais, como temos mostrado em relatórios anteriores. Essas operações, feitas pelo Banco Central para evitar movimentos bruscos na taxa de câmbio (volatilidade), têm custo ou prejuízo para o Erário, refletido justamente na conta de juros do setor público (em termos líquidos). Como o Banco Central aumentou as intervenções via swap e a taxa de câmbio sofreu desvalorização, desde junho, houve um custo líquido em 2018⁷ que impactou os pagamentos de juros mensais. Especificamente em julho, houve lucro nas

⁶ As Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) são compostas pelos indicadores do resultado nominal, do resultado primário e do pagamento de juros nominais líquidos, sendo estes últimos equivalentes à diferença entre os juros pagos e recebidos pelo setor público.

⁷ Veja a tabela IV.30 em indicadores de conjuntura, no site do Banco Central - <https://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/indeco.asp>

operações, uma vez que a taxa de câmbio passou de R\$ 3,86/US\$ para R\$ 3,75/US\$. Mas em agosto, pelos dados já disponibilizados pelo Banco Central, o câmbio voltou a subir, revertendo todo o ganho obtido no mês anterior e gerando custos líquidos adicionais. No acumulado entre janeiro e agosto, já são R\$ 36,4 bilhões em prejuízo.

GRÁFICO 25. NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO (% DO PIB)



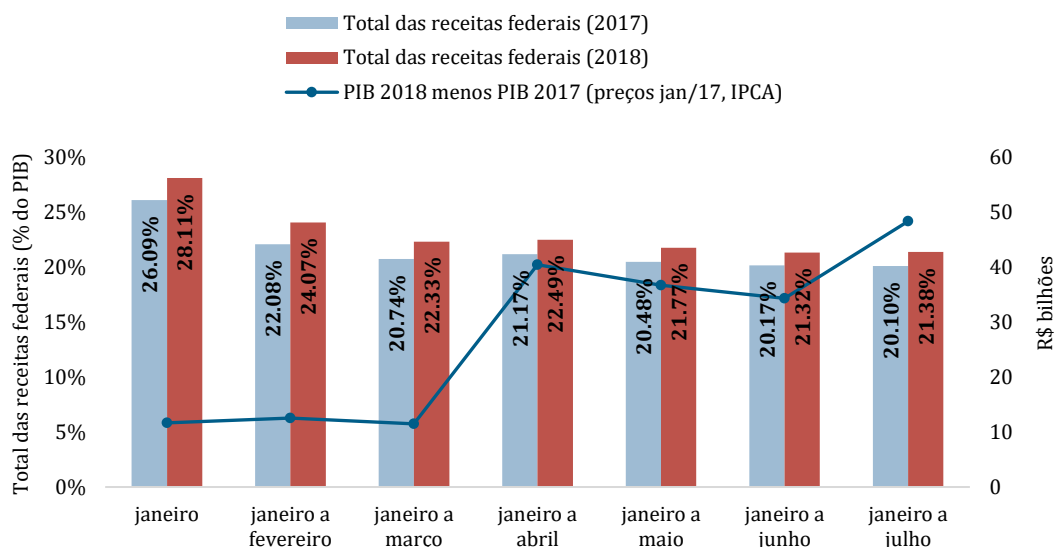
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI. Os valores são percentuais do PIB acumulado em 12 meses. Valores negativos indicam déficit.

2.3 Resultado Primário do Governo Central

A arrecadação total das receitas federais em julho/2018 foi de R\$ 129,6 bilhões,⁸ valor maior que o de junho/2018 em R\$ 18,8 bilhões. Acumulando-se a receita total desde o início do ano (janeiro a julho/2018) e dividindo-se o valor pelo PIB acumulado no mesmo intervalo de tempo, obtemos 21,38% para julho/2018 contra 21,32% para junho/2018. O percentual de um ano atrás, julho/2017, foi de 20,10%. Veja o Gráfico 26.

⁸ Segundo dados da Receita Federal.

GRÁFICO 26. RECEITA TOTAL (% DO PIB ACUMULADO DESDE JANEIRO)

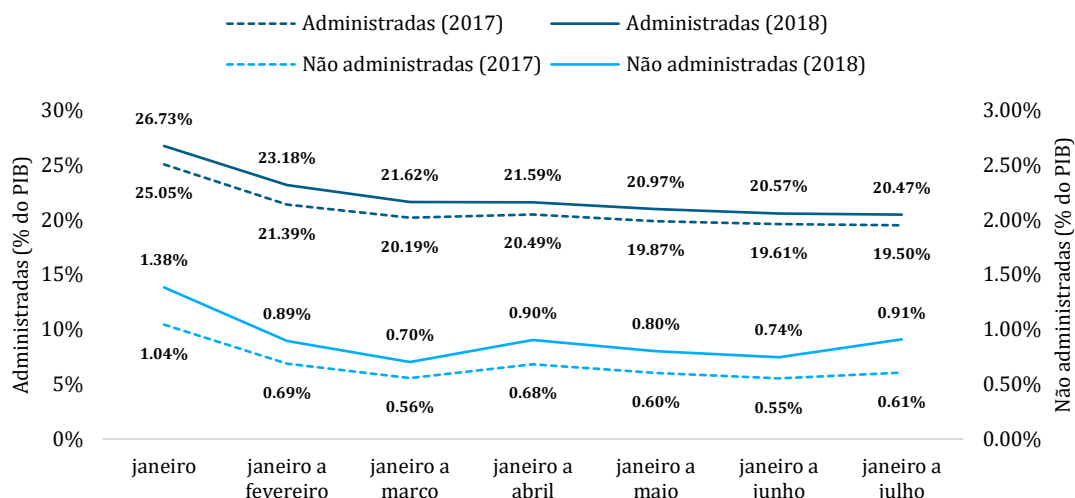


Fonte: Receita Federal do Brasil e Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI. Os valores são percentuais do PIB acumulado desde janeiro. Por exemplo, o valor da série de 2018 em “janeiro a abril” é igual à soma das receitas mensais em valores correntes, de janeiro a abril, dividida pela soma dos respectivos PIBs mensais em valores correntes.

A receita total, como percentual do PIB acumulado desde janeiro, tem sido persistentemente maior ao longo de 2018 do que foi em 2017. Em média, as duas séries históricas de receita no Gráfico 26 diferem em 1,52 ponto percentual. O Gráfico 27 decompõe os percentuais do Gráfico 26 em receitas administradas e não administradas pela RFB, e aponta para a mesma conclusão: tanto receitas administradas⁹ quanto não administradas (em percentual do PIB) têm sido persistentemente maiores que em 2017. As administradas foram maiores em 1,29 ponto percentual do PIB (média), e as não administradas foram maiores em 0,23 pontos percentuais (média).

⁹ De fato, o documento “Análise da Arrecadação das Receitas Federais”, publicado pela RFB com os dados de julho, também aponta, na tabela da seção II (pg. 5), que a arrecadação de cada mês de 2018, foi superior à do mês correspondente em 2017, em termos reais.

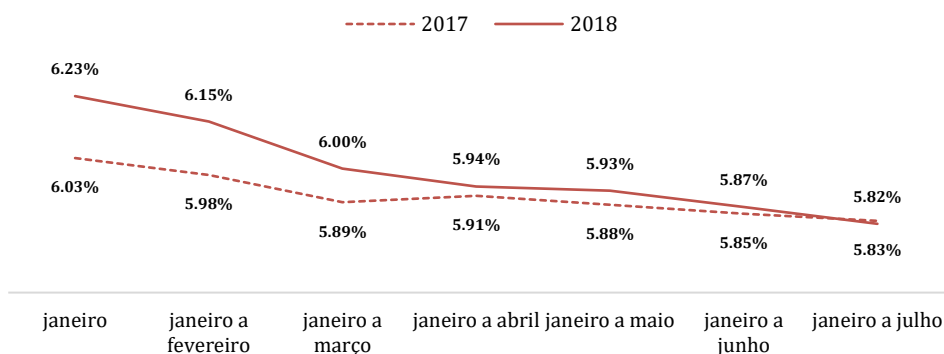
GRÁFICO 27. RECEITAS ADMINISTRADAS E NÃO ADMINISTRADAS PELA RECEITA FEDERAL (% DO PIB ACUMULADO DESDE JANEIRO)



Fonte: Receita Federal e Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI. Os valores são percentuais do PIB acumulado desde janeiro. Por exemplo, o valor da série "Administradas (2018)" em "janeiro a abril" é igual à soma das receitas mensais em valores correntes, de janeiro a abril, dividida pela soma dos respectivos PIBs mensais em valores correntes.

O retrato geral sugere que a receita vem crescendo por outras razões além da recuperação da atividade econômica, inclusive em suas subcategorias (administrada e não administrada). A seguir, trataremos destas subcategorias brevemente, começando pela separação das receitas administradas pela RFB em receita previdenciária e receita tributária.

GRÁFICO 28. RECEITA PREVIDENCIÁRIA (% DO PIB ACUMULADO DESDE JANEIRO)



Fonte: Receita Federal do Brasil e Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI. Os valores são percentuais do PIB acumulado desde janeiro. Por exemplo, o valor da série "2018" em "janeiro a abril" é igual à soma das receitas previdenciárias mensais, em valores correntes, de janeiro a abril, dividida pela soma dos respectivos PIBs mensais em valores correntes.

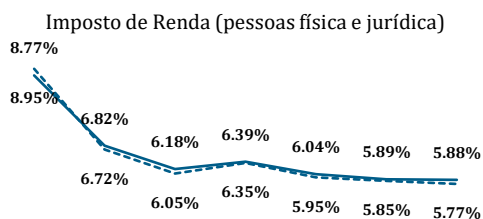
A diferença persistente entre as receitas de 2018 e 2017 não pode ser atribuída à dinâmica das receitas previdenciárias (Gráfico 28), mas sim à dinâmica das receitas tributárias. No decorrer de 2018, a receita previdenciária acumulada desde janeiro se aproximou, em termos percentuais do PIB, à receita de 2017, chegando a praticamente se igualar em julho/2018. Sendo assim, o Gráfico 29 reproduz a análise dos gráficos anteriores, mas desta

vez para alguns impostos e contribuições que compõem a receita tributária federal ao lado da previdenciária. Os oito tributos apresentados constituíram-se em 95,34% da receita tributária total em 2018 (janeiro a julho), e como indicado no gráfico, a participação de cada um deles não variou significativamente entre 2017 e 2018.

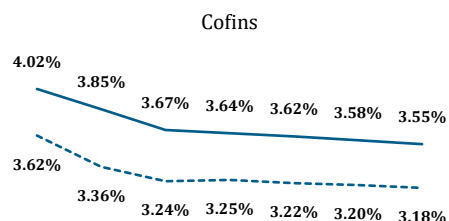
Dentre os tributos considerados, os que contribuíram para manter o nível da arrecadação tributária persistentemente mais alto em 2018, em termos percentuais do PIB, foram: imposto de renda (sobre pessoas física e jurídica em conjunto, incluindo o imposto retido na fonte), Cofins, IPI, imposto sobre importações, PIS/PASEP e CSLL. Aqui, vale destacar que o mercado de trabalho formal ainda apresenta queda na ocupação de 1,6% no acumulado em 12 meses até julho em relação ao mesmo período do ano anterior. As receitas da previdência dependem muito do desempenho do emprego.

GRÁFICO 29. RECEITAS COM IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES (% DO PIB ACUMULADO DESDE JANEIRO)

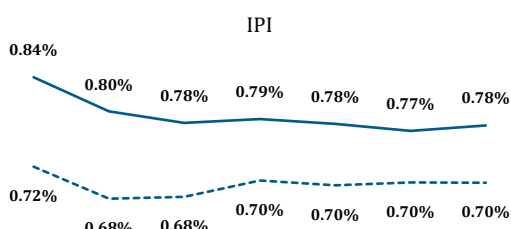
— 2018 - - - - 2017



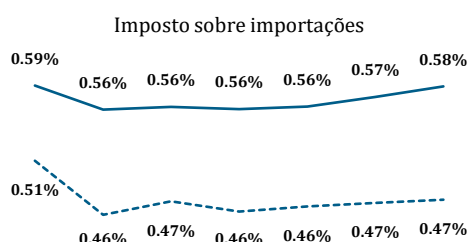
Participação: 40,13% (2018) e 42,19% (2017).



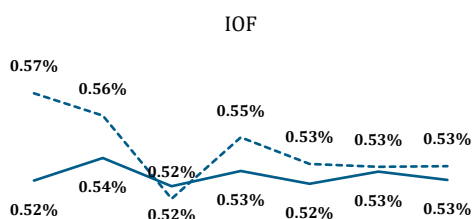
Participação: 24,23% (2018) e 23,28% (2017).



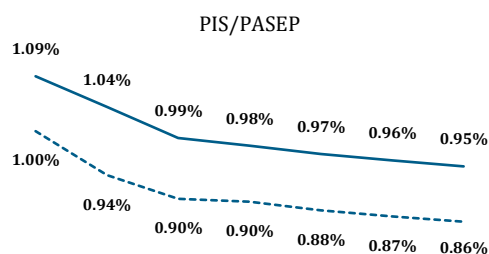
Participação: 5,30% (2018) e 5,13% (2017).



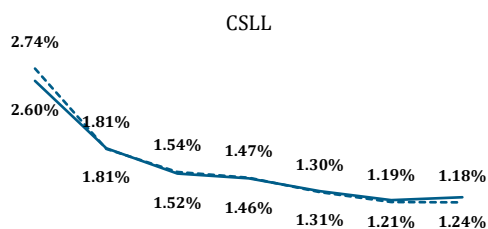
Participação: 3,98% (2018) e 3,45% (2017).



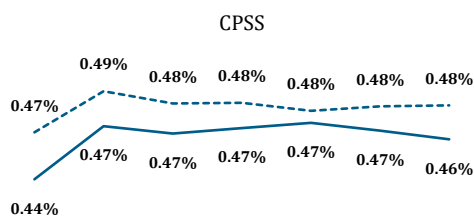
Participação: 3,58% (2018) e 3,89% (2017).



Participação: 6,48% (2018) e 6,32% (2017).



Participação: 8,48% (2018) e 8,66% (2017).



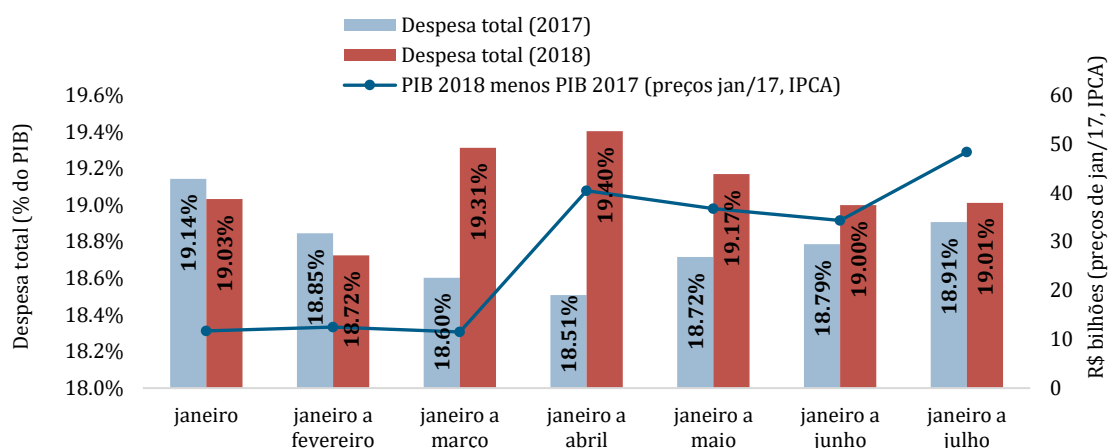
Participação: 3,16% (2018) e 3,52% (2017).

Fonte: Receita Federal e Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI. Os valores são a receita como percentual do PIB acumulado desde janeiro, isto é, o primeiro valor da série histórica corresponde a "janeiro", enquanto os demais correspondem a "janeiro a fevereiro", "janeiro a março", e assim por diante, até "janeiro a julho". Por exemplo, o valor da série em "janeiro a abril" é igual à soma das receitas mensais em valores correntes, de janeiro a abril, dividida pela soma dos PIBs mensais em valores correntes. A "Participação" é a participação do tributo na receita tributária total acumulada de janeiro a julho de cada ano.

As despesas somaram R\$ 113,9 bilhões em julho/2018, aumento de R\$ 8,7 bilhões em relação ao mês anterior. No acumulado desde janeiro, as despesas somaram R\$ 750,5 bilhões em valores correntes. Para que se possa comparar receitas e despesas pelo mesmo método, a seguir estão apresentadas as despesas totais e desagregadas, como percentual do PIB acumulado desde janeiro, mês a mês até julho de 2017 e 2018. O Gráfico 30 indica que, ao contrário da receita total, a despesa total (como percentual do PIB) acumulada iniciou 2018 menor que em 2017, até fevereiro. Depois, ela passou a superar os valores de 2017, primeiro mais intensamente, e mais tarde convergindo.

O Gráfico 31 apresenta a dinâmica de quatro categorias¹⁰ de despesa que, juntas, somaram 93,65% da despesa total acumulada de janeiro a julho de 2018, e 93,72% no mesmo período de 2017. Suas participações individuais na despesa total, informadas no gráfico, também não mudaram significativamente entre os dois anos. O Gráfico 31 sugere que o movimento de divergência e posterior convergência, observado para a despesa total, deveu-se aos gastos com pessoal e transferência de renda. As despesas com subsídios e subvenções ampliados têm sido persistentemente menores em 2018, ao passo que o contrário ocorre com as despesas discricionárias (exceto Bolsa Família).

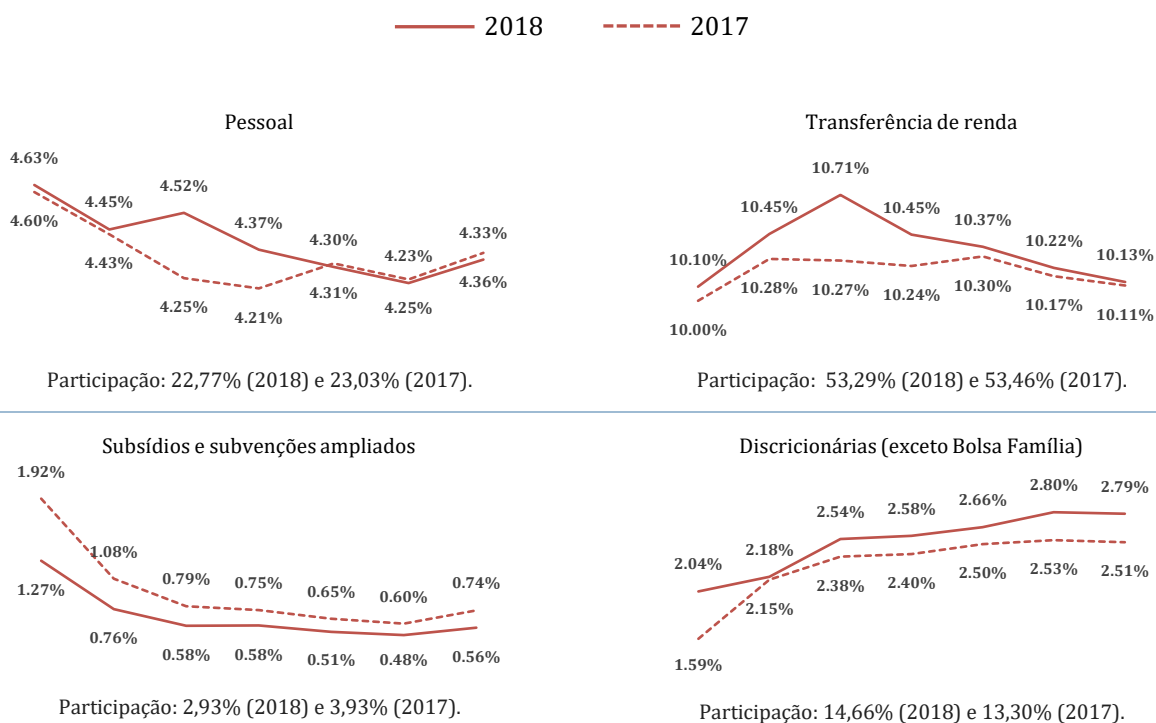
GRÁFICO 30. DESPESA TOTAL (% DO PIB ACUMULADO DESDE JANEIRO)



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

¹⁰ Estas categorias são aquelas utilizadas pela IFI. Para mais detalhes, veja as notas sob o gráfico.

GRÁFICO 31. DESPESAS (CLASSIFICAÇÃO IFI, % DO PIB ACUMULADO DESDE JANEIRO)



Fonte: Tesouro Nacional, Ministério do Desenvolvimento Social e Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI. Os valores são a despesa como percentual do PIB acumulado desde janeiro, isto é, o primeiro valor da série histórica corresponde a "janeiro", enquanto os demais correspondem a "janeiro a fevereiro", "janeiro a março", e assim por diante, até "janeiro a julho". Por exemplo, o valor da série em "janeiro a abril" é igual à soma das despesas mensais em valores correntes, de janeiro a abril, dividida pela soma dos PIBs mensais em valores correntes. A "Participação" é a participação da despesa na despesa total acumulada de janeiro a julho de cada ano, conforme classificação de despesas da IFI. A classificação está disponível no site da instituição, no arquivo "Conjuntura e Margem Fiscal.xlsx", disponível em <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados/arquivos/conjuntura-e-margem-fiscal/view>