

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

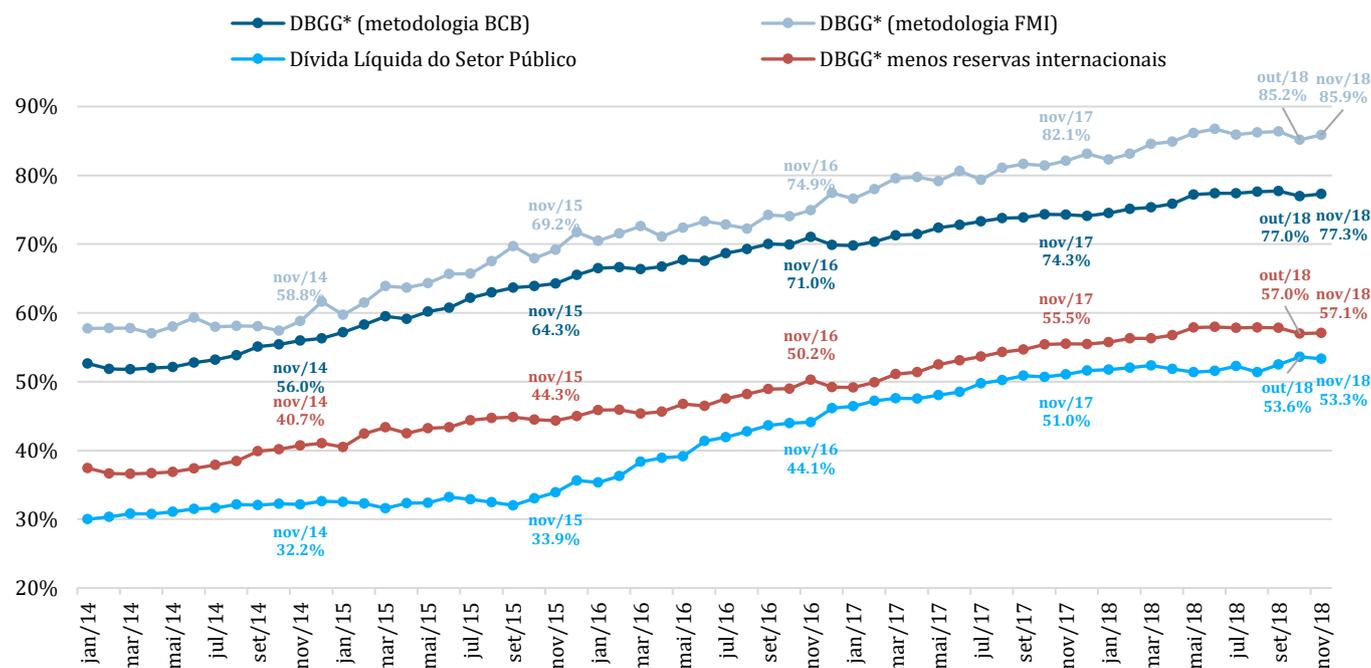
1. CONJUNTURA FISCAL

O objetivo desta seção é apresentar o estado das contas públicas em novembro de 2018, a partir de informações do Banco Central (BC), do Tesouro Nacional (TN) e da Receita Federal (RFB). A seção 2.1 retrata o estoque da dívida pública brasileira, enquanto a seção 2.2 aborda os fluxos que afetam seu estoque: déficit nominal, resultado primário e juros. Finalmente, para se ter uma visão desagregada do resultado primário do Governo Central, a seção 2.3 traz aspectos das receitas e despesas primárias desta esfera de governo.

1.1 Dívida Pública

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) atingiu 77,3% do PIB em novembro de 2018, ante 77% em outubro e 74,3% em novembro de 2017. Em termos nominais, os valores foram de R\$ 5,284 trilhões, R\$ 5,231 trilhões e R\$ 4,853 trilhões, respectivamente. Apesar destas variações, o Gráfico 8 mostra que desde maio de 2018 a DBGG tem se mantido relativamente estável neste patamar, nunca ultrapassando os 78% do PIB, interrompendo assim a trajetória de crescimento observada nos últimos anos. Do ponto de vista dos indexadores da DBGG, entretanto, cresceu a participação dos títulos indexados pela Selic: avançaram de 45,7% em maio para 48,3% do total da dívida pública em novembro, uma expansão de 2,6 pontos percentuais (p.p.). Para fins de comparação, a DBGG como um todo aumentou apenas 0,11 p.p. no mesmo período.

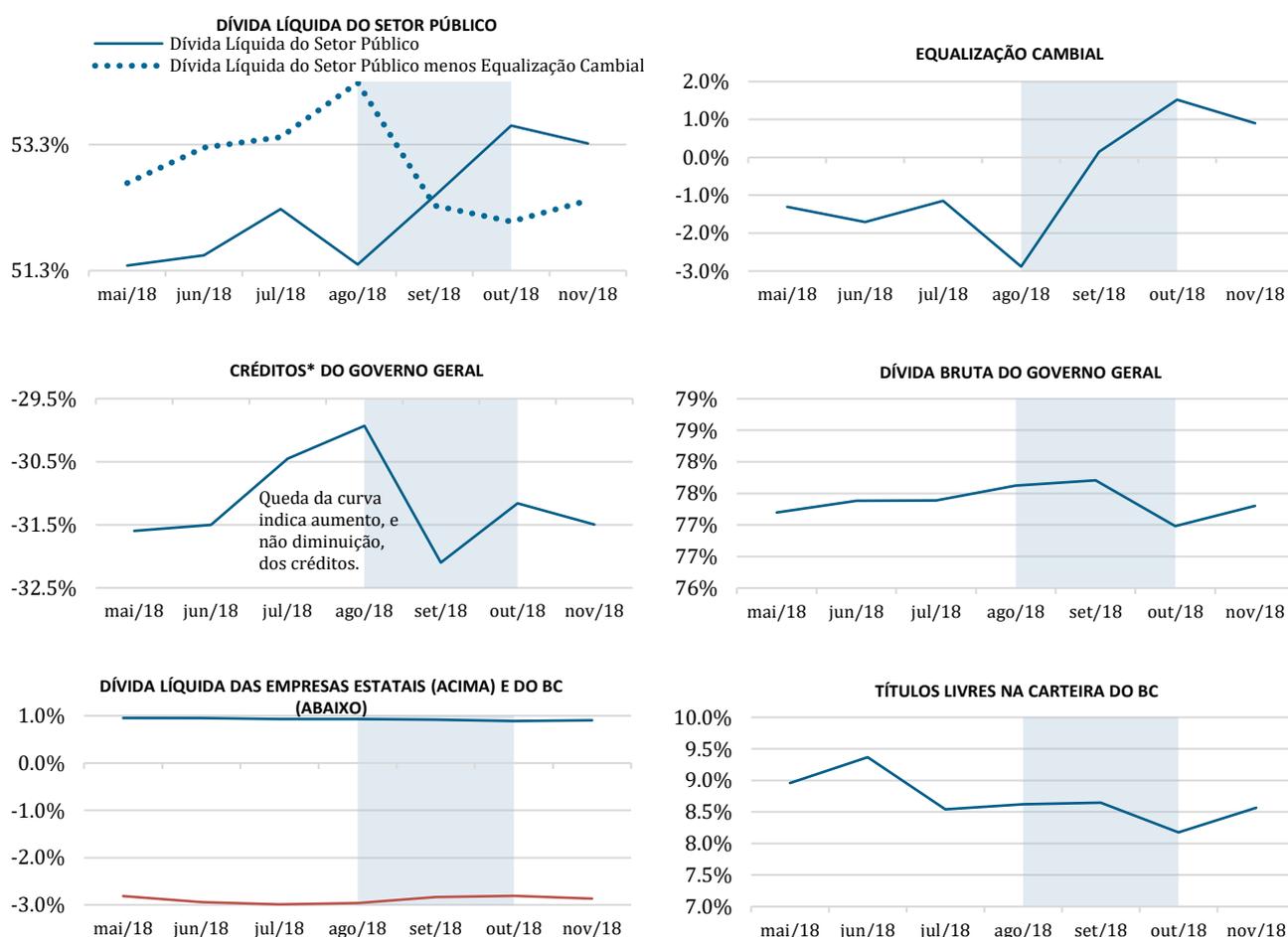
GRÁFICO 8. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. *Dívida Bruta do Governo Geral. Cada série histórica é igual ao estoque da dívida no mês indicado, dividido pelo PIB acumulado nos doze meses até (e incluindo) o mês indicado.

Já a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu 53,3% do PIB em novembro de 2018, ante 53,6% em outubro e 51% em novembro de 2017, tendo avançado mais que a DBGG nos últimos meses principalmente em função das equalizações cambiais. Em termos nominais, os valores foram de R\$ 3,644 trilhões, R\$ 3,643 trilhões e R\$ 3,334 trilhões, respectivamente. A DLSP leva em conta, além da própria DBGG, créditos do governo e os referidos custos com a equalização cambial, entre outros componentes. O Gráfico 9 mostra como evoluíram estes componentes entre maio e novembro de 2018, e deixa claro¹ o papel da equalização cambial nas pequenas variações recentes da DLSP, em particular entre agosto e outubro (área realçada dos gráficos). O Gráfico 9 mostra ainda que o estoque de títulos livres na carteira do BC se manteve pouco alterado nos últimos meses, razão pela qual o endividamento bruto pelo critério do FMI, que soma estes títulos à DBGG, tem se mantido estável, acompanhando as demais medidas de endividamento.

GRÁFICO 9. DECOMPOSIÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (% DO PIB)



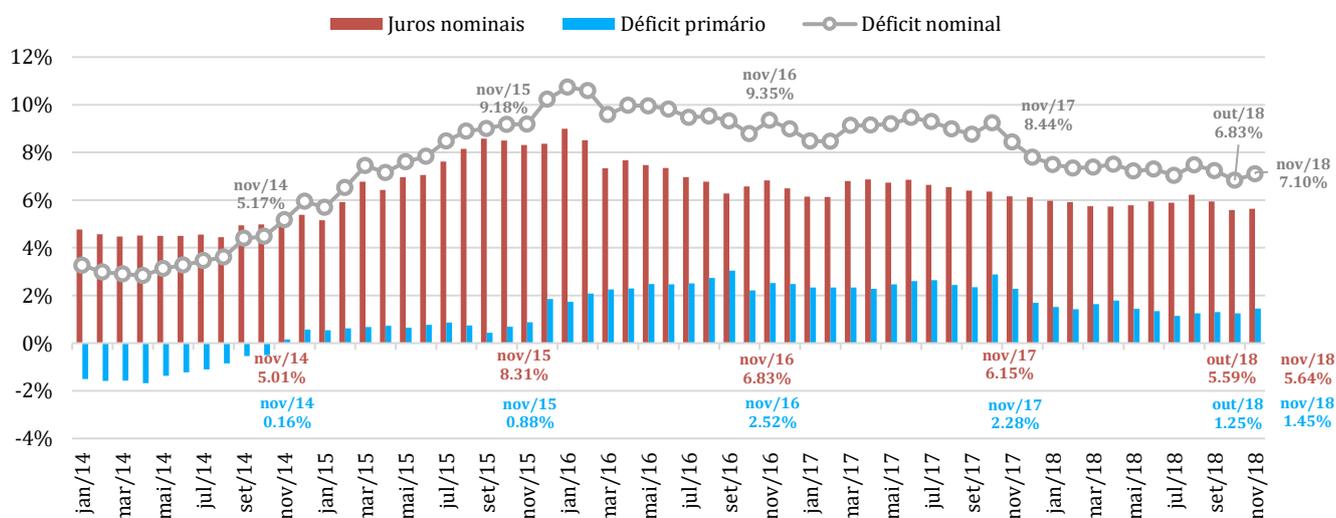
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. *Como todas as variáveis estão em um contexto de dívida, valores mais negativos de "Créditos do Governo Geral" indicam mais créditos, e não menos créditos. Cada série histórica é igual a seu estoque no mês indicado, dividido pelo PIB acumulado nos doze meses até (e incluindo) o mês indicado.

¹ Para facilitar a comparação visual entre as variáveis no Gráfico 10, o tamanho de todos os eixos verticais é de três pontos percentuais, com exceção daquele referente à equalização cambial (5 p.p.) e daquele referente às dívidas líquidas do Banco Central e das estatais (4 p.p.).

1.2 Necessidades de Financiamento do Setor Público

O déficit nominal mensal do setor público consolidado atingiu R\$ 50,6 bilhões em novembro de 2018. O valor acumulado em doze meses, por sua vez, foi de R\$ 485 bilhões, correspondendo a 7,1% do PIB, ante 6,8% em outubro. Em novembro de 2017, a medida havia atingido 8,4% do PIB. O aumento de 0,3 p.p. entre outubro e novembro de 2018 ocorreu em razão da expansão na apropriação líquida de juros e do déficit primário (+0,1 e +0,2 p.p. do PIB, respectivamente). O pagamento de juros em novembro totalizou 5,64% do PIB, superando os 5,59% de outubro. Se deixarmos de lado o valor de outubro, o valor de novembro é o menor desde fevereiro de 2015, quando atingiu 5,92% do PIB. Quanto ao déficit primário, que atingiu 1,5% do PIB em novembro de 2018, trata-se do maior valor desde maio de 2018, muito embora esteja abaixo dos níveis observados em 2016 e 2017 (Gráfico 10).

GRÁFICO 10. NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Valores positivos indicam déficit; valores negativos, superávit. Cada série histórica corresponde ao acumulado nos doze meses até (e incluindo) o mês indicado, dividido pelo PIB acumulado nos mesmos doze meses.

Do total de R\$ 35 bilhões gastos liquidamente com juros em novembro de 2018 (só em novembro, não no acumulado em doze meses), a maior parte está relacionada com títulos indexados pela taxa Selic² (R\$ 12 bilhões), o que inclui as operações compromissadas. Em seguida, estão os juros referentes a títulos prefixados (R\$ 10,1 bilhões). Em terceiro lugar, vêm (i) as dívidas securitizadas e (ii) o resultado caixa das operações de swap cambial: os dois itens somaram gastos de R\$ 9,3 bilhões. Este último resultado contrasta com os observados em setembro e outubro para as mesmas operações (ganhos, ao invés de perdas, de R\$ 12,8 e 19,3 bilhões, respectivamente), sendo que a variação relativamente intensa se deve à oscilação da taxa de câmbio nos últimos meses de 2018.

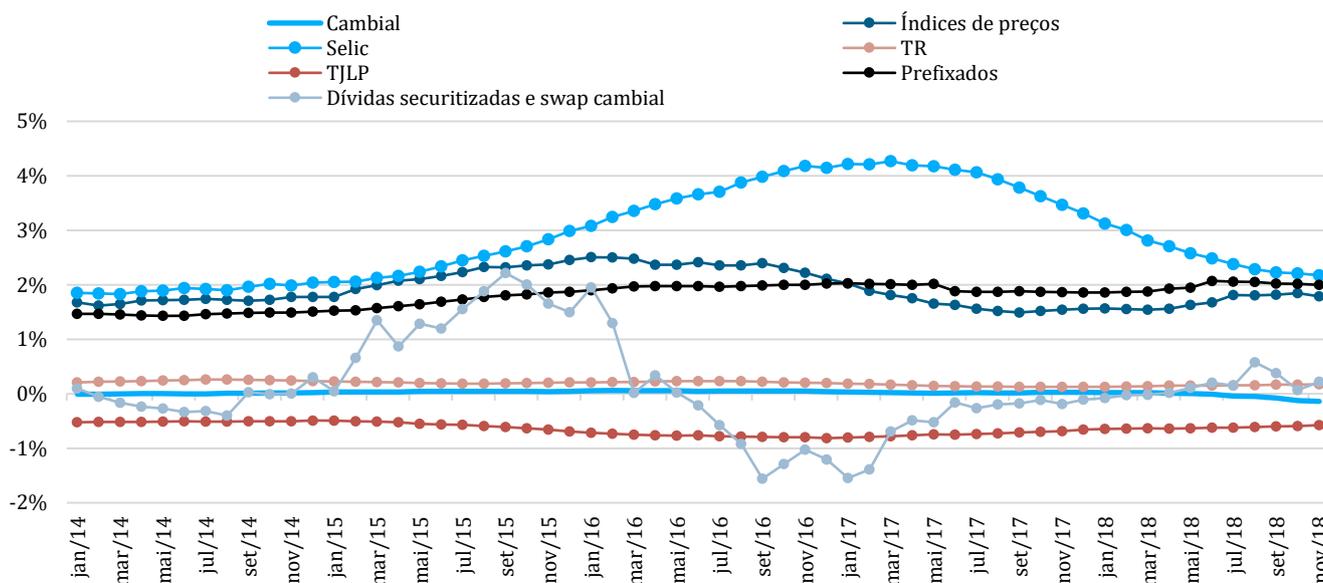
Para facilitar comparações com a série de juros no Gráfico 10, podemos decompor os gastos com juros acumulados em doze meses. Estes somaram em novembro de 2018 R\$ 385,6 bilhões (5,64% do PIB). Deste total, R\$ 148,8 bilhões corresponderam a títulos indexados à Selic. O Gráfico 11 mostra que o peso destes títulos no total gasto com juros vem diminuindo desde março de 2017, e sua participação já não é tão maior do que aquela dos títulos prefixados e indexados

² Conforme os dados da planilha "Dívida líquida do setor público por indexador", localizados na página eletrônica do BC, seção Tabelas Especiais, link "DLSP - Participação percentual por indexador".

a índices de preços. A série histórica mais volátil é aquela que inclui o resultados das operações de *swap* cambial, mais sujeitas às variações da cotação do dólar. Como a série está acumulada em doze meses, suas oscilações mensais no final de 2018 são menos aparentes.

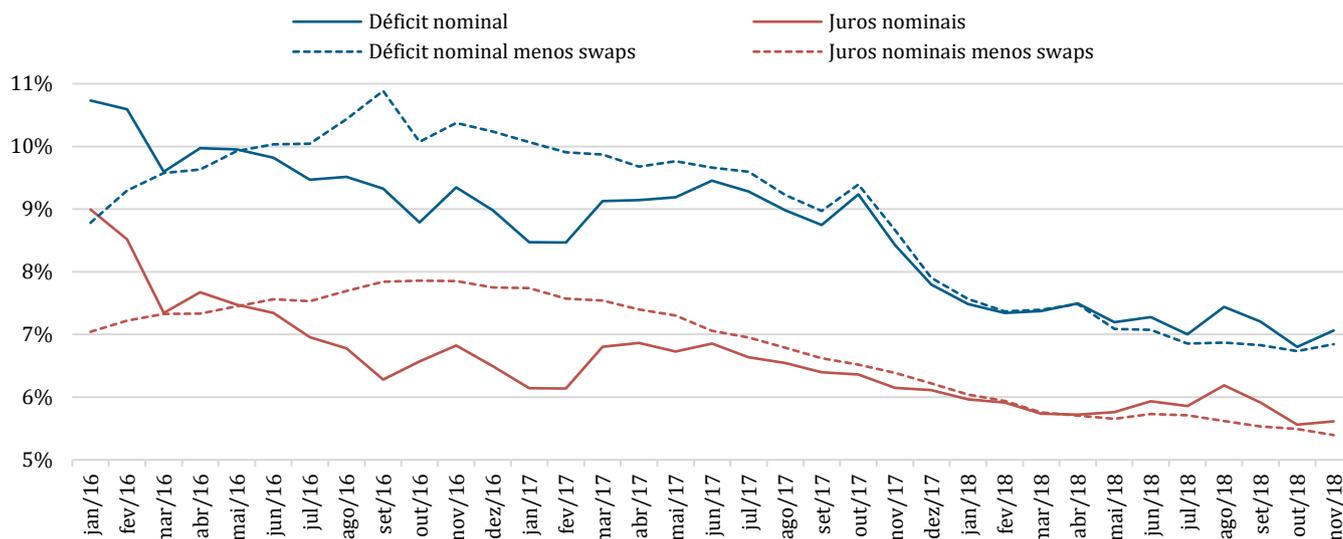
O impacto das operações de *swap* cambial no déficit público fica mais evidente no Gráfico 12, onde explicitamos as séries de juros nominais com e sem o resultado de *swap* cambial. Nota-se que, na ausência do impacto destas operações, os gastos líquidos com juros em novembro de 2018 teriam sido de 5,4% do PIB, e o déficit nominal de 6,9% do PIB (ao invés de 7,1%).

GRÁFICO 11. GASTOS LÍQUIDOS COM JUROS NOMINAIS (DLSP), POR INDEXADOR (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Cada série histórica corresponde ao acumulado nos doze meses até (e incluindo) o mês indicado, dividido pelo PIB acumulado nos mesmos doze meses.

GRÁFICO 12. NFSP MENOS RESULTADO DE SWAP CAMBIAL (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Valores positivos indicam déficit; valores negativos, superávit. Cada série histórica corresponde ao acumulado nos doze meses até (e incluindo) o mês indicado, dividido pelo PIB acumulado nos mesmos doze meses. Os valores de déficit nominal e pagamento líquido de juros nominais menos o resultado das operações de swap cambial foram obtidos somando-se os ganhos com estas operações ao déficit/pagamento líquido, estes últimos expressos como um número positivo. A variável de resultado das operações de swap é aquela que segue o critério de caixa.

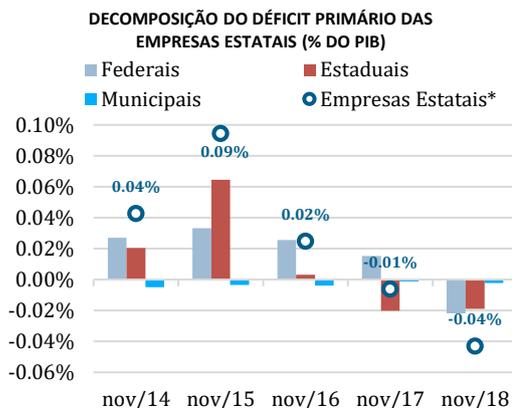
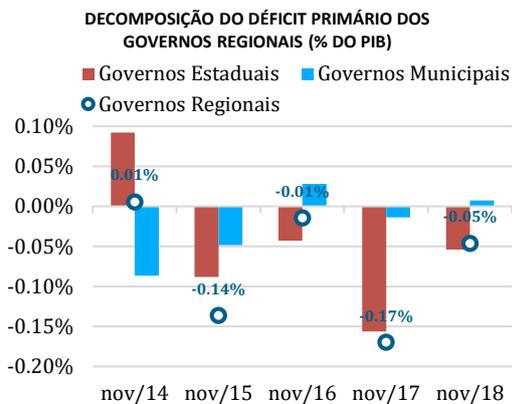
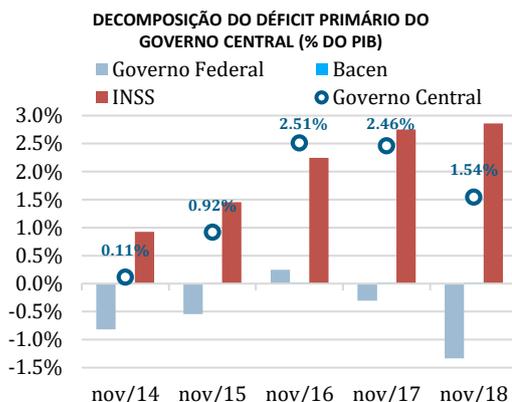
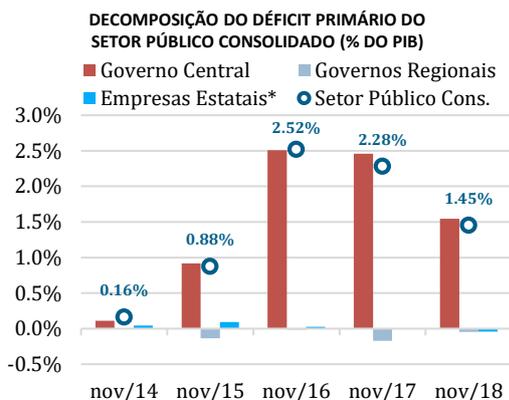
Em novembro de 2018, os governos regionais e as empresas estatais (federais e subnacionais)³ obtiveram um pequeno superávit somado de R\$ 1,5 bilhão, em contraste com o déficit de R\$ 17,1 bilhões do Governo Central. O déficit primário do setor público consolidado (SPC) é igual à soma dos déficits do Governo Central, dos governos regionais e das empresas estatais. A seguir, faremos considerações sobre o déficit primário do SPC e seus componentes, medidos no acumulado em doze meses até novembro de diferentes anos.

Em meses de novembro de anos anteriores, o superávit dos governos regionais e das empresas estatais foi pequeno, insuficiente para afetar significativamente o déficit total, que apesar disso vem caindo desde 2016 (na comparação entre os meses de novembro de cada ano). Decompondo-se o déficit do Governo Central, por sua vez, vemos que em novembro de 2018, este recebeu contribuição importante do superávit do governo federal, que foi maior do que o observado no mesmo período dos anos anteriores. Tal superávit foi suficiente para evitar, ao menos momentaneamente, a prevalência do déficit do INSS, que vem crescendo.

É possível também decompor outro componente do déficit do SPC: o resultado dos governos regionais. O Gráfico 13 mostra que tal resultado foi dominado pelo superávit do nível estadual em novembro de 2017 e 2018, ao contrário de anos anteriores, quando o nível municipal exerceu influência razoável. Finalmente, no que se refere ao terceiro componente do déficit do SPC – as empresas estatais – nota-se que o resultado superavitário de novembro de 2018 contrasta com aquele de anos anteriores para o mesmo mês. Se em 2014, 2015, e 2016 ocorreram déficits, em 2017 e 2018 a situação de inverteu, com um superávit liderado primeiro pelas empresas estaduais (2017) e, mais tarde, pelas empresas federais (2018).

³ Exceto Petrobras e Eletrobras, que foram excluídas das estatísticas de dívida pública, respectivamente, em maio de 2009 e novembro de 2010.

GRÁFICO 13. DECOMPOSIÇÃO DO DÉFICIT PRIMÁRIO (ACUMULADO EM DOZE MESES COMO % DO PIB)

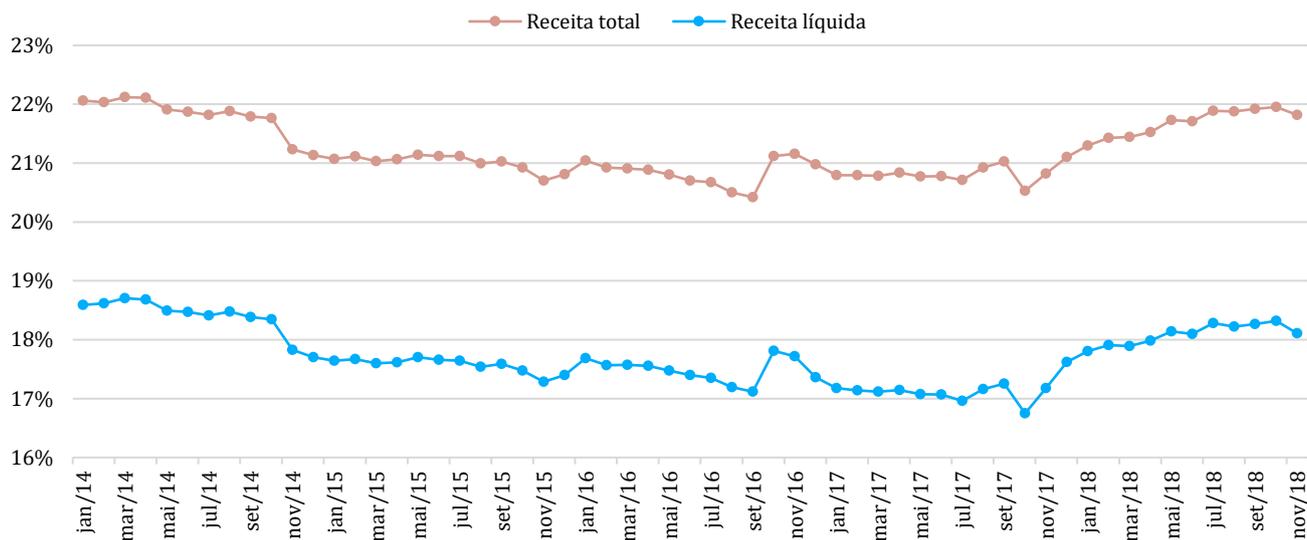


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI. Valores positivos indicam déficit; valores negativos, superávit. *Exceto Petrobras e Eletrobras. Cada barra corresponde à soma dos doze meses até (e incluindo) novembro de cada ano, dividida pela soma do PIB mensal dos mesmos doze meses. Em cada gráfico e em cada data, a soma dos valores representados por barras é igual ao valor representado pelo círculo.

1.3 Resultado Primário do Governo Central

A receita primária total do Governo Central em novembro de 2018 foi de R\$ 124,2 bilhões, equivalente ao recuo de 4,3% (em termos reais) em relação a igual período do ano anterior ante R\$ 132 bilhões em outubro. No acumulado em doze meses, a receita atingiu 21,82% do PIB em novembro, ante 21,95% em outubro e 20,82% em novembro de 2017. O Gráfico 14 mostra que esta medida se recuperou a partir de outubro de 2017 e se estabilizou em meses recentes. Se tomarmos como o fim da recuperação o mês de agosto de 2018, veremos que houve uma variação de +1,29 p.p. desde outubro de 2017, apesar de pequenas quedas pontuais. A receita líquida, isto é, após transferências, também está indicada no Gráfico 14. A recuperação da receita total entre outubro de 2017 e agosto de 2018 decorreu principalmente do movimento da arrecadação com o Imposto de Importação (+0,09 p.p.), IPI (+0,12 p.p.), Cofins (+0,71 p.p.), PIS-PASEP (+0,18 p.p.) e receitas não administradas pela RFB (0,65 p.p.) – a soma destas variações supera 1,29 p.p. porque outras categorias sofreram queda.

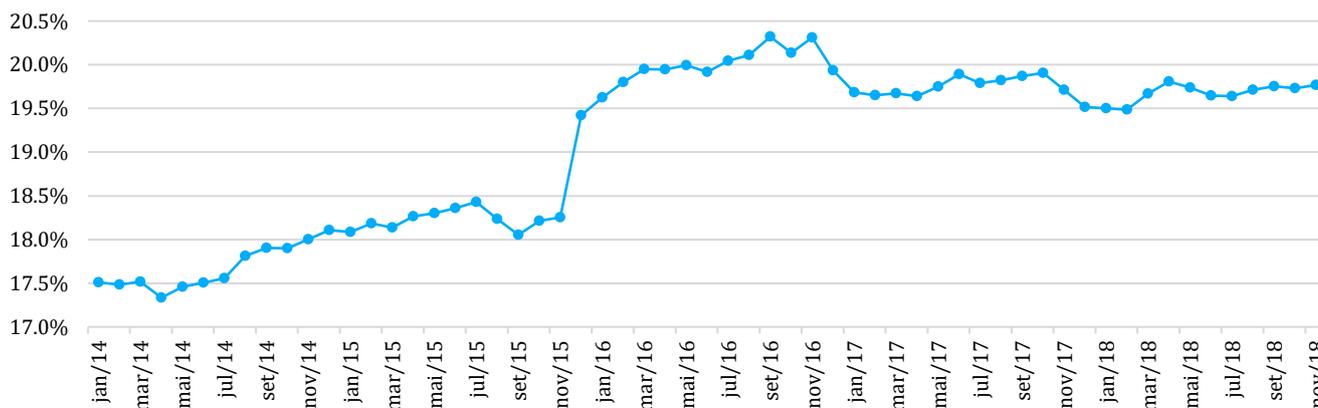
GRÁFICO 14. RECEITA PRIMÁRIA TOTAL DO GOVERNO CENTRAL (% DO PIB)



Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração: IFI. Cada série histórica corresponde ao acumulado nos doze meses até (e incluindo) o mês indicado, dividido pelo PIB acumulado nos mesmos doze meses.

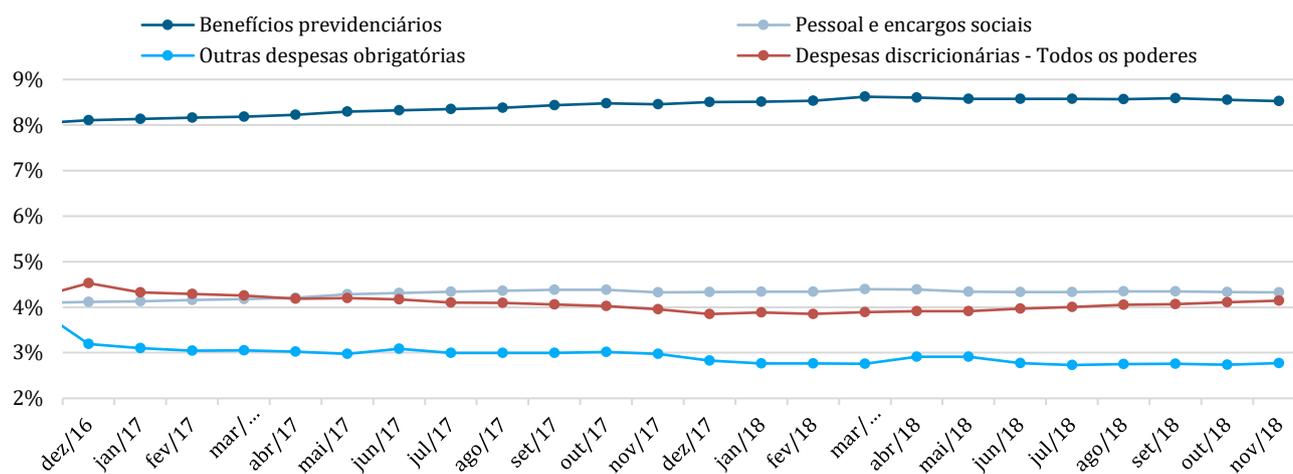
A despesa primária total do Governo Central em novembro de 2018 foi de R\$ 115,6 bilhões, equivalente ao avanço de 5,4% (em termos reais) em relação a igual período do ano anterior ante R\$ 105,3 bilhões em outubro. No acumulado em doze meses, a despesa atingiu 19,77% do PIB em novembro, ante 19,73% em outubro e 19,71% em novembro de 2017. O Gráfico 15 mostra que, desde dezembro de 2016, esta medida tem oscilado entre 19,5% e 20% do PIB, sendo que desde maio de 2018 ela esteve ainda mais estável. Tal trajetória deriva da estabilidade dos quatro principais componentes da despesa total (benefícios previdenciários; pessoal e encargos sociais; despesas discricionárias; e outras despesas obrigatórias). Veja o Gráfico 16.

GRÁFICO 15. DESPESA PRIMÁRIA TOTAL DO GOVERNO CENTRAL (% DO PIB)



Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração: IFI. Cada série histórica corresponde ao acumulado nos doze meses até (e incluindo) o mês indicado, dividido pelo PIB acumulado nos mesmos doze meses.

GRÁFICO 16. DECOMPOSIÇÃO DA DESPESA PRIMÁRIA DO GOVERNO CENTRAL (% DO PIB)

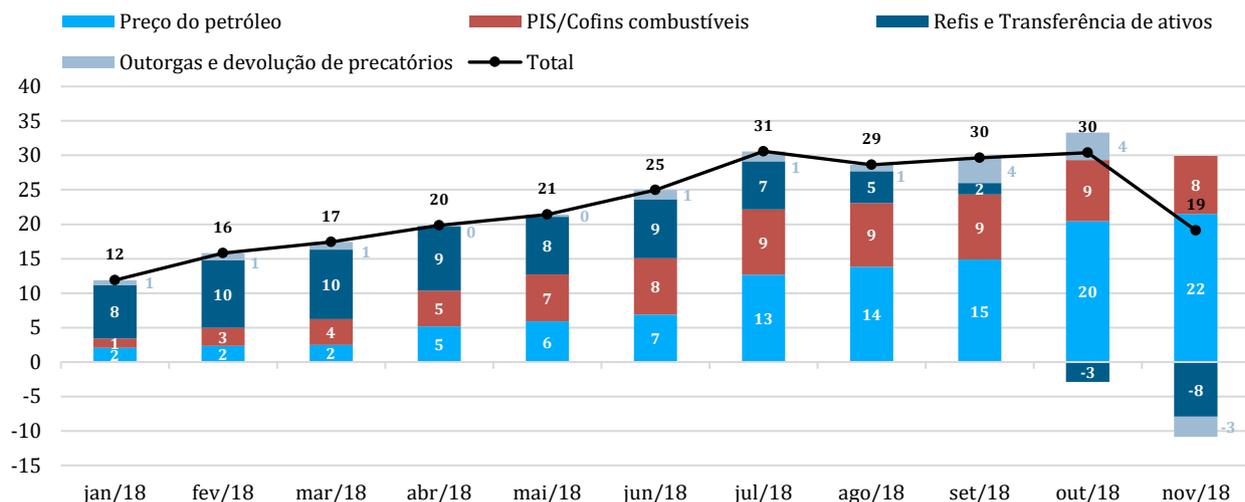


Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração: IFI. Cada série histórica corresponde ao acumulado nos doze meses até (e incluindo) o mês indicado, dividido pelo PIB acumulado nos mesmos doze meses.

No acumulado de janeiro a novembro de 2018, o total de receitas pouco correlacionadas com a atividade econômica⁴ foi de R\$ 137,1 bilhões, ante R\$ 118 bilhões no mesmo período de 2017, em termos reais. Apesar do aumento, vale salientar que a diferença de R\$ 19,1 bilhões é menor do que a observada em análise semelhante feita para o período de janeiro a outubro, que resulta num aumento de R\$ 30,4 bilhões entre 2017 e 2018, como mostra o Gráfico 17. O valor desta medida para novembro é o menor desde abril, consequência da queda na arrecadação relativa a programas de refinanciamento (“Refis”) e transferência de ativos, bem como naquela relativa a outorgas e devolução de precatórios. O recuo nas receitas com programas de refinanciamento em relação ao ano anterior se deu por conta do impacto da adesão ao PERT/PRT e a parcelamentos da dívida ativa, que se concentraram no intervalo de agosto de 2017 a janeiro de 2018. Após esse período, o fluxo de receitas decorrente destes parcelamentos especiais girou em torno de R\$ 1 bilhão por mês. Não fossem essas quedas, teríamos observado um novo aumento, pois a arrecadação não recorrente relativa aos outros dois componentes – preço do petróleo e PIS/Cofins sobre combustíveis – cresceu, como indica o gráfico. Quanto à receita bruta recorrente, houve um aumento real de 3,9% quando comparamos o acumulado de janeiro a novembro de 2018 com o mesmo período de 2017, resultado inferior ao oficialmente reportado, cujo avanço foi de 5% em termos reais. No que se refere à receita líquida recorrente, esta sofreu crescimento real de 2,8% na mesma comparação, sendo que o número oficial novamente foi maior: 4,3%. Veja o Gráfico 18.

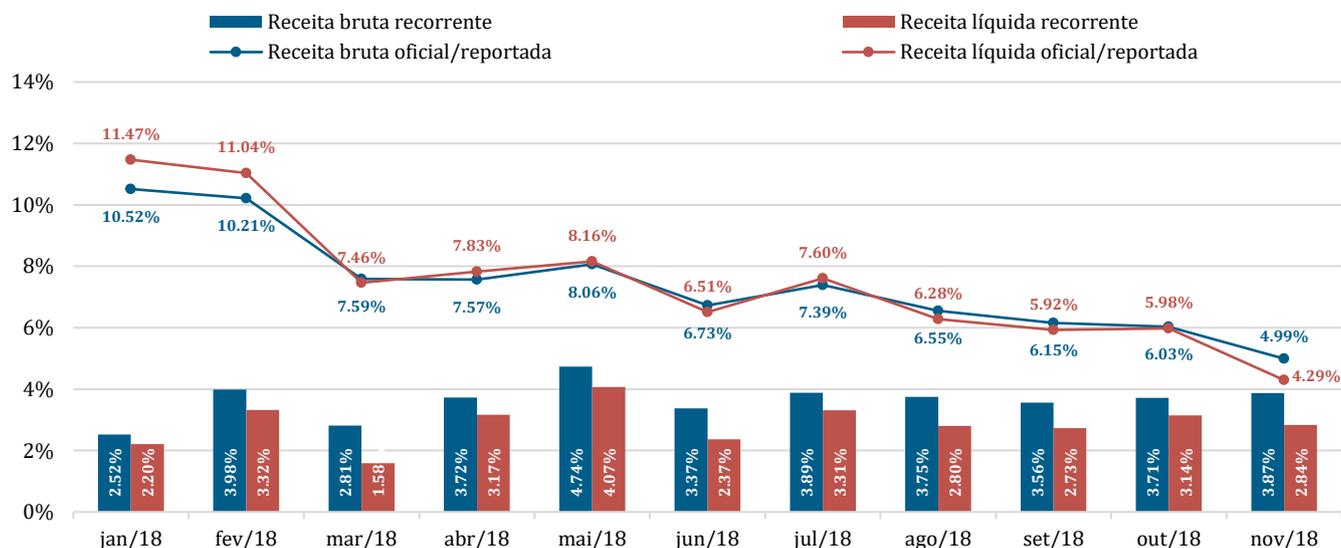
⁴ Segundo a classificação da IFI, elas são compostas por receitas relativas: ao preço do petróleo; a outorgas e devolução de precatórios; aos programas de refinanciamento (“Refis”) e transferência de ativos; e a PIS/Cofins sobre combustíveis. Em estudo especial programado para 2019, a IFI fará nova e detalhada reavaliação destas receitas. Nesse sentido, os valores estão sujeitos a possíveis revisões.

**GRÁFICO 17. RECEITAS COM BAIXA CORRELAÇÃO COM A ATIVIDADE ECONÔMICA
TOTAL E COMPOSIÇÃO (R\$ BILHÕES, A PREÇOS DE NOVEMBRO DE 2018)**



Fonte: Tesouro Nacional, Receita Federal e Siga Brasil. Elaboração: IFI. Cada série histórica corresponde à diferença (A - B), onde A é o acumulado de janeiro até (e incluindo) o mês indicado em 2018, a preços de novembro de 2018, e B é o acumulado no mesmo período de 2017, aos mesmos preços (novembro de 2018).

GRÁFICO 18. TAXA DE CRESCIMENTO REAL DA RECEITA RECORRENTE



Fonte: Tesouro Nacional, Receita Federal e Siga Brasil. Elaboração: IFI. Cada série histórica corresponde à variação percentual de X para Y, isto é, $(Y - X)/X$, onde Y é o acumulado de janeiro até (e incluindo) o mês indicado em 2018, a preços de novembro de 2018, e X é o acumulado no mesmo período de 2017, aos mesmos preços (novembro de 2018).