

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

2. CONJUNTURA FISCAL

2.1 Introdução

De acordo com o Relatório do Tesouro Nacional (RTN) com informações atualizadas até agosto de 2019, houve melhor desempenho das receitas tributárias do governo central, que inclui a União, o Banco Central e o INSS, pelo terceiro mês consecutivo. Este resultado, no entanto, deve ser relativizado em razão de estar concentrado na tributação sobre o lucro das empresas e ser devido, principalmente, a reorganizações societárias, segundo a Receita Federal do Brasil (RFB). Também impulsionaram o resultado da arrecadação federal no período recursos oriundos de parcelamentos tributários como o Programa Especial de Regularização Tributária (PERT) e o antigo Programa de Regularização Tributária (PRT).

Pelo lado da despesa, não houve fato a destacar em relação às últimas divulgações do Tesouro. As despesas com o pagamento de benefícios previdenciários aos trabalhadores da iniciativa privada e os gastos com pessoal e encargos sociais continuaram a crescer acima da despesa total em agosto. As despesas discricionárias, por sua vez, que incluem investimentos públicos e gastos de custeio da máquina pública, sofreram outra forte redução no período, evidenciando a baixa qualidade do ajuste fiscal ora em curso. Como tem sido mencionado há algum tempo, o ideal seria que o governo conseguisse avançar em uma agenda de reforma fiscal que corrigisse a dinâmica de despesas obrigatórias do orçamento. A Reforma da Previdência, em vias de ser aprovada no Senado Federal, se insere nesse contexto.

O resultado primário do governo central, negativo em R\$ 16,8 bilhões em agosto de 2019, melhorou em relação ao déficit de R\$ 19,6 bilhões apurados no mesmo mês de 2018. No acumulado de oito meses de 2019, o déficit de R\$ 52,1 bilhões foi 14,6% menor frente ao resultado negativo de R\$ 58,7 bilhões do ano anterior. No entanto, essa melhora no resultado primário ocorreu mais em função da forte redução em despesas discricionárias e em algumas atipicidades em receitas do que propriamente à maior robustez da arrecadação.

Os sinais de retomada da atividade econômica são ainda dúbios. Enquanto as vendas do comércio varejista têm exibido bom desempenho em 2019, o resultado do setor de serviços é mais modesto e a indústria sofre ainda os efeitos da contração da demanda externa, especialmente da Argentina, e do episódio do rompimento da barragem de rejeitos de minério da Vale em Brumadinho/MG.

No mercado de trabalho, a situação segue desfavorável para a criação de empregos formais em razão das incertezas que cercam o cenário econômico e da contenção de custos praticada pelas empresas. O fato de a criação de empregos na economia estar concentrada em setores ligados à informalidade é ruim também para a arrecadação de tributos que incidem sobre a folha de pagamento das empresas, como PIS e COFINS.

Em relação à dívida pública, as informações da nota de política fiscal do Banco Central mostram que a dívida bruta do governo geral, que inclui o governo federal, o INSS e os governos estaduais e municipais, alcançou 79,8% do PIB em agosto, um aumento de 0,8 ponto percentual ante julho e de 2,2 pontos percentuais frente a agosto de 2018. O aumento da dívida bruta tem ocorrido em função de incorporação de juros, emissões líquidas de dívida e aumento do valor em Real da dívida externa decorrente da depreciação da taxa de câmbio. Não fossem pelas devoluções feitas pelo BNDES ao Tesouro, o aumento da dívida como proporção do PIB teria sido ainda maior.

2.2 Receitas do Governo Central

Receita total do governo central cresce 0,8% no acumulado de 2019 até agosto. De acordo com a STN, em agosto, a receita total do governo central foi de R\$ 117,3 bilhões, configurando alta de 2,1%, em termos nominais frente ao mesmo mês de 2018. Em termos reais, a receita sofreu redução de 1,3% nessa base de comparação. No acumulado de oito meses de 2019, a receita total correspondeu a R\$ 1,02 trilhão, com acréscimo de 4,8%, em termos nominais sobre o ano anterior, e alta de 0,8%, em termos reais (Tabela 9).

Receita líquida fica estável (+0,1%) no período janeiro-agosto de 2019. A receita líquida, apurada a partir da dedução das transferências previstas na Constituição para os entes subnacionais, foi de R\$ 94,1 bilhões em agosto, totalizando R\$ 833,0 bilhões no acumulado do ano até aquele mês. A partir desses montantes, a receita líquida do governo central caiu 1,6% em agosto na comparação anual, enquanto que o indicador ficou estável no acumulado de 2019 (+0,1%), ambas variações em termos reais. Em proporção do PIB, a receita líquida respondeu por 17,7% no acumulado de 2019 (Tabela 9).

Receitas administradas registram alta de 0,8% no acumulado do ano. As receitas administradas pela RFB, por sua vez, excetuando-se as provenientes da arrecadação previdenciária (RGPS), somaram R\$ 637,8 bilhões no acumulado de janeiro a agosto, configurando aumento de 0,8% em comparação a 2018, em termos reais, ao passo que as receitas do RGPS cresceram 2,6% nessa base de comparação, perfazendo montante de R\$ 259,9 bilhões (Tabela 9).

TABELA 9. RECEITAS DO GOVERNO CENTRAL – 2016 A 2019 – ACUMULADO DE JANEIRO A AGOSTO (R\$ BILHÕES CORRENTES, VAR. % REAL E % DO PIB)

	Jan-Ago/2016			Jan-Ago/2017			Jan-Ago/2018			Jan-Ago/2019		
	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB
Receita total	844,4	-6,7%	20,5%	882,5	0,6%	20,4%	971,8	6,6%	21,6%	1.018,9	0,8%	21,6%
Receitas administradas, exceto RGPS	520,1	-8,0%	12,6%	546,8	1,2%	12,7%	606,5	7,3%	13,5%	637,8	1,1%	13,5%
Incentivos fiscais	0,0	-	0,0%	0,0	-	0,0%	0,0	-	0,0%	0,0	-	0,0%
Receitas do Regime Geral de Previdência Social (RGPS)	226,8	-6,7%	5,5%	234,7	-0,3%	5,4%	243,7	0,4%	5,4%	259,9	2,6%	5,5%
Receitas não administradas	97,5	0,7%	2,4%	100,9	-0,5%	2,3%	121,6	16,5%	2,7%	121,3	-4,0%	2,6%
Transferências	137,6	-9,2%	3,3%	154,1	7,9%	3,6%	171,8	7,8%	3,8%	185,8	4,1%	3,9%
Receita líquida	706,9	-6,3%	17,1%	728,4	-0,8%	16,9%	800,0	6,3%	17,8%	833,0	0,1%	17,7%
PIB (R\$ bi correntes)			4.123,4			4.321,6			4.497,5			4.711,0

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração IFI.

Destaques pelo lado das receitas em agosto. De acordo com a edição mais recente do Relatório do Tesouro Nacional, referente a agosto de 2019, merece destaque o desempenho dos seguintes tributos no referido mês:

- Imposto de Renda (aumento de 22,3% em agosto, em termos reais, frente ao mesmo mês de 2018; mais R\$ 4,6 bilhões): houve elevação expressiva nos recolhimentos do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) – R\$ 5,1 bilhões –, em razão de reorganizações societárias de algumas empresas;
- CSLL (incremento de 13,0% em termos reais; mais R\$ 676 milhões): mesma explicação da atipicidade no recolhimento do IRPJ em agosto;
- Outras receitas administradas pela RFB (alta de 264,1%; mais R\$ 1,4 bilhão): efeito decorrente de reclassificação de parcelamentos em agosto de 2018, sem contrapartida no mesmo mês de 2019;
- Arrecadação líquida para o RGPS (aumento de 1,8%, em termos reais, mais R\$ 580,8 milhões): combinação entre o crescimento das compensações tributárias com débitos de receita previdenciária em razão da Lei nº 13.670, de 2018 (reoneração da folha de pagamentos de diversos setores da economia), e retomada, ainda que gradual, dos empregos formais no mercado de trabalho; e
- Concessões e permissões (queda de 94,1%; menos R\$ 7,0 bilhões): redução reflete o recebimento de R\$ 7,1 bilhões decorrentes da 15ª rodada de partilha de petróleo em agosto de 2018, sem contrapartida em agosto deste ano.

Recolhimentos de tributos sobre o lucro têm o terceiro mês mais favorável em agosto. Pelo terceiro mês consecutivo, o recolhimento de tributos incidentes sobre o lucro das empresas (CSLL e IRPJ) teve desempenho relativamente favorável. É importante destacar, no entanto, que essa aparente melhora não guarda relação com a recuperação da atividade econômica, podendo ser caracterizada como atípica. Sustenta essa visão o fato de a arrecadação de outros tributos estar apresentando crescimento bem mais modesto, quando não contração frente ao ano passado.

A título de ilustração, apesar de o comércio varejista exibir sinais mais consistentes de retomada, o setor de serviços e a indústria têm registrado desempenhos mais modestos. Nos 12 meses encerrados em julho de 2019, enquanto as vendas físicas no varejo restrito cresceram 1,6%, as vendas de serviços subiram 0,8%. Por sua vez, na comparação em 12 meses terminados em agosto de 2019, a produção industrial brasileira caiu 1,7%. Todas as informações são disponibilizadas em pesquisas setoriais do IBGE.

Comportamento das receitas de outros tributos reflete sinais mistos de recuperação da economia. Esses sinais mistos de recuperação da economia ficam evidenciados no comportamento das receitas de alguns tributos. O IPI, por exemplo, imposto incidente sobre a produção de bens industriais, registrou contração de 2,7%, em termos reais, em agosto frente ao mesmo mês de 2018. No acumulado de 2019, esse tributo tem queda de 9,2%. A COFINS, tributo que incide sobre a folha de pagamento das empresas, sofreu redução de 5,4% no mês e outra de 7,9% nos oito primeiros meses de 2019.

Portanto, apesar do recolhimento favorável de tributos incidentes sobre o lucro das empresas por três meses consecutivos, o resultado da arrecadação de outros impostos e contribuições sugere cautela quanto à trajetória das receitas administradas nos próximos meses. A expectativa é de que a liberação dos recursos do PIS/PASEP e do FGTS, e o ciclo de afrouxamento monetário conduzido pelo Banco Central venham a ajudar a economia a ganhar tração entre o quarto trimestre do ano e o primeiro trimestre de 2020. Isto, somado ao avanço de medidas que encaminhem soluções para o equacionamento da situação fiscal dos entes federados deverá favorecer as expectativas dos agentes e consolidar um ambiente econômico favorável ao crescimento do PIB, o que impulsiona as receitas administradas.

2.3 Despesas do Governo Central

Despesa total do governo central cai 1,3% nos primeiros oito meses de 2019. A despesa total do governo central, de acordo com a STN, foi de R\$ 111,0 bilhões em agosto, configurando retração de 4,3%, em termos reais, em relação ao mesmo mês de 2018. No acumulado de oito meses, a despesa totalizou R\$ 885,1 bilhões, contração de 1,3% ante 2018. Enquanto as despesas obrigatórias ficaram praticamente estáveis nos primeiros oito meses de 2019 (+0,1%), perfazendo R\$ 821,9 bilhões, as despesas discricionárias sofreram redução de 17,2%, alcançando R\$ 63,2 bilhões, nessa base de comparação (Tabela 10).

TABELA 10. DESPESAS SELECIONADAS DO GOVERNO CENTRAL – 2016 A 2019 – ACUMULADO DE JANEIRO A AGOSTO (R\$ BILHÕES CORRENTES, VAR. % REAL E % DO PIB)

	Jan-Ago/2016			Jan-Ago/2017			Jan-Ago/2018			Jan-Ago/2019		
	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB	R\$ bi correntes	Var.% real	% PIB
Despesa total	782,9	1,3%	19,0%	815,1	0,3%	18,9%	862,8	2,4%	19,2%	885,1	-1,3%	18,8%
<i>Benefícios previdenciários (RGPS)</i>	314,4	7,6%	7,6%	348,0	6,7%	8,1%	367,3	2,1%	8,2%	391,6	2,5%	8,3%
<i>Pessoal (ativos e inativos)</i>	161,8	-3,1%	3,9%	185,9	10,7%	4,3%	194,4	1,1%	4,3%	203,6	0,7%	4,3%
<i>Abono e seguro desemprego</i>	39,5	17,6%	1,0%	37,2	-9,2%	0,9%	37,0	-3,8%	0,8%	37,3	-2,9%	0,8%
<i>Benefícios de Prestação Continuada (BPC)</i>	32,5	4,9%	0,8%	35,7	5,9%	0,8%	37,3	1,1%	0,8%	39,6	2,0%	0,8%
<i>Compensação ao RGPS pelas Desonerações da Folha</i>	13,4	-28,8%	0,3%	10,3	-26,3%	0,2%	9,7	-9,0%	0,2%	7,5	-25,6%	0,2%
<i>Fundeb</i>	9,2	-17,7%	0,2%	9,5	-0,4%	0,2%	10,0	1,1%	0,2%	10,9	4,8%	0,2%
<i>Sentenças judiciais e precatórios (custeio e capital)</i>	1,0	15,9%	0,0%	10,1	861,6%	0,2%	13,2	27,8%	0,3%	14,5	5,0%	0,3%
<i>Subsídios, subvenções e Proagro</i>	22,3	24,2%	0,5%	17,4	-25,4%	0,4%	12,3	-31,8%	0,3%	9,9	-22,1%	0,2%
Obrigatórias	704,5	2,4%	17,1%	753,0	2,9%	17,4%	789,4	1,4%	17,6%	821,9	0,1%	17,4%
Obrigatórias com controle de fluxo	82,9	-3,8%	2,0%	80,9	-6,1%	1,9%	88,7	6,1%	2,0%	89,3	-3,2%	1,9%
Discricionárias	78,4	-8,2%	1,9%	62,1	-23,7%	1,4%	73,4	14,2%	1,6%	63,2	-17,2%	1,3%
PIB (R\$ bi correntes)			4.123,4			4.321,6			4.497,5			4.711,0

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração IFI.

Gastos com benefícios do RGPS cresceram 2,5% até agosto, mas ritmo é menor do que nos anos anteriores. As despesas no âmbito do RGPS (previdência dos trabalhadores do setor privado) têm crescido em ritmo inferior ao de 2016 e 2017. No acumulado de 2019 até agosto, foi apurada elevação de 2,5% frente a 2018, em termos reais. Conforme mencionado nas últimas edições deste Relatório, possíveis explicações para esse fenômeno são: (i) Lei nº 13.846, de 18

de junho de 2019, que tem por objetivo combater fraudes e irregularidades na concessão de benefícios, além de reduzir a judicialização; e (ii) a demora do governo em dar resposta aos pedidos de benefícios e aposentadorias no âmbito do INSS em razão de uma possível diminuição da capacidade de avaliação desses pedidos¹.

Valor dos benefícios influenciou mais a despesa do RGPS. Informações dos Boletins Estatísticos da Previdência Social (BEPS) evidenciam que a aceleração no ritmo de expansão das despesas do RGPS nos primeiros oito meses de 2019 em relação a 2018 ocorreu em função do aumento do valor médio real dos benefícios pagos. Em 2019, o valor médio de R\$ 1.281 corresponde a acréscimo de 0,4% ante 2018, descontados os efeitos da inflação. O valor total desses benefícios, passou de R\$ 45,12 bilhões em 2018 para R\$ 47,78 bilhões em 2019 (Tabela 11).

TABELA 11. BENEFÍCIOS EMITIDOS E VALOR MÉDIO DOS BENEFÍCIOS NO ÂMBITO DO RGPS – 2016 A 2019 – ACUMULADO DE JANEIRO A AGOSTO (VAR. % REAL)

	Jan-Ago/2016		Jan-Ago/2017		Jan-Ago/2018		Jan-Ago/2019	
	Unidade	Var.% real	Unidade	Var.% real	Unidade	Var.% real	Unidade	Var.% real
Número de benefícios previdenciários emitidos RGPS (mil) - média	33.194,3	2,4%	33.958,1	2,3%	34.652,8	2,0%	35.136,5	1,4%
<i>Clientela urbana</i>	23.782,3	2,9%	24.451,5	2,8%	25.084,9	2,6%	25.568,4	1,9%
<i>Clientela rural</i>	9.412,0	1,2%	9.506,6	1,0%	9.567,9	0,6%	9.568,1	0,0%
Valor médio do benefício RGPS (R\$)	1.188,2	8,2%	1.200,8	3,2%	1.227,7	-1,1%	1.281,1	0,4%
<i>Clientela urbana</i>	1.323,6	7,8%	1.339,7	3,2%	1.369,5	-1,1%	1.424,8	0,2%
<i>Clientela rural</i>	846,0	9,1%	843,8	2,6%	856,4	-1,8%	897,4	0,9%
Valor total (R\$ milhões) - média período	39.465,8	10,8%	43.236,1	5,6%	45.126,6	0,9%	47.781,7	1,9%
<i>Clientela urbana</i>	31.501,0	10,9%	34.670,8	6,1%	36.376,2	1,4%	38.606,0	2,1%
<i>Clientela rural</i>	7.964,8	10,4%	8.565,3	3,7%	8.750,4	-1,2%	9.175,7	0,9%

Fonte: Secretaria de Trabalho do Ministério da Economia. Elaboração IFI.

Despesa com pessoal cresceu 0,7% no acumulado do ano, acima da despesa total. Segunda despesa mais representativa do governo central, o gasto com pessoal tem mantido crescimento superior ao da despesa total. No acumulado de janeiro a agosto de 2019, houve aumento de 0,7%, em termos reais, frente ao ano anterior, configurando montante de R\$ 203,6 bilhões no período. Conforme mencionado anteriormente, o ritmo de crescimento da despesa com pessoal (ativos e inativos) e da despesa com aposentadorias e pensões do RGPS comprime cada vez mais o espaço das despesas discricionárias.

Corte nas despesas discricionárias foi de 17,2% nos oito primeiros meses de 2019. O montante de despesas discricionárias de R\$ 63,2 bilhões no acumulado de janeiro a agosto de 2019, configura retração de 17,2%, em termos reais, frente a 2018. Basicamente, as reduções nas despesas discricionárias têm ocorrido em investimentos públicos, sobretudo em obras do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e em saúde e educação. A programação orçamentária e financeira deste ano já prevê nível mais baixo de despesas discricionárias relativamente às realizadas em 2018. Em agosto, em particular, a soma dessas despesas foi de R\$ 8,7 bilhões, uma queda de 11,8%, em termos reais, ante agosto de 2018. Segundo a STN, essa redução foi generalizada na maioria das funções e foi parcialmente compensada por elevação de R\$ 1,5 bilhão na função saúde.

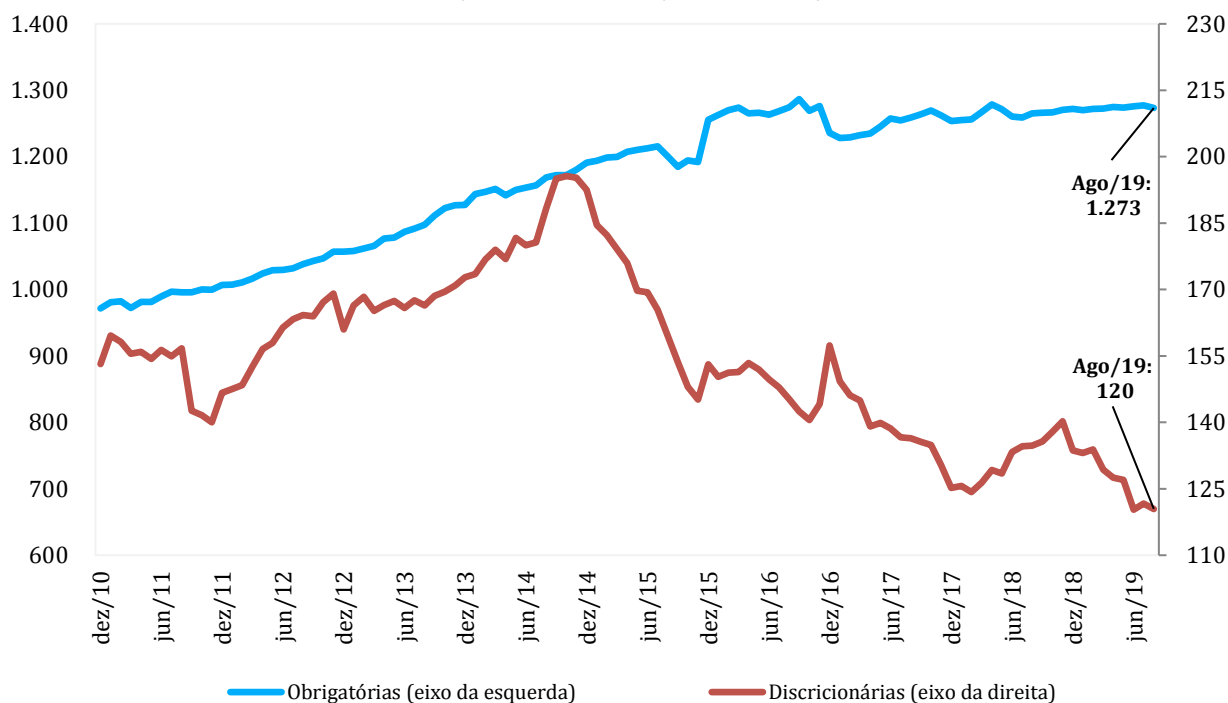
A partir de 2014, redução de despesas ficou concentrada no grupo de discricionárias. O Gráfico 8 mostra a evolução no acumulado de 12 meses, desde 2011, das despesas obrigatórias e discricionárias do Governo Central, a preços de agosto de 2019. A partir de 2014, fica clara a estratégia de restringir as despesas discricionárias para impedir uma piora

¹ Ver <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/05/13/o-drama-de-14-milhao-de-brasileiros-na-fila-do-inss-que-ninguem-ve-gh.html>.

mais acentuada do resultado primário da União. Nessa comparação, em agosto passado, o montante de despesas discricionárias atingiu montante historicamente baixo, em torno de R\$ 120 bilhões.

A estratégia de promover o ajuste sobre os gastos discricionários tem como limite o comprometimento do funcionamento da máquina pública. O conceito de margem fiscal desenvolvido pela IFI em publicações passadas trata desse assunto². Na edição de maio de 2019 deste RAF, as informações referentes à margem fiscal foram atualizadas. Para este ano, a margem calculada é de R\$ 110 bilhões, enquanto o nível mínimo para o funcionamento da máquina pública seria de R\$ 75 bilhões.

GRÁFICO 8: DESPESAS DISCRICIONÁRIAS E OBRIGATÓRIAS FEDERAIS ACUMULADAS EM 12 MESES (R\$ BILHÕES - A PREÇOS DE AGO/19)



*Ajuste em Set/2010 para neutralizar o efeito das despesas de capitalização da Petrobras ocorridas naquele período.

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Gasto com pagamento de aposentadorias e pessoal chega a 67,2% em 2019. Em outras palavras, existe ainda relativa folga que garante o funcionamento da máquina pública em caso de o governo continuar a reduzir as despesas discricionárias do orçamento. De todo modo, considerando a representatividade no orçamento e o ritmo de crescimento de algumas despesas obrigatórias, a medida mais correta para reduzir o desequilíbrio fiscal dos entes federados seria reformar a legislação que disciplina a execução dessas despesas. A título de ilustração, as despesas com pagamento de benefícios previdenciários (RGPS) e pessoal (ativos e inativos) somaram, no acumulado de 2019 até agosto, R\$ 595,2 bilhões, ou 67,2% da despesa total do governo central no período.

No grupo de discricionárias, investimentos públicos sofreram redução à metade em relação ao nível de 2014. O Gráfico 9 evidencia, de outra forma, a forte contração promovida pelo governo sobre as despesas discricionárias e, em particular, os investimentos públicos, com o objetivo de cumprir as regras fiscais vigentes e evitar uma deterioração mais

² A Margem Fiscal consiste no espaço fiscal para ajustar as contas públicas, descontadas as despesas obrigatórias e as discricionárias necessárias para o cumprimento de mínimos constitucionais. É, portanto, uma medida da capacidade de ajuste fiscal no curto prazo. A Margem é calculada como a diferença entre a evolução das "despesas sujeitas ao teto" (limitada à inflação passada) e a evolução das despesas mais rígidas no curto prazo.

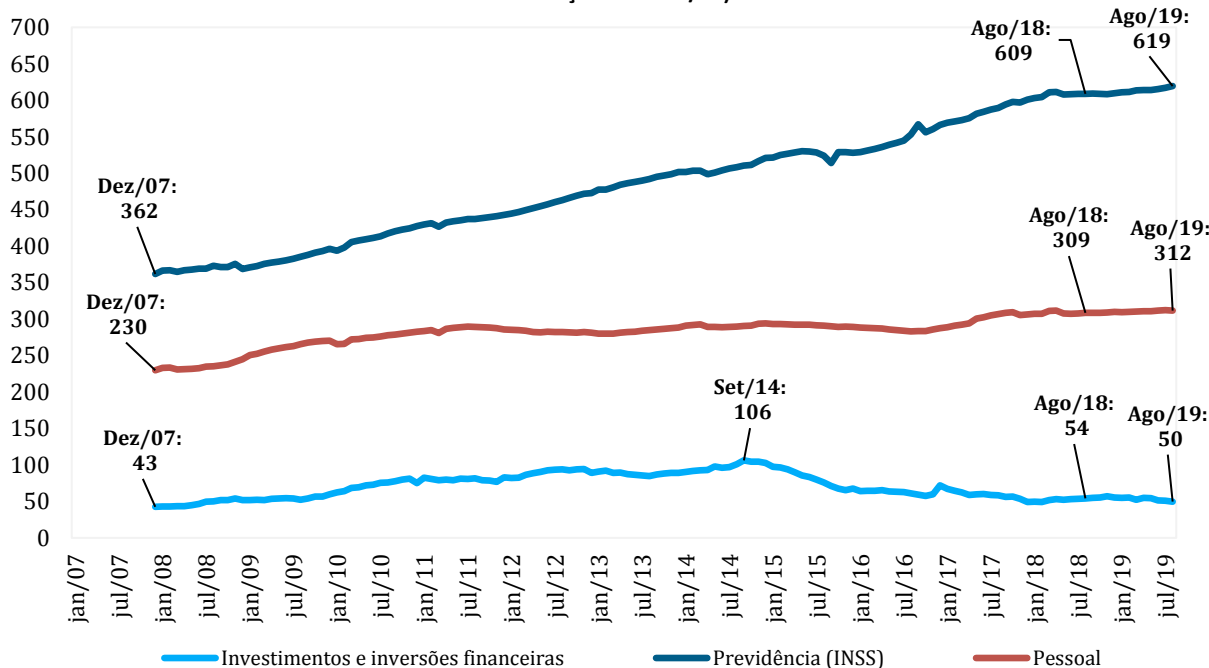
acentuada do resultado primário da União. Considerando as séries a preços de agosto de 2019, os dados mostram que os investimentos públicos foram reduzidos à metade entre setembro de 2014 e agosto passado.

Ritmo de aumento do gasto com previdência é muito maior que o dos investimentos. O Gráfico 9 mostra também o quanto as despesas previdenciárias cresceram bem acima dos investimentos e inversões financeiras em um horizonte de 12 anos, indicando que os pagamentos de aposentadorias e pensões tenderão a pressionar cada vez mais o orçamento público em caso de não aprovação de reformas que corrijam a atual dinâmica dessas despesas.

Literatura recomenda a preservação do investimento público em momentos de ajuste pelo lado do gasto. Muitos autores na literatura econômica evidenciam a importância de preservação dos investimentos públicos em um contexto de ajuste fiscal concentrado na redução da despesa³. Sustenta esse argumento resultados de trabalhos empíricos realizados com amostras de países desenvolvidos e em desenvolvimento, que sugerem valores relativamente mais elevados para o multiplicador fiscal associado aos investimentos públicos *vis à vis* o multiplicador de outras despesas primárias correntes, como por exemplo, salários e aposentadorias.

Investimentos poderiam estar sendo utilizados como instrumento de política fiscal contracíclica no Brasil. Extrapolando os resultados dos trabalhos empíricos da literatura econômica para o caso brasileiro atual, seria altamente recomendável que os investimentos públicos não estivessem sofrendo redução frente à necessidade do governo de reduzir a despesa primária para cumprir as regras fiscais vigentes. Em razão do ciclo de baixa atual da economia, os investimentos públicos poderiam exercer impacto significativo na saída da crise, acelerando a retomada da atividade econômica.

GRÁFICO 9: DESPESAS PRIMÁRIAS SELECIONADAS ACUMULADAS EM 12 MESES R\$ BILHÕES A PREÇOS DE AGO/19)



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

³ A esse respeito, ver, por exemplo, VÉGH, C., VULETIN, G., RIERA-CRICHTON, D., FRIEDHEIM, D., MORANO, L., ANDREÉ CAMARENA, J.. Fiscal Adjustment in Latin America and the Caribbean: Short-Run Pain, Long-Run Gain?. LAC Semiannual Report April, 2018, World Bank, Washington, DC.

Reforma previdenciária constitui primeiro passo para melhorar a dinâmica da despesa pública. A perspectiva de aprovação da reforma da previdência vai alterar a dinâmica da despesa pública no médio e longo prazo. Apesar de a reforma não resolver o problema do equilíbrio das contas públicas, a proposta conterá o crescimento das despesas previdenciárias, revertendo a atual trajetória explosiva dos déficits dos regimes previdenciários no país.

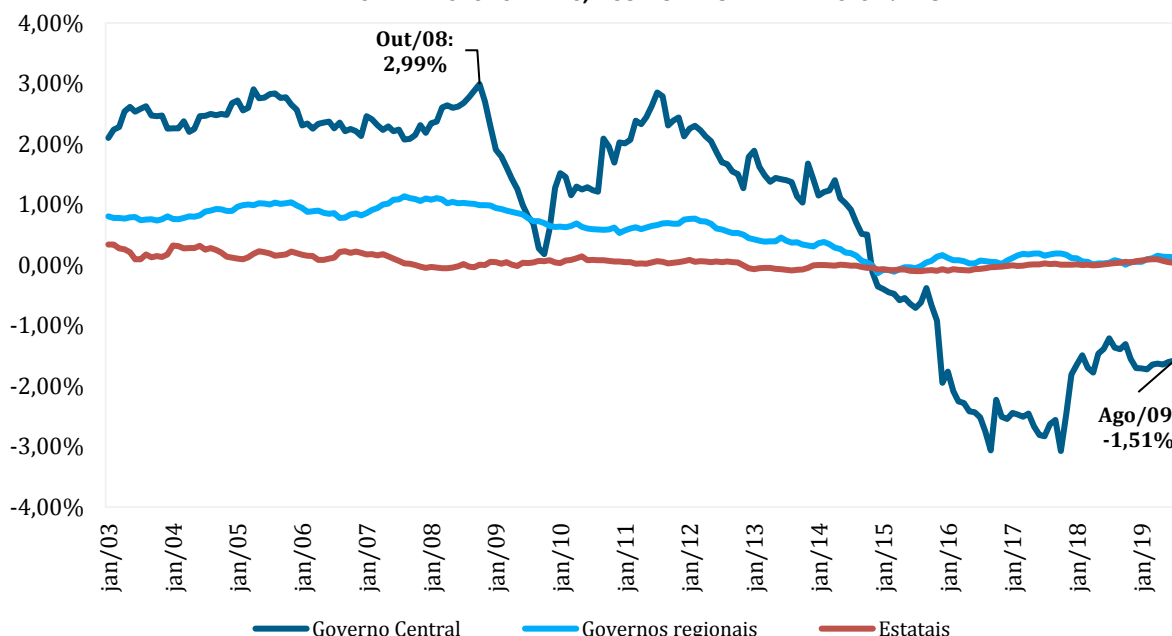
Reforma dará também fôlego ao governo para avançar em outras agendas. A melhora na dinâmica da despesa pública a partir da aprovação da reforma da previdência vai dar fôlego ao governo para impedir uma paralisação da máquina pública, o que poderia ocorrer caso as despesas discricionárias continuassem a ser comprimidas. Ao mesmo tempo, o governo ganhará tempo para aprovar outras medidas para garantir a consolidação fiscal, assim como avançar na agenda de melhora do ambiente de negócios do país (reformas microeconômicas), de modo a recuperar a capacidade de crescimento da economia.

2.4 Resultados primário e nominal do Governo Central e do Setor Público Consolidado

Déficit primário do setor público foi de 2,21% do PIB em agosto. O resultado primário do setor público consolidado, que inclui o Governo Central, os governos regionais e as empresas estatais, foi negativo em R\$ 13,45 bilhões em agosto passado (equivalente a 2,21% do PIB), segundo informações do Banco Central. Na composição desse resultado, o Governo Central foi responsável por um déficit primário de R\$ 16,46 bilhões (2,71% do PIB), enquanto os governos regionais tiveram superávit de R\$ 2,65 bilhões (0,44% do PIB) e as empresas estatais, superávit de R\$ 355 milhões (0,06% do PIB).

Em 12 meses, déficit do setor público foi de 1,36% do PIB em agosto. Nos 12 meses encerrados em agosto, o resultado primário do setor público consolidado foi negativo em R\$ 95,51 bilhões, equivalente a 1,36% do PIB (Gráfico 10). O Governo Central respondeu por um déficit de R\$ 106,45 bilhões no período (1,51% do PIB), enquanto os governos regionais tiveram superávit de R\$ 8,56 bilhões (0,12% do PIB) e as empresas estatais registraram superávit de R\$ 2,39 bilhões (0,03% do PIB). Esses números evidenciam a dificuldade para a reversão dos déficits apurados desde 2014 para superávits, necessários para conter o aumento da dívida pública.

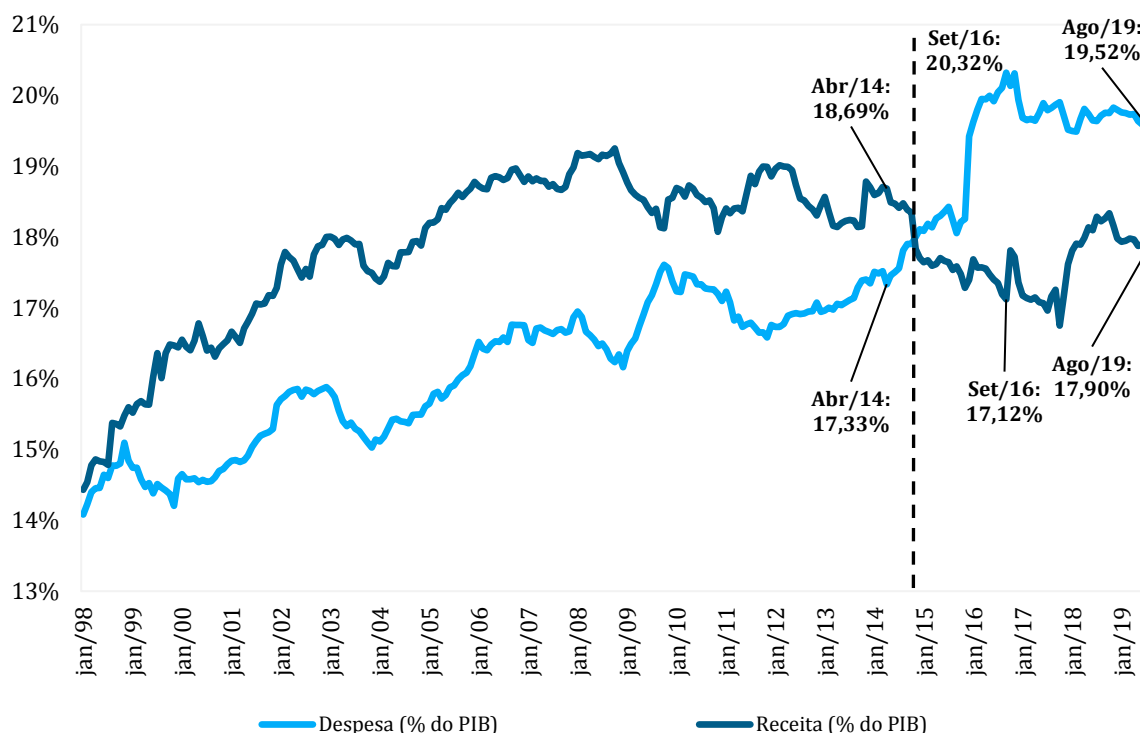
GRÁFICO 10: RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL, DOS GOVERNOS REGIONAIS E DAS EMPRESAS ESTATAIS, ACUMULADO EM 12 MESES - % DO PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Descompasso entre a despesa total e a receita líquida do governo central teve início em novembro de 2014. Uma outra maneira de observar a atual dificuldade da União em reverter os déficits primários registrados desde 2014 consiste em analisar a trajetória da receita líquida e da despesa total do governo central, as duas variáveis medidas como proporção do PIB. A partir de novembro de 2014, a despesa saltou de um nível de 18% do PIB para 20% do PIB em 2016 e 2017. A partir de 2018, foi conseguida alguma redução da despesa como proporção do PIB, basicamente, a partir do forte controle exercido sobre as despesas discricionárias do orçamento. Em agosto de 2019, informação mais recente disponível, a despesa total correspondeu a 19,52% do PIB (Gráfico 11).

GRÁFICO 11: RECEITAS LÍQUIDAS E DESPESAS TOTAIS DO GOVERNO CENTRAL ACUMULADAS EM 12 MESES (% DO PIB)



*Ajuste em Set/2010 para neutralizar o efeito das despesas de capitalização da Petrobras ocorridas naquele período.
Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração: IFI.

Receita líquida como proporção do PIB caiu fortemente com a crise econômica. A receita líquida, por sua vez, caiu do patamar de 18,35% do PIB em outubro de 2014 para 16,75% em outubro de 2017 em razão da forte crise econômica do biênio 2015/16. Houve recuperação da receita em 2018 com a tímida retomada da atividade econômica, mas os choques que atingiram a economia brasileira a partir de meados do ano passado abortaram esse processo. Assim, a receita líquida voltou a cair, tendo se estabilizado em patamar ligeiramente inferior a 18% do PIB (Gráfico 11).

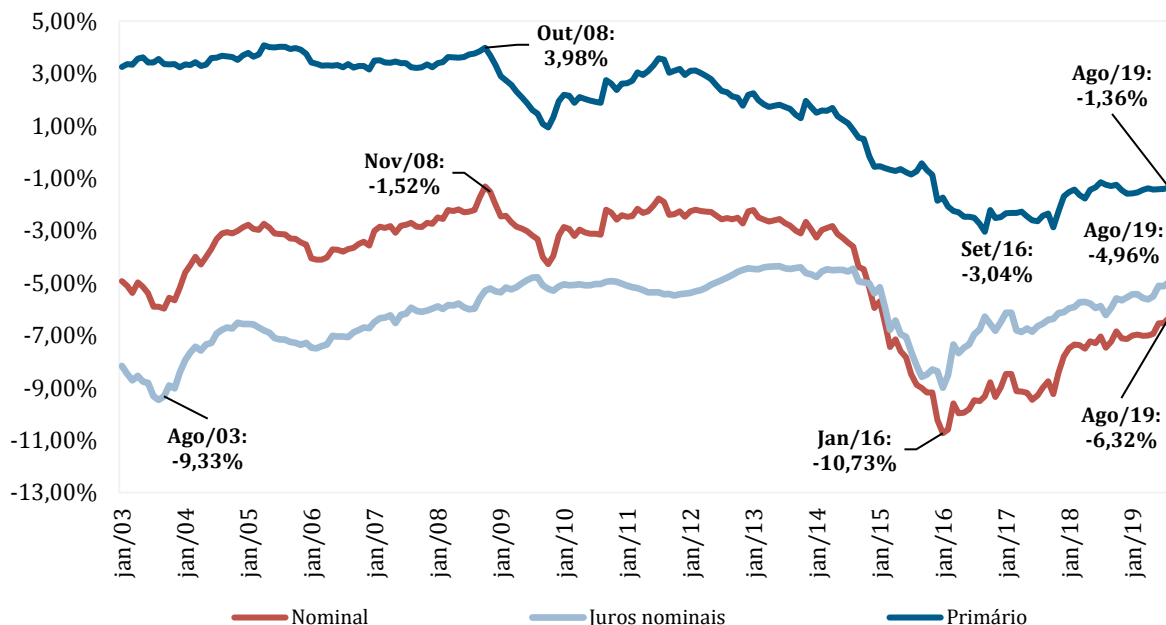
Diferença de 1,62 p.p. entre receita e despesa, como proporção do PIB, indica tamanho do desafio do ajuste. O Gráfico 11 reforça a dificuldade que terá o governo federal para transformar os déficits primários registrados desde 2014 em superávits. Fica claro também que a estratégia de promover o ajuste somente pelo lado das despesas é muito difícil, principalmente tendo em vista a rigidez da despesa pública no Brasil. O mais provável é que, em algum momento, o governo tenha de lançar mão de medidas que elevem as receitas, de forma que o ajuste represente uma combinação de medidas. Além do crescimento da arrecadação, dependente da recuperação da economia, uma revisão de desonerações fiscais pode ser necessária.

Déficit nominal do setor público atingiu 6,32% do PIB em agosto. O Gráfico 12 apresenta a trajetória em 12 meses dos resultados primário, nominal e do pagamento de juros pelo setor público consolidado. Em agosto, o déficit nominal,

que considera o déficit primário (receita líquida menos despesa primária) mais o pagamento de juros da dívida pública, somou R\$ 444,71 bilhões (6,32% do PIB) nessa comparação. O pagamento de juros correspondeu a R\$ 349,20 bilhões (4,96% do PIB), enquanto o primário, como já mencionado, configurou déficit de R\$ 95,51 bilhões (1,36% do PIB).

Reduções na Selic ajudam a conter a despesa com o pagamento de juros sobre a dívida. Dado o peso da despesa com juros da dívida pública sobre o resultado nominal do setor público, a queda da taxa Selic desde o segundo semestre de 2016 tem ajudado a melhorar o resultado nominal nos últimos três anos. O novo ciclo de afrouxamento monetário iniciado pelo Banco Central em julho passado deverá continuar a aliviar a despesa com juros da dívida. De todo modo, reduções incrementais no déficit nominal do setor público demandam a continuidade de medidas de consolidação fiscal, permitindo a manutenção da Selic em patamares relativamente reduzidos no médio e longo prazos.

GRÁFICO 12: RESULTADO PRIMÁRIO, NOMINAL E GASTOS COM JUROS ACUMULADOS EM 12 MESES (% DO PIB) DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

2.5 Evolução da dívida bruta do governo geral e da dívida líquida do setor público consolidado

Indicadores de endividamento cresceram em agosto, reforçando preocupação com a trajetória. De acordo com o Banco Central, os indicadores de endividamento do país mantiveram trajetória de elevação em agosto, mantendo comportamento iniciado em 2014. Em linhas gerais, os indicadores de endividamento público continuam bastante preocupantes, refletindo a gravidade do quadro fiscal da União e dos entes subnacionais. O equilíbrio na relação entre a dívida pública e o PIB é condição fundamental para que o Estado seja capaz de financiar políticas públicas de maneira sustentável ao longo do tempo.

Elevado endividamento representa grave desequilíbrio macroeconômico. A escalada do endividamento reflete não apenas uma perda de capacidade do Estado em implementar políticas públicas, como também indica piora nos fundamentos macroeconômicos, dificultando a coordenação das políticas monetária e fiscal. Caso o governo consiga estabilizar a relação dívida/PIB e, em um segundo momento, fazer cair esse indicador, seriam criadas condições para que a taxa real de juros da economia permaneça em patamares reduzidos por muito tempo, beneficiando consumidores e empresários.

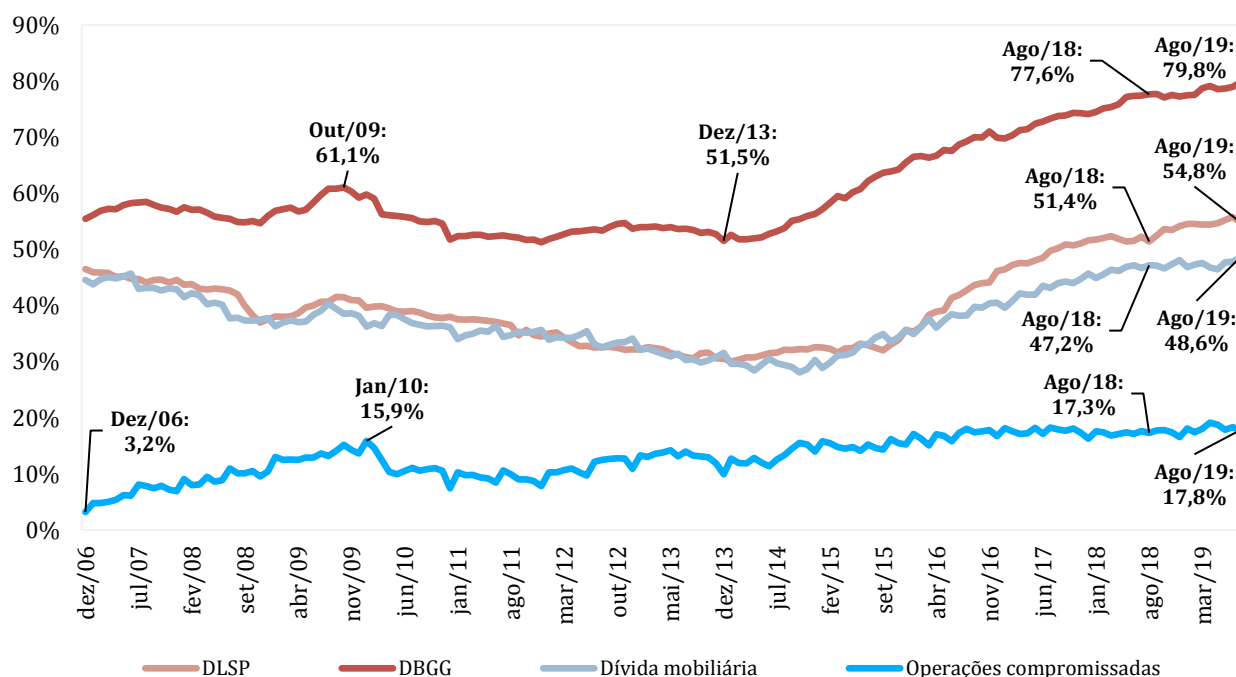
Dívida reduz o espaço para o governo reativar a economia por meio da política fiscal. Além disso, a gravidade do quadro fiscal tira quase todos os graus de liberdade do governo para utilizar a política fiscal como instrumento de

reativação da demanda agregada. Os gastos do governo, se bem direcionados, têm potencial para impulsionar a demanda via efeito multiplicador. O contexto atual, no entanto, impede que seja utilizada essa alternativa, colocando todo o peso de reativação da demanda sobre a política monetária.

Dívida bruta do governo geral chegou a 79,8% do PIB em agosto. De acordo com o Banco Central, a dívida bruta do governo geral (DBGG) alcançou R\$ 5,62 trilhões em agosto de 2019, equivalentes a 79,8% do PIB, um aumento de 0,8 ponto percentual em relação a julho e outro de 2,2 pontos percentuais frente ao mesmo mês de 2018 (Gráfico 13). Ainda segundo o Banco Central, esse movimento foi decorrente de incorporação de juros nominais (+0,5 ponto percentual em agosto ante julho), emissões líquidas de dívida do governo geral (+0,1 ponto percentual), ajuste decorrente de depreciação da taxa de câmbio (+0,4 ponto percentual) e crescimento do PIB nominal (-0,3 ponto percentual).

Dívida líquida de R\$ 3,86 trilhões correspondeu a 54,8% do PIB em agosto. A dívida líquida do setor público (DLSP), por sua vez, atingiu R\$ 3,86 trilhões em agosto, ou 54,8% do PIB, registrando queda de 0,9 ponto percentual em relação ao mês anterior. De acordo com o Banco Central, o resultado decorreu de efeito da depreciação cambial no mês (-1,6 ponto percentual), incorporação de juros nominais (+0,7 ponto percentual) e aumento do PIB nominal (-0,2 ponto percentual).

GRÁFICO 13: INDICADORES DE DÍVIDA PÚBLICA E PRINCIPAIS COMPONENTES (% DO PIB)



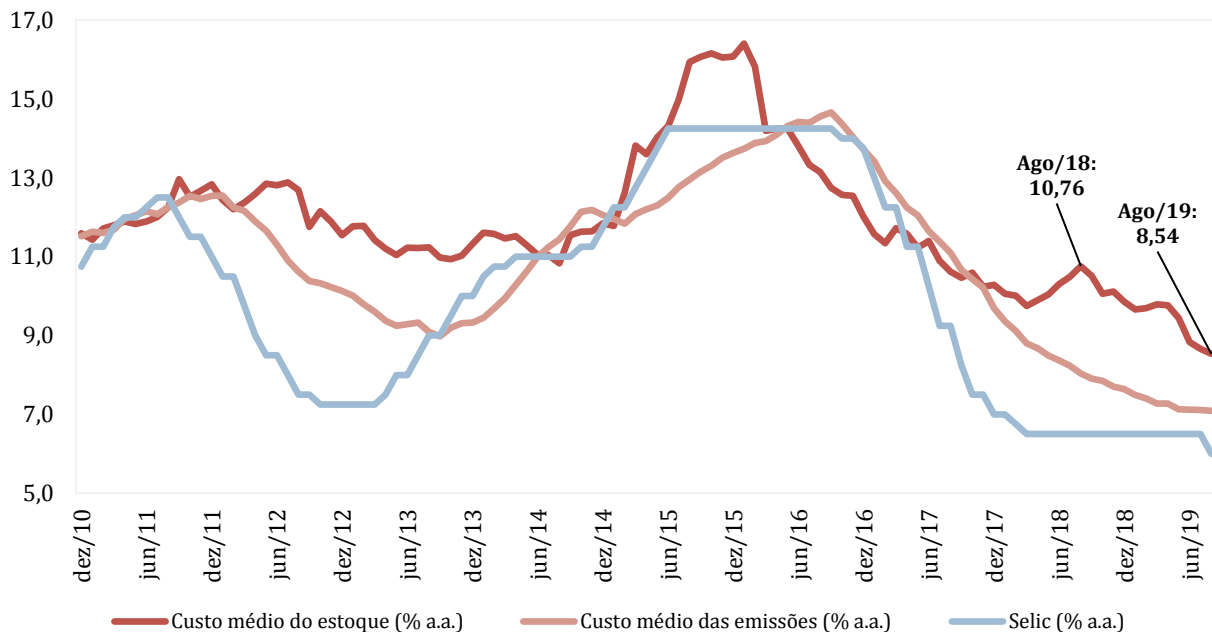
Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Devoluções do BNDES ajudaram a conter a escalada do endividamento, mas não resolvem o problema. Conforme mencionado em edições anteriores deste Relatório, as devoluções efetuadas pelo BNDES ao Tesouro Nacional dos recursos recebidos entre 2008 e 2014 ajudaram a conter a escalada da DBGG a partir de 2015⁴. No entanto, esses recursos apenas ajudam a reduzir o estoque, sem resolver o problema da dinâmica da dívida. A solução para esse problema passa, como apontado anteriormente, pela aprovação de medidas que alterem a trajetória de despesas representativas do Orçamento Público, como a Previdência e Pessoal.

⁴ Para mais informações sobre as devoluções, acessar: <http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/recursos-do-tesouro-nacional/recursos-financeiros-captados-junto-ao-tesouro-nacional>.

Custo médio de rolagem da dívida pública caiu a 8,54% ao ano em agosto. A dívida mobiliária – títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional – passou de R\$ 3,1 trilhões (47,2% do PIB) em agosto de 2018 para R\$ 3,4 trilhões (48,6% do PIB) em agosto deste ano, segundo informações do Banco Central. Adicionalmente, dados do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal (RMD), divulgado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), evidenciam que o custo médio do estoque da dívida caiu de 10,76% ao ano a 8,54% ao ano entre agosto de 2018 e agosto deste ano (Gráfico 14).

GRÁFICO 14: CUSTO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA (ESTOQUE E NOVAS EMISSÕES), ACUMULADO NOS ÚLTIMOS 12 MESES (%) E TAXA SELIC - META (% AO ANO)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Novas quedas esperadas para a Selic deverão reduzir mais o custo da dívida pública. Dada a correlação existente entre o custo da dívida pública e a taxa básica de juros da economia (Selic), evidenciada no Gráfico 14, o novo ciclo de redução dos juros básicos pelo Banco Central fará com que o custo da dívida pública continue a cair nos próximos meses, beneficiando a trajetória do endividamento público. A tendência ainda mais declinante do custo médio das emissões em oferta pública da Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMFi) indica que, na margem, o custo de rolagem dos títulos públicos deverá continuar em queda nos próximos meses. Trata-se de um fato bastante positivo por reduzir o peso do pagamento de juros sobre o resultado nominal do setor público.

2.6 Comentários sobre a sustentabilidade da dívida pública

No atual contexto de queda de juros, a IFI calculou o nível do resultado primário que estabiliza a dívida bruta. A IFI já publicou diversos trabalhos sobre a dívida pública, incluindo o Estudo Especial (EE) nº 7⁵, que descreve a metodologia utilizada nas simulações feitas para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). O atual ciclo de afrouxamento monetário nos motivou a incorporar, já nesta edição do Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF), considerações sobre os possíveis efeitos fiscais dessas taxas de juros mais baixas do que as previstas até o início do ano. As projeções da IFI atualizadas para a DBGG/PIB serão apresentadas no RAF de novembro⁶, mas antecipam-se, aqui, alguns pontos a respeito do resultado primário necessário para estabilizar a DBGG em porcentagem do PIB.

⁵ Acesse aqui o EE nº 7 – “Dívida bruta: evolução e projeções”, de autoria de Felipe Scudeler Salto – https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/547744/EE_07_Divida_Bruta.pdf.

⁶ Os cenários da IFI são revisados a cada seis meses, em maio e novembro.

A equação de sustentabilidade da dívida estabelece a relação entre a variação da dívida de um ano a outro e o seu estoque. As relações presentes nessa equação (expressa em percentual do PIB) são estas: a) quanto maior a taxa de juros, maior o serviço da dívida e seu crescimento em termos nominais; b) quanto maior a taxa de crescimento do PIB, menor a dívida aferida em relação ao PIB; e c) quanto maior o déficit primário, maior o crescimento da dívida em termos nominais. A equação pode ser escrita da seguinte forma:

$$\text{Variação da Dívida} = \text{Déficit Primário} + (\text{Taxa Real de Juros} - \text{Variação \% do PIB}) \times \text{Estoque da Dívida}$$

Para simular qual o esforço primário necessário (déficit ou superávit) para estabilizar a dívida como proporção do PIB, é preciso estabelecer premissas para os juros reais e o crescimento real do PIB, assumindo-se ainda determinado estoque de dívida como referência para o cálculo. Atualmente, a DBGG está em 79,8% do PIB.

Primeiro exercício simulou o nível de primário que estabiliza a dívida a partir do atual patamar de 80%. A primeira simulação considera a DBGG próxima do nível atual (80%). O resultado primário necessário para estabilizar a DBGG/PIB é apresentado, no Quadro 1, considerando-se diferentes combinações de juros reais e de crescimento da economia. A célula marcada com a cor preta mostra o primário requerido (1%) para estabilizar a DBGG/PIB com juros reais a 3,5% ao ano e PIB crescendo a 2,2%.

QUADRO 1: RESULTADO PRIMÁRIO (+/- = SUPERÁVIT/DÉFICIT) NECESSÁRIO PARA ESTABILIZAR A DBGG A 80% DO PIB

		Crescimento real do PIB (%)																	
		0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%	3,8%	4,0%	
Juros reais (%)	0,0%	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-2,2	-2,4	-2,6	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2	
	0,5%	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-2,0	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,8	
	1,0%	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-2,2	-2,4	
	1,5%	0,6	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8	-2,0	
	2,0%	1,0	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6	
	2,5%	1,4	1,2	1,0	0,9	0,7	0,6	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2	
	3,0%	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	
	3,5%	2,2	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,7	0,6	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	
	4,0%	2,6	2,4	2,2	2,1	1,9	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,0	
	4,5%	3,0	2,8	2,6	2,5	2,3	2,2	2,0	1,8	1,7	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,7	0,6	0,4	
	5,0%	3,4	3,2	3,0	2,9	2,7	2,6	2,4	2,2	2,1	1,9	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,0	0,8	

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Segundo exercício considerou o aumento esperado para a dívida nos próximos anos. Alternativamente, pode ser adotado um nível de dívida mais alto, próximo do pico previsto no cenário base da IFI (85,5%)⁷. Os resultados dessa segunda simulação estão no Quadro 2. Novamente, a célula pintada em preto revela o primário requerido (1,1% do PIB) para estabilizar a DBGG/PIB, agora a 85,5%, com juros reais e crescimento da economia de 3,5% e 2,2%, respectivamente.

Primeiro exercício sugere um nível de primário de 0,3% do PIB para estabilizar a dívida em 80% do PIB. Com base no Quadro 1, é possível ver que juros reais a 1% (terceira linha) – próximo do que deverá ser observado ao fim do ano corrente – combinados com crescimento do PIB de 1,4% (quarta coluna) – pouco superior às projeções para 2019 – apontam um déficit primário requerido da ordem de 0,3% do PIB para estabilizar a DBGG a 80% do PIB.

Primeira simulação é pouco exequível em razão da diminuição exigida para o déficit primário no curto prazo. De acordo com este exemplo que, na verdade, traduz uma situação próxima da realidade atual, a relação DBGG/PIB pararia de crescer instantaneamente, desde que o país conseguisse diminuir o déficit primário do setor público consolidado do

⁷ Cabe lembrar que o nível de endividamento bruto poderia estar mais elevado se o BNDES não tivesse devolvido parte dos recursos emprestados pelo Tesouro Nacional entre 2008 e 2014.

atual patamar de 1,4% do PIB para 0,3% do PIB. Ocorre que isso exigiria um esforço primário imediato de 1,1 ponto percentual do PIB ou quase R\$ 78 bilhões de reais.

Na prática, seria preciso cumprir meta de déficit primário, já neste ano, equivalente a menos da metade da prevista na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para o setor público consolidado. Para 2020, prevê-se, ainda, um déficit primário de três dígitos, segundo projeto da LDO enviado ao Congresso pelo Executivo. Nas projeções da IFI, apenas em 2024 o déficit primário chegaria a um patamar próximo do 0,3% requerido para estabilizar a DBGG/PIB atualmente. Aliás, cabe salientar que as premissas do cenário considerado são bastante restritivas. Por exemplo, não há previsão de aumento real de salários no serviço público e, para o salário mínimo, assume-se correção apenas pela inflação.

QUADRO 2: RESULTADO PRIMÁRIO (+/- = SUPERÁVIT/DÉFICIT) NECESSÁRIO PARA ESTABILIZAR A DBGG A 85,5% DO PIB

		Crescimento do PIB (%)																
		0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%	3,8%	4,0%
Juros reais (%)	0,0%	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,2	-2,4	-2,6	-2,7	-2,9	-3,1	-3,2	-3,4
	0,5%	-0,3	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1	-2,3	-2,5	-2,7	-2,8	-3,0
	1,0%	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,2	-2,4	-2,6
	1,5%	0,6	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1
	2,0%	1,0	0,9	0,7	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5	-1,7
	2,5%	1,5	1,3	1,1	0,9	0,8	0,6	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,3
	3,0%	1,9	1,7	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,7	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9
	3,5%	2,3	2,1	2,0	1,8	1,6	1,5	1,3	1,1	0,9	0,8	0,6	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,4
	4,0%	2,7	2,6	2,4	2,2	2,1	1,9	1,7	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,7	0,5	0,3	0,2	0,0
	4,5%	3,2	3,0	2,8	2,7	2,5	2,3	2,1	2,0	1,8	1,6	1,5	1,3	1,1	0,9	0,8	0,6	0,4
	5,0%	3,6	3,4	3,2	3,1	2,9	2,7	2,6	2,4	2,2	2,1	1,9	1,7	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9

Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Provável é que dívida continue a subir até 2024 pelo pagamento de juros e pela sucessão de déficits primários.

Para ter claro, é provável que, até 2024, a dívida esteja acima dos atuais 80% do PIB, incrementada pelos juros (mesmo que sejam juros menores) e pelos elevados déficits primários gerados ano após ano. Mesmo considerando-se os efeitos da reforma da previdência, prestes a ser aprovada pelo Senado Federal, será preciso manter todas as despesas crescendo a taxas muito próximas da inflação, no máximo, para que, em 2024, o primário atinja déficit de cerca de 0,3% do PIB.

Segunda simulação é mais factível por considerar o aumento já “contratado” de dívida para os próximos anos.

Assim, assumindo-se que a dívida ainda crescerá por vários anos para depois se estabilizar como proporção do PIB, o ideal é considerar uma dívida mais alta que a atual, como no Quadro 2 (85,5% do PIB). De todo modo, as simulações do Quadro 1 também são importantes para mostrar que o primário requerido só tende a ficar neste nível muito baixo durante pouco tempo, aumentando significativamente com a geração de déficits primários elevados por mais alguns anos.

Juros reais e PIB considerados foram diferentes dos projetados no atual cenário macroeconômico da IFI.

Já os juros reais e o crescimento do PIB mais adequados para o cálculo da sustentabilidade nos parecem ser, também, diferentes dos atuais. Para os juros reais, adotamos a taxa neutra de juros apresentada na seção de Contexto Macroeconômico, de 3,5% ao ano⁸. No cenário divulgado em maio pela IFI, essa taxa era de 4,3% ao ano. Sua redução é influenciada por diversos fatores, dentre os quais se destaca o nível persistentemente elevado de ociosidade da economia, que tem mantido a inflação abaixo da meta; e os juros externos em dinâmica favorável. Para o crescimento real do PIB, adotamos 2,2%, nas simulações, que seria a média do período de 2020 a 2030 (quase o dobro do crescimento previsto para 2019).

⁸ O uso de juros reais mais elevados do que o nível atual se justifica pela lógica de que o hiato do produto (diferença entre o PIB potencial e o observado) deverá diminuir, ao longo dos próximos anos, restabelecendo um quadro de pressão de demanda, sem que mudanças significativas ainda tenham ocorrido do lado da oferta agregada. Essa dinâmica deverá exigir novo ciclo de aperto monetário, muito provavelmente.

Redução dos juros reais afeta o nível de resultado primário requerido para estabilizar a dívida bruta. Em resumo, ressaltou-se que a redução de quase um ponto percentual nos juros reais considerados pela IFI afeta o cálculo do primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB e deverá melhorar as projeções apresentadas em maio. Isto é, na presença de uma política econômica pautada em mudanças estruturais, no campo fiscal, sobretudo a contenção do gasto público primário obrigatório, apoiada pela elevação de receitas públicas, os juros mais baixos podem melhorar as condições de sustentabilidade fiscal. Em outras palavras, será preciso um nível menor de superávit primário para reequilibrar a relação dívida/PIB.

Evolução dos fundamentos macroeconômicos afeta o nível do primário requerido para estabilizar a dívida. Ainda assim, o desafio a ser superado é bastante significativo e pode ser calculado, preliminarmente, como a diferença entre o déficit atual de 1,4% do PIB e o esforço requerido de 1,1% do PIB, algo em torno de 2,5% do PIB. Como se vê, não se trata de calcular com base nos parâmetros presentes, apenas, dado o atual nível de DBGG. Até que se consiga melhorar o resultado primário, as condições macroeconômicas poderão se alterar, modificando um retrato fiscal que, hoje, parece muito mais benigno do que efetivamente é.