

Brasil – Política Fiscal**Quando o extraordinário não é suficiente**

Tatiana Pinheiro

tatiana.pinheiro@santander.com.br

- O déficit primário melhor do que o esperado para 2017 (1,8% do PIB no acumulado de 12 meses em dezembro versus 2,8% em relação a junho) não foi seguido por redução em mesma magnitude do déficit primário estrutural (1,7% do PIB em 12 meses até dezembro contra 1,9% em junho). Isso aconteceu porque a melhora do resultado primário foi devida ao aumento das receitas extraordinárias e redução das despesas não recorrentes (como o pagamento de restos a pagar de anos anteriores).
- Para 2018, acreditamos que, novamente, uma melhora significativa do resultado primário só será possível se ocorrer aumento relevante nas receitas extraordinárias (receitas de privatização e de concessão). Uma vez que o aumento da arrecadação de impostos em resposta à recuperação econômica será relevante, mas já está contabilizado no orçamento deste ano, o qual prevê crescimento econômico de 3% do PIB e déficit primário ao próximo de R\$ 159 bilhões.
- Considerando receitas extraordinárias (por exemplo, a privatização de empresas estatais de energia elétrica e transferência de direitos de exploração de petróleo), o resultado primário do governo central poderia ser reduzido para 1,0% do PIB. Porém, a ocorrência destas privatizações/concessões depende da aprovação de projetos de lei no Congresso.
- No entanto, é importante destacar que o aumento contínuo das receitas extraordinárias não resultará em melhora do resultado primário estrutural (em mudança da orientação da política fiscal).
- Estimamos déficit primário do governo central de 2,0% do PIB (R\$ 140 bilhões) em 2018, um pouco melhor do que a meta de 2,3% do PIB (R\$ 157,9 bilhões). O déficit primário estrutural deve aumentar para de 2,3% do PIB, enquanto o ciclo econômico (recuperação econômica) deve contribuir com superávit em torno de 0,3% do PIB.
- Nosso cenário básico considera apenas o efeito da elasticidade das receitas em relação a recuperação econômica, sem qualquer ajuda adicional da aprovação do pacote fiscal anunciado em agosto e/ou aumento significativo de receitas extraordinárias.

Resultado primário efetivo melhor do que o resultado estrutural

O resultado primário do governo central¹ em 2017 foi R\$ 36 bilhões melhor do que o esperado, déficit de BRL124,4 bilhões (1,9% do PIB) comparado à meta de BRL159,0 bilhões (2,5% do PIB). Isso foi devido à (1) receita extraordinária (programa de concessão de energia e amnistia fiscal); (2) redução nos gastos com resto a pagar de anos anteriores; e (3) redução nas despesas de investimento em decorrência de cortes no orçamento (ver quadro abaixo). A recuperação econômica também contribuiu para a melhora do resultado no 2S17, mas sua importância foi secundária em comparação à demais contribuições.

Porque o menor déficit primário foi devido ao aumento na receita não recorrente e a uma redução das despesas não recorrentes (o pagamento de manobras fiscais), a melhora do déficit primário observado do governo central e, conseqüentemente, do setor público consolidado², não foi seguida por uma melhora de mesma magnitude do resultado primário estrutural.

¹ Tesouro Nacional, BCB e INSS.

² Governo Central e governos regionais (estados, municípios e estatais).



Tabela 1. Resultado Primário do Governo Central
(R\$ bilhões)

(preços constantes dez/2017)	2016	2017	Δ
Receita Total	1379.8	1401.9	22.1
Receita Administrada	860.2	847.4	-12.8
Arrecadação Líquida para o RGPS	375.4	379.7	4.3
Receitas Extraordinárias	144.3	176.2	31.9
Concessões e Permissões	23.3	32.2	8.9
Dividendos e Participações	3.0	5.6	2.6
Contr. p/ Seguridade do Servidor	13.0	13.9	0.9
CotaParte	24.4	36.6	12.1
Outras	38.4	47.5	9.1
Transferência por Repartição de Receitas	237.6	231.7	-5.9
Receita Líquida	1142.2	1170.2	
Despesa Total	1309.6	1296.3	-13.3
Benefícios Previdenciários	532.1	564.7	32.6
Pessoal e Encargos Sociais	270.2	287.9	17.7
Outras despesas obrigatórias	210.1	187.9	-22.2
Despesas Discricionárias	297.1	255.7	-41.4
Resultado Primário	167.4	126.1	

Tabela 2. Destaques de receitas e despesas em 2017

	Δ
Receita Administrada	-12.8
Repatriação de ativos	-46.8
Amnistia Fiscal (REFIS)	24.7
Recuperação Econômica	9.3
Receitas Extraordinárias	31.9
Restos a pagar (anos ant)	-31.5
Custeio e Capital (investimentos)	-12.4

Sources: National Treasury and Santander estimates.

A principal motivação para medir o resultado primário estrutural é obter uma avaliação mais precisa da política fiscal, ou seja, verificar se a política fiscal está expansionista ou contracionista. A abordagem que escolhemos para estimar o resultado primário estrutural³ é descontar receitas e despesas não recorrentes e fatores não correlacionados com o ciclo econômico, além do efeito do estágio do ciclo de economia (aquecimento ou resfriamento da economia - hiato do produto) do resultado primário observado. Nesse sentido, o resultado primário estrutural é uma melhor medida de política fiscal em relação ao resultado primário ajustado apenas pelo ciclo econômico.

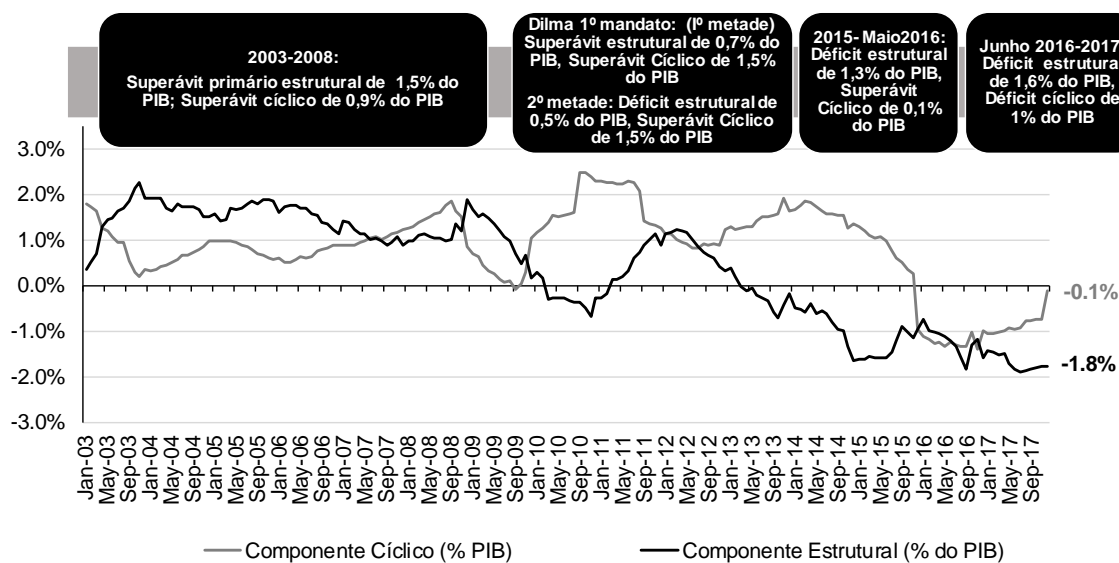
De acordo com nosso modelo, a elasticidade da receita federal em relação ao crescimento econômico acima ou abaixo do crescimento potencial é de 1,4, o que está em linha com a teoria econômica. Isto significa que cada ponto percentual do crescimento do PIB acima ou abaixo do crescimento potencial do PIB gerará uma variação das receitas superior a 1%. Já para a elasticidade das despesas em relação ao crescimento econômico acima ou abaixo do crescimento potencial, encontramos coeficiente igual a 0, o que também está em linha com a teoria econômica. Em geral, as despesas são discricionárias, com uma parcela relevante independente do ciclo econômico (por exemplo, saúde, educação e despesas de segurança) e uma porção oposta ao ciclo econômico (por exemplo, despesas de assistência social, que aumentam durante a desaceleração/contração econômica e diminuem durante expansão econômica).

Aplicando esta metodologia de apuração de resultado primário estrutural, é justo dizer que, a partir de 2013, a orientação fiscal mudou para expansionista. Além disso, as várias tentativas a partir de 2015 para reduzir a diferença entre receita e gastos não foram bem-sucedidas devido ao aumento das despesas obrigatórias (fixação de metas para gastos com educação e com saúde em proporção do PIB) e o efeito da recessão econômica sobre gastos com assistência social. Recentemente, o resultado primário observado (sem ajustes) e o resultado primário estrutural diminuíram. No entanto, em nossa opinião, ainda é prematuro tratar a redução do resultado primário estrutural como uma tendência.

³ Bornhorst F., Dobrescu G., Fedelino A., Gottschalk J., and Nakata T., When and how to adjust beyond the business cycle? A guide to Structure Fiscal Balances, Abril/2011. Fiscal Affairs Department, IMF. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2011/tnm1102.pdf>



Gráfico 1. Componentes Estrutural e Cíclico do Resultado Primário (% do PIB)



Fontes: Tesouro Nacional e estimativas Santander.

Cenário mais provável para 2018

Em agosto/2017, a meta primária para o governo central em 2018 foi revisada para déficit de R\$ 159 bilhões (meta anterior era déficit de R\$ 129 bilhões). Para cumprir a meta primária revisada, o governo anunciou um pacote fiscal: 1) aumento de impostos em torno de R\$ 14 bilhões (dos quais R\$ 6 bilhões resultariam da tributação de fundos de investimento exclusivos, R\$ 4 bilhões do fim da desoneração da folha de pagamento e R\$ 2 bilhões com o aumento da contribuição previdenciária dos funcionários públicos) e 2) cortes de gastos em torno de R\$ 6 bilhões (R\$ 5 bilhões seriam do adiamento do ajuste salarial anual dos funcionários públicos). Todas essas medidas dependem da aprovação do Congresso, e nenhuma foi aprovada até o momento. As duas medidas mais relevantes: o imposto sobre o rendimento dos fundos de investimento exclusivos e o adiamento do ajuste salarial anual dos funcionários públicos, não podem ser implementados este ano, em nossa opinião. Por isso, o Ministério do Planejamento anunciou, no início de fevereiro, um corte orçamentário para este ano de R\$ 16 bilhões, tentando cobrir a lacuna do pacote fiscal não implementado e a possibilidade de não privatizações/concessões no setor de energia, da qual o governo espera receita de R\$ 12 bilhões).

Embora acreditemos que a recuperação econômica levará a um aumento da cobrança de impostos, este efeito é parcialmente contabilizado no orçamento (o orçamento revisado considera o crescimento do PIB de 3%). Então, mais uma vez, uma melhora significativa do resultado primário em 2018 dependerá das receitas extraordinárias (provenientes da privatização e da receita da concessão), em nossa opinião. Receitas extraordinárias, como as que vem da privatização de empresa estatais e a transferência dos direitos de exploração nas operações de pré-sal (chamado de cessão onerosa), poderiam substancialmente ajudar a melhorar o resultado primário. Ambas exigem a aprovação do Congresso, e as discussões ainda estão em fase preliminar na Câmara dos Deputados. Nós estimamos que, contando com essas receitas extraordinárias, o déficit do governo central poderia ser reduzido para 1,0% do PIB.

Observamos, no entanto, que um aumento contínuo das receitas extraordinárias não resultará em melhora do resultado primário estrutural (em mudança da orientação da política fiscal). Em nossa opinião, o mais provável é o déficit do resultado primário estrutural ampliar para 2,3% do PIB, enquanto que o ciclo econômico contribuirá com um superávit de cerca de 0,3% do PIB, resultando em déficit primário observado do governo central de 2,0% do PIB (R\$ 140 bilhões), um pouco melhor do que o objetivo de 2,3% do PIB (R\$ 157 bilhões), mas ainda bastante distante do patamar de superávit primário necessário para estabilização da relação dívida pública em relação ao PIB (o qual estimamos em torno de 2,5% do PIB).

**Tabela 3. Exercícios para Resultado Primário (R\$ bilhões)**

	Orçamento 2017	2018/ Oficial 2018	2018/ 2017	Previsão Santander	Santander/ 2017	Cenário Otimista
Receita Total	1383.1	1460.7	5.6%	1467.0	6.1%	1539.0
Receita Administrada	834.2	880.9	5.6%	893.6	7.1%	893.6
Arrecadação Líquida para o RGPS	374.8	403.3	7.6%	409.1	9.2%	409.1
Receitas Extraordinárias	74.8	85.5	14.3%	73.4	-1.9%	145.4
Concessões e Permissões	32.1	20.2	-36.9%	8.0	-74.9%	80.0
Exploração de Recursos naturais	36.0	51.5	42.8%	51.5	42.9%	51.5
Dividendos e Participações	5.5	8.9	60.6%	8.9	60.6%	8.9
Outras Receitas	85.6	76.8	-10.3%	76.8	-10.3%	76.8
Transferência por Repartição de Receitas	228.5	243.9	6.7%	243.9	6.7%	243.9
Receita Líquida	1154.6	1216.8	5.4%	1223.2	5.9%	1295.2
Despesa Total	1279.0	1371.6	7.2%	1363.5	6.6%	1366.5
Pessoal e Encargos Sociais	284.0	302.6	6.5%	302.6	6.5%	305.6
Benefícios Previdenciários (RGPS)	557.2	592.4	6.3%	606.3	8.8%	606.3
Abono e seguro Desemprego	54.5	56.9	4.4%	56.9	4.4%	56.9
MP 540 (fim da desoneração folha de pagamento)	13.9	12.3	-11.3%	12.3	-11.3%	12.3
Outras despesas obrigatórias	253.1	278.5	10.0%	278.5	10.0%	278.5
Despesas Discricionárias	116.2	128.9	10.9%	106.9	-8.0%	106.9
Resultado Primário	124.4	154.8		140.3		71.4
Meta Primária	159.0	159.0		159.0		159.0
Despesa Primária¹	1254.6	1338.3		1330.2		1333.2
Teto da Despesa Primária	1308.6	1347.9		1347.9		1347.9

Fontes: Tesouro Nacional e estimativas Santander.

1- Gasto primário é o total de gastos federais, excluindo transferências constitucionais, transferências obrigatórias devido à receita direta, despesas não recorrentes (para situações imprevisíveis e urgentes, como desastres climáticos ou ecológicos), gastos eleitorais e capitalização das empresas estatais.

O orçamento oficial considera as receitas de privatização no setor de energia, enquanto a previsão do Santander não conta com as receitas de privatização e/ou da transferência de direitos de exploração de petróleo. Nosso cenário otimista conta com receita de R\$ 70 bilhões resultante da transferência de direitos de exploração de petróleo.

Em nenhum dos cenários as despesas primárias que ultrapassarão o limite máximo de gastos para 2018. Contudo, a previsão do Santander pressupõe que para cumprir a lei de limite de gastos será necessário corte orçamentário de cerca de R\$ 22 bilhões.



Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados

