

# **Consequências físicas de longo prazo da covid-19**

**Marcos Mendes**

**Abril 2020**

**Insper**

# Consequências fiscais de longo prazo da covid-19

Marcos Mendes<sup>1</sup>

## I - Introdução

A dura crise de saúde pública vai exigir forte expansão do gasto público e deterioração das contas fiscais. A projeção do Tesouro Nacional no início de abril é de um déficit primário recorde de R\$ 429 bilhões (5,9% do PIB), com tendência a aumentar à medida que novas políticas sejam anunciadas e outras tenham seus prazos prorrogados.

A presente nota tem por objetivo mostrar que:

- a) Mesmo que não haja expansão adicional do déficit primário, o aumento de despesas e a redução de receitas já contratados até agora são suficientes para levar a dívida bruta para a casa dos 90% do PIB. Não há espaço para expansões adicionais da despesa e do déficit público sem que se eleve muito o grau de esforço fiscal que será necessário, no futuro, para conter a dívida pública;
- b) Fará muita diferença se o aumento da despesa vier a ser rapidamente revertido após à crise ou se houver persistência do déficit por mais tempo: basta uma pequena persistência para que piore bastante a trajetória de longo prazo da dívida pública.

O pagamento dessa dívida exigirá, no futuro, grande esforço fiscal. A sociedade estará mais pobre, precisará pagar mais impostos e terá menos serviços públicos a sua disposição.

Há quem argumente que será possível “monetizar a dívida” ou financiá-la a juro real negativo. Segundo esse argumento, em um contexto de deflação mundial, uma maior expansão monetária não teria impacto inflacionário.

Não compartilho dessa tese. Conforme argumentado em artigo em co-autoria com [Márcio Garcia](#), a ser publicado em breve, tal opção resultaria em grande retrocesso institucional, com a necessidade de imposição de restrições a saídas de capital, venda forçada de títulos públicos a fundos de previdência, desmonte do sistema de metas de inflação e dos preceitos básicos de responsabilidade fiscal.

O resultado seria um cenário argentino, de inflação alta, encurtamento do horizonte de planejamento dos agentes e estagnação econômica. Voltaríamos ao nosso fracassado modelo econômico dos anos 1980.

---

<sup>1</sup> Doutor em economia pela USP. Pesquisador associado do Insper.

Descartada a “saída fácil” da monetização da dívida, resta-nos a perspectiva de esforço de ajuste fiscal no futuro. As projeções aqui apresentadas são úteis para mostrar que não resta muito espaço para expansão fiscal e, por isso, as medidas precisam ser focadas nas ações mais urgentes e nos grupos mais vulneráveis.

Assim, devem ser prioritários os gastos nas ações diretas de prevenção e redução dos efeitos da pandemia, a sustentação de renda das pessoas cujas atividades foram paralisadas pela decretação de quarentena, o fornecimento de capital de giro para pequenas e médias empresas mais afetadas, a mitigação da perda de receita dos estados e municípios.

Esses quatro pontos já exigem um dispêndio bastante elevado, com desafiador impacto sobre a dívida. Alargar as despesas para outras áreas menos prioritárias aumentará muito o custo a ser pago no futuro.

Certamente não há espaço para, por exemplo, ampliar investimento público a título de reativar a economia. Ademais, como enfatizado acima, as medidas fiscais excepcionais precisam ter a maior brevidade possível, sendo revertidas tão logo a situação comece a se normalizar.

## II – Cenários e hipóteses

O que se apresenta nesta seção são hipóteses e cenários para um exercício muito simples de projeção da dívida pública.

As hipóteses propositadamente subestimam a dívida projetada, de modo a termos como resultado o limite inferior das trajetórias possíveis.

Supõe-se que a dívida bruta do governo geral seja toda corrigida por uma taxa de juro real mais a variação do IPCA. Não se faz distinção de rentabilidade entre títulos de curto e longo prazo. O PIB nominal é corrigido pela sua variação real mais o IPCA (ou seja, o deflator implícito é igual ao IPCA).

A receita, a despesa e o déficit primário de 2020 são os estimados pelo Ministério da Economia. A partir de 2021, por simplificação, supõe-se que a receita primária acompanhe a variação do PIB real, com elasticidade 1, e eventuais expansões e contrações do déficit anual se dão por variação da despesa.

Os juros reais incidentes sobre a dívida não dependem do nível nem da trajetória da dívida. São exógenos e fixados em nível propositalmente baixo. Também supõe-se inflação comportada, não exigindo elevação dos juros reais para contê-la ao longo do período de projeção.

O quadro abaixo mostra as hipóteses de juros reais e inflação baixos, usados no cálculo da trajetória da dívida e do PIB nominal.

	2020	2021	2022	2023	2023-2036
Custo real de financiamento do Tesouro (% a.a.)	3,0%	1,0%	1,0%	2,0%	3,0%
Inflação	3,0%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%

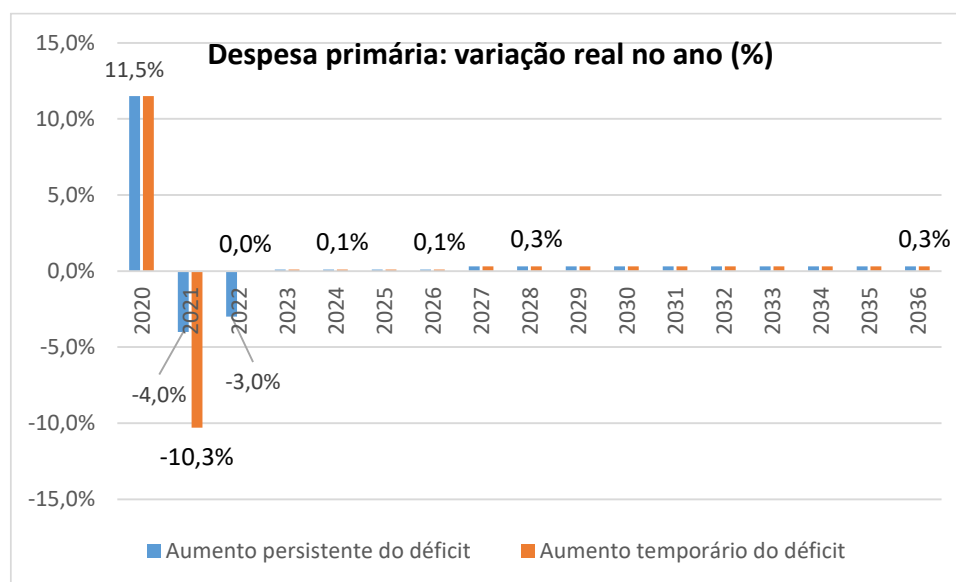
Utilizarei dois cenários para a trajetória do PIB real. O primeiro cenário é de uma queda pequena em 2020 (-2%) e rápida recuperação já em 2021. No segundo cenário, haveria uma queda mais forte do PIB em 2020 (-5%) e uma recuperação mais lenta ao longo dos anos seguintes. O quadro abaixo descreve os dois cenários

Cenários para crescimento do PIB	2020	2021	2022	2023	2024-2036
1) Recessão pequena e retorno rápido	-2%	4%	2%	2%	2%
2) Recessão grande e retorno lento	-5%	2%	2%	2%	2%

Serão analisadas duas trajetórias possíveis para a despesa pública. Em ambas, há um aumento real da despesa primária de 11,5%, que é compatível com a projeção do Tesouro Nacional divulgada no início de abril de 2020. As trajetórias divergem a partir de 2021. Na opção de “aumento temporário do déficit”, todo aumento extraordinário de despesa ocorrido em 2020 fica restrito a esse ano, com a despesa caindo 10,3% em 2021, de modo a voltar à sua trajetória pré-crise.

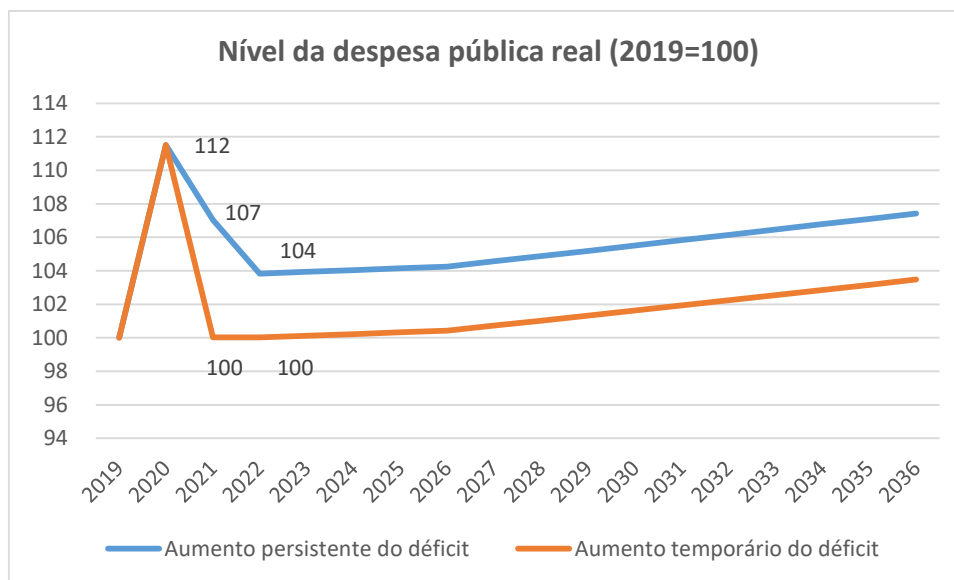
Já na opção de “aumento persistente do déficit”, o aumento de despesa de 2020 não é totalmente desfeito em 2021. A despesa cai apenas 4% em 2021 e 3% em 2022. A partir de 2023 a trajetória da despesa é a mesma nas duas opções.

O gráfico abaixo ilustra as duas situações.



Tomando por base a despesa primária real de 2019, o próximo gráfico ilustra a trajetória do nível real da despesa nas duas opções. Se o aumento for apenas temporário, o aumento de despesa observado em 2020 é totalmente revertido em 2021 e, a partir daí há uma trajetória de suave crescimento da despesa, que é consistente com a chamada regra do “teto de gastos”.

Já na opção do aumento persistente do déficit, o aumento de gastos em 2020 não é totalmente revertido em 2021 e 2022, de modo que o nível da despesa fica permanentemente mais alto.



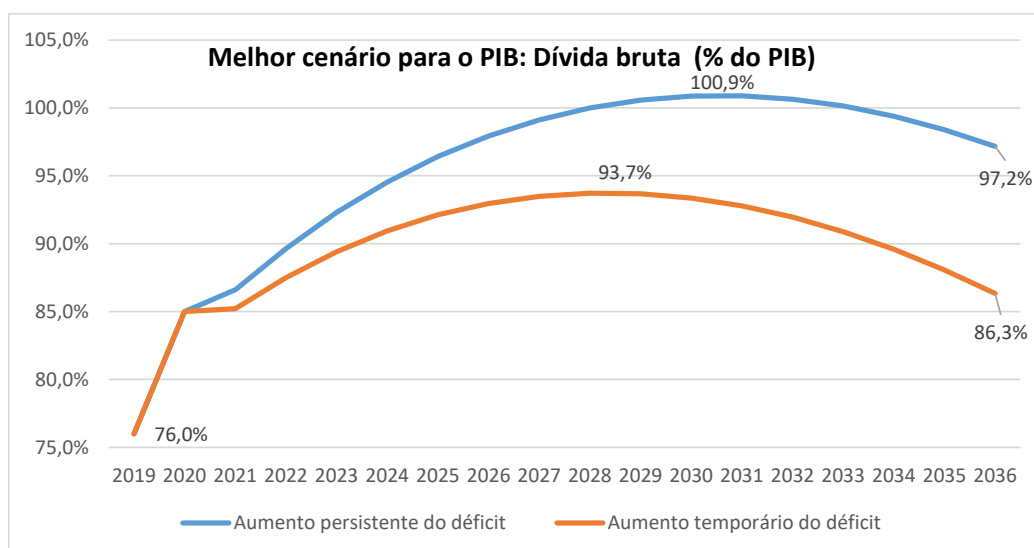
### III – Projeções da dívida

#### III.1) Cenário de recessão pequena e retorno rápido ao crescimento

O Gráfico abaixo mostra qual seria a trajetória da dívida no cenário de recessão pequena e retorno rápido ao crescimento.

Caso o aumento do déficit, criado em 2020, seja temporário, a dívida ultrapassará 90% do PIB. Portanto, a expansão fiscal já contratada até agora já foi suficiente para nos levar a um nível bastante alto de dívida no futuro. Ampliações adicionais de despesa, ainda que temporárias, colocarão a dívida em mares nunca antes navegados.

Não havendo mais expansão de despesas, sendo a expansão atual temporária, e mantido o controle fiscal ao longo da próxima década, seria possível reverter gradativamente a dívida para valores abaixo de 90% do PIB. Uma situação difícil, porém administrável.

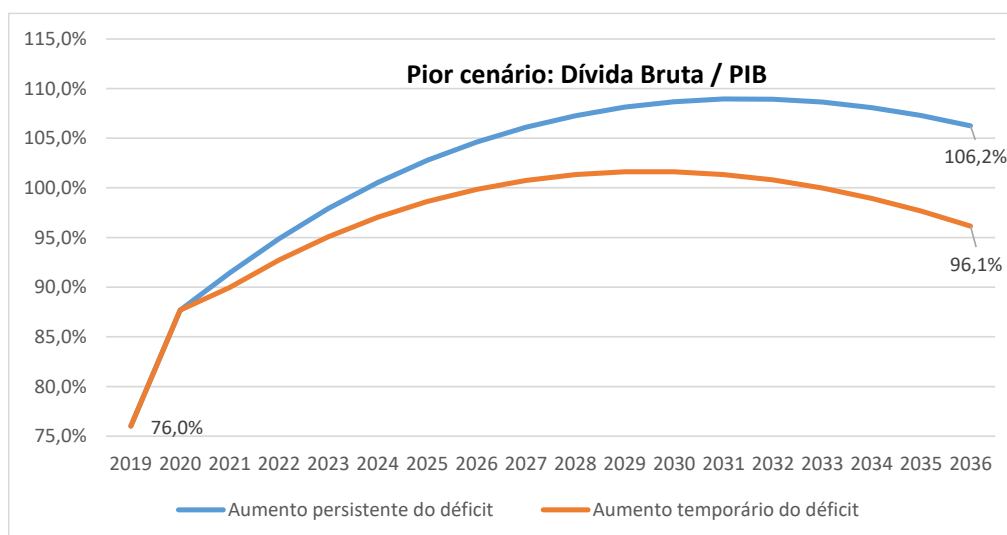


Na hipótese de aumento persistente do déficit, a situação se torna bem mais difícil. A dívida ultrapassa 100% do PIB e se estabiliza perto desse patamar. Isso mostra a

importância de que as medidas de resposta à crise atual sejam temporárias. Criar programas que aumentem definitivamente a despesa como, por exemplo, a recentemente aprovada expansão do Benefício de Prestação Continuada, vai agravar muito as condições de recuperação pós-crise.

### III.2) Cenário de recessão grande e retorno lento ao crescimento

Em um cenário macroeconômico pior, em que o PIB caia 5% em 2020 e se recupere lentamente nos anos seguintes, a trajetória da dívida se agrava. Nesse caso, mesmo com o aumento apenas temporário do déficit, a dívida bruta caminhará para mais de 100% do PIB. Com aumento persistente do déficit, a dívida ficará 10 pontos percentuais mais alta.



## IV – Conclusões e comentários

As principais mensagens do exercício acima apresentado são:

- Mesmo que não haja expansão adicional do déficit primário, o aumento de despesas e a redução de receitas já contratados até agora são suficientes para levar a dívida bruta para a casa dos 90% do PIB. Não há espaço para expansões adicionais da despesa e do déficit público sem que se eleve muito o grau esforço fiscal que será necessário, no futuro, para conter a dívida pública;
- Fará muita diferença se o aumento da despesa vier a ser rapidamente revertido após à crise ou se houver persistência do déficit por mais tempo: basta uma pequena persistência para que piore bastante a trajetória de longo prazo da dívida pública.

Nesse sentido, a reação à crise deve focar em aumento temporário de despesa, direcionado a resolver os problemas mais agudos: ampliar as ações de saúde preventivas e curativas, garantir renda aos trabalhadores mais necessitados e afetados pela paralisação brusca da economia, ofertar capital de giro para empresas pequenas e médias e suplementar parcialmente a perda de receita de estados e municípios.

Medidas inadequadas seriam, por exemplo:

- a ampliação definitiva de programas sociais, que gerariam aumento permanente de despesa;
- ampla renegociação da dívida de estados e municípios ou aumento permanente de transferências a eles, seja por impactar permanentemente a despesa, seja porque não se pode tentar resolver problemas fiscais estruturais em meio a uma aguda crise;
- aumento de investimento público em infraestrutura: não estamos em uma crise que requeira estímulos de demanda pelo Estado, e sim reposição de renda e capital de giro para aqueles diretamente afetados pela parada súbita da economia. Ademais, investimentos públicos demorariam a ser iniciados e a ter impacto sobre a demanda. Também têm sido mal planejados e mal feitos, gerando infraestrutura de baixa utilidade (estádios de futebol) ou baixa qualidade (refinarias e estaleiros que viraram sucata por inviabilidade econômica), o que representaria aumento do ônus fiscal de longo prazo.

Também seria importante que parte do financiamento da expansão emergencial de despesas fosse financiado por redução de outras despesas que, em momento de crise, se tornam não essenciais. Com isso, se aliviaria a pressão sobre a dívida pública. Assim, seriam relevantes medidas como:

- Redução temporária da remuneração de servidores públicos, ativos e inativos, de alta renda;
- Redução de jornada de trabalho de servidores em áreas não essenciais, com correspondente redução de remuneração;
- Transferência para a conta do tesouro estadual do saldo de recursos acumulados em fundos financeiros nos poderes judiciário e legislativo dos estados, assim como nos Tribunais de Contas e Ministério Público. Esses recursos, que se acumulam devido a posição privilegiada desses poderes na partilha do orçamento, deveriam ser postos a serviço das medidas emergenciais dos estados;
- Redução dos duodécimos transferidos aos órgãos e poderes citados no item anterior, durante o período da crise;
- Aumento da desvinculação de recursos dos estados e possibilidade de cumprimento conjunto dos gastos mínimos em saúde e educação, para que parte da despesa com educação possa ser temporariamente transferida para a saúde;
- Vedação generalizada a aumento de despesa de pessoal: contratações, promoções, realização de concursos, reajustes de remuneração, mudanças de planos de carreira, etc. Com exceção para as contratações emergenciais voltadas à lidar com a pandemia;

Alguns fatores que podem melhorar a trajetória da dívida bruta são:

- receitas decorrentes de: privatizações;
- receitas extraordinárias não recorrentes (concessões de serviços públicos, bônus de leilões de petróleo, elevação da cotação internacional do petróleo);
- retornos de empréstimos da União ao BNDES;

- venda de reservas internacionais.

As privatizações e concessões precisarão ser retomadas não apenas por uma questão fiscal mas, principalmente, visando melhorar a produtividade da economia. As privatizações, contudo, enfrentam conhecida resistência corporativa. Já as concessões têm esbarrado na insegurança jurídica, que reduz o interesse de potenciais parceiros privados a assumirem compromissos de longo prazo. Oxalá a premência fiscal seja um fator a mais a impulsionar o andamento dessas agendas. Mas pode ocorrer justamente o contrário: são muitas as declarações de que é importante ter um Estado grande em época de crise, para haver mais ferramentas para combatê-la.

As concessões na área de petróleo e gás dependerão da trajetória futura dos preços internacionais do petróleo, atualmente afetados por desacordos entre os principais produtores mundiais. Um retorno ao nível histórico dos preços e maior perspectiva de rentabilidade para o pré-sal poderá ajudar no esforço fiscal futuro. Mas são variáveis fora do controle do governo.

Com relação à dívida do BNDES com a União, já foram pagos antecipadamente, desde 2015, pouco mais de R\$ 400 bilhões. Restam R\$ 200 bilhões (2,7% do PIB). Contudo, uma vez que o BNDES está sendo usado como instrumento de expansão de crédito no âmbito das medidas anticrise, é provável que o Banco necessite de mais liquidez, e não possa manter o cronograma de pagamento antecipado de sua dívida.

As reservas internacionais são um ativo líquido. A real situação de solvência do governo deve ser medida descontando-se da dívida bruta a disponibilidade de reservas. Assim, em um cenário em que temos 25% do PIB em reservas, uma dívida bruta entre 90% e 100% do PIB nos daria uma dívida líquida de reservas entre 65% e 75% do PIB, ainda muito alta.

Vender reservas apenas para reduzir a dívida bruta não parece ser uma boa opção, pois a situação de solvência do governo não se altera. Mas se houver venda de reservas no âmbito da política cambial, que venha a gerar lucro para o Banco Central, tal lucro será transferido ao Tesouro e constituirá recurso fiscal legítimo para reduzir a dívida pública.

Não se espera, contudo, seguidos ganhos em operações com reservas internacionais, pois elas dependem de desvalorização da moeda nacional, que já se desvalorizou bastante desde o início da crise. Ganhos cambiais com vendas definitivas de reservas são eventos não recorrentes e, ainda que em elevado valor, provavelmente não suficiente para conter uma forte trajetória de crescimento da dívida.

Em suma, a crise não abriu uma licença para gastar sem consequências futuras. Ficaremos mais pobres e teremos um Estado mais endividado e uma economia mais fraca. Os esforços de reforma pós-crise precisarão ser redobrados.