

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

**Pandemia no Brasil: o Pacote Econômico e seu
Impacto sobre a Dívida Pública**



PUC
RIO

Bernardo Fernandes Faria

Matrícula: 1610387

Orientador: Eduardo Zilberman

Coorientador: Gabriel Leal de Barros

03 de julho de 2020

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

**Pandemia no Brasil: o Pacote Econômico e seu
Impacto sobre a Dívida Pública**



Bernardo Fernandes Faria

Matrícula: 1610387

Orientador: Eduardo Zilberman

Coorientador: Gabriel Leal de Barros

03 de julho de 2020

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tuto.

As opiniões expressas neste trabalho são de opinião única e exclusiva do autor.

Agradecimentos

Inicialmente, gostaria de agradecer aos meus orientadores, Eduardo, por aceitar se aventurar comigo nesse tema tão pertinente para o país, e Gabriel, por, além de ser um excelente chefe, me mostrar o quão fascinante pode ser a política fiscal.

Dedico também este trabalho aos meus pais, Fátima e Robson, por sempre zelarem pelo meu estudo e minha formação, e a minha irmã, Mariana, por ser um exemplo para mim desde quando éramos pequenos e me auxiliar a cada novo passo. Serei eternamente grato pela oportunidade que vocês me deram de perseguir os meus sonhos e pelo apoio incondicional.

Agradeço à PUC-Rio por me acolher e me apresentar à carreira de economista e, especialmente, aos meus amigos que me acompanharam nessa jornada que é a graduação. Ao Victor Hugo Borges, pela inabalável parceria, sempre acreditando no meu potencial e me aconselhando. Ao Daniel Adriano que, além de brilhante em sala, se mostrou um grande companheiro de vida. À Hanna Adler, Matheus Fetal, Lucas Souza, Leonardo Bennesby, Omar Ghazi e tantos outros colegas de curso por todos os inesquecíveis momentos no pilotis entre as aulas. Levarei cada um de vocês comigo para sempre.

Sou grato também à Marcella Schwartz, Luísa Sigaud, Nelson Born e todos os amigos que fiz ao longo desses últimos anos e que superaram a pandemia ao meu lado, me lembrando constantemente o que realmente devemos valorizar nesta vida.

*“Whitin our mandate, the ECB is ready to do
whatever it takes to preserve the euro.
And believe me, it will be enough.”*

Mario Draghi, 2012

*“Governments have to do whatever it
takes. But they must make sure
to keep the receipts.”*

Vítor Gaspar, 2020

Sumário

1. Introdução	9
2. A Crise	11
a) COVID-19	11
b) Efeitos na Saúde	12
c) Efeitos na Economia	15
3. Pacote Econômico – Mundo	23
a) Características	23
b) Experiências	24
4. Pacote Econômico – Brasil	32
a) Monetário	32
b) Fiscal	38
5. Revisão de Literatura	46
a) Restrição Orçamentária	46
b) O Modelo	49
c) Dados	51
6. Resultados	53
a) Impactos e Cenários	53
b) Sustentabilidade da Dívida	61
7. Conclusão	66
8. Referências Bibliográficas	68
9. Apêndice	71

Lista de Figuras

Figura 1: Número de casos acumulados efetivos e previstos no Brasil -----	12
Figura 2: Número de óbitos acumulados efetivos e previstos no Brasil -----	13
Figura 3: Novos óbitos diários por 1 milhão de habitantes desde o 1º óbito (curvas suavizadas) -----	13
Figura 4: Taxa de ocupação de leitos UTI nos estados -----	14
Figura 5: Efeitos das medidas de distanciamento social -----	16
Figura 6: Taxa de desemprego nos EUA vs. períodos de recessão (% a.a.) -----	18
Figura 7: Índices de Confiança Empresariais e do Consumidor (pontos) -----	19
Figura 8: Índices mensais de atividade econômica (% a.a.) -----	20
Figura 9: Projeções de crescimento econômico para 2020 (% a.a.) -----	21
Figura 10: Pacotes de resgate econômico (tamanho médio) -----	24
Figura 11: Pacotes de resgate econômico (medidas fiscais e de garantia de crédito) ---	25
Figura 12: <i>Breakdown</i> do pacote de resgate econômico da União Europeia (€ bilhões) --- -----	29
Figura 10: Pacotes monetários anunciados por Bancos Centrais -----	33
Figura 10: <i>Breakdown</i> do pacote de resgate econômico do Brasil (R\$ bilhões) -----	39
Figura 10: Projeções da Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB) -----	59
Figura 10: Projeções do Resultado Primário do Setor Público Consolidado (R\$ bilhões) - -----	60
Figura 10: Resposta da taxa de juros neutra após pandemias por país -----	65

Lista de Tabelas

Tabela 1: Resultados da regressão do *COVID-19 Economic Stimulus Index* (CESI) --- 26

Tabela 2: Necessidade de financiamento do setor público (valores positivos superávits, valores negativos déficits) ----- 55

1. Introdução

A pandemia do COVID-19 é de longe o maior desafio global desde a Crise Financeira de 2008. Apesar de ter causado uma calamidade de proporções talvez não vistas em quase um século nos sistemas de saúde públicos e privados no mundo, seus impactos não se restringem somente ao âmbito epidemiológico, mas transbordam para outros segmentos da sociedade. Mais especificamente, a COVID-19 gerou severos impactos também sobre os padrões de comportamento social, modelos de relação de trabalho, padrões de consumo e, conseqüentemente, na atividade econômica real e no sistema financeiro.

Como forma de conter a disseminação do vírus de maneira eficaz, autoridades ao redor do mundo passaram a adotar medidas de intervenção não-farmacêuticas que envolvem a supressão do contato social. Entretanto, há evidências suficientes para afirmarmos que existe um certo *trade-off* entre rigidez das medidas de distanciamento social e severidade da subsequente recessão. Esta última gerada pelo fechamento do comércio e da indústria e o confinamento da força de trabalho e dos consumidores.

Assim, a pandemia elevou a necessidade do uso mais ativo da política fiscal. Como forma de preservar fontes de renda, empregos, cadeias de produção e, acima de tudo, vidas, o governo brasileiro apresentou o maior pacote de auxílio financeiro da nossa história, incluindo medidas de cunho fiscal, parafiscal, de crédito e regulatórias. Não obstante, mesmo excluindo as medidas que não transitam no Orçamento Geral da União, ainda há aquelas que tratam de antecipação de despesas e postergação de receitas dentro desse mesmo exercício financeiro. Nesse sentido, o presente estudo tem como objetivo principal estimar o impacto efetivo desse pacote fiscal de combate à pandemia de COVID-19 sobre o resultado primário de 2020 e, conseqüentemente, sobre a dívida pública brasileira.

Posteriormente, incorporando tal resultado junto a outros efeitos indiretos da pandemia sobre as contas públicas, foi possível construir simulações da evolução da dívida bruta como função do PIB para os próximos 10 anos. Mais especificamente, foram elaborados cenários alternativos de modo a capturar certa incerteza, cada qual contendo hipóteses distintas acerca de variáveis macrofiscais relevantes, organizadas da seguinte forma: um cenário base, um otimista e um pessimista. Obtidos os resultados, eles foram, então, comparados com as últimas projeções oficiais disponíveis para o indicador dívida/PIB da

Secretaria do Tesouro Nacional livres de qualquer efeito da COVID-19, divulgadas em fevereiro.

Por último, tendo em vista os cenários apresentados, o presente estudo adentra no debate de sustentabilidade da dívida pública. De fato, devido a pressões políticas e sociais o risco de que tais medidas percam o seu caráter temporário e emergencial, passando a incorporar permanentemente a trajetória futura das despesas públicas, é considerável. Soma-se a isso, o risco da não retomada do processo de consolidação fiscal com a agenda de reformas estruturantes tão logo a pandemia esteja controlada, pondo em xeque a observância das regras fiscais vigentes, dentre elas o Teto de Gastos (principal âncora fiscal do país). Diante desse caso, a perspectiva de não se vislumbrar uma mudança da trajetória dos gastos obrigatórios nos próximos anos pode, em última instância, levar a questionamentos quanto a sustentabilidade da dívida pública, iniciando um círculo vicioso que culminaria em uma dinâmica explosiva do endividamento público e seus consequentes desequilíbrios macroeconômicos.

A organização do conteúdo deste estudo é dividida da seguinte maneira: o Capítulo 2 contextualiza a pandemia e suas subsequentes crises no âmbito da saúde e da economia; o Capítulo 3 apresenta detalhes de alguns pacotes econômicos anunciados no mundo em uma comparação internacional; o Capítulo 4 detalha as medidas monetárias e fiscais que compõem o pacote de combate à COVID-19 no Brasil; o Capítulo 5 revisa a literatura sobre o tema da restrição orçamentária intertemporal do governo e da dinâmica do endividamento público, além de introduzir os exercícios de simulação de cenários; o Capítulo 6 apresenta os principais resultados obtidos e inicia o debate da sustentabilidade da dívida pública; e, por fim, o Capítulo 7 conclui brevemente este trabalho.

2. A Crise

a) COVID-19

A COVID-19 é uma doença infecciosa em humanos que causa dificuldades respiratórias, podendo levar a complicações como pneumonia, falência múltipla dos órgãos e, por fim, a morte. Foi primeiramente detectada por autoridades na cidade de Wuhan, na China, no início de dezembro de 2019 e rapidamente se transformou em um surto local, sendo oficialmente reportada ao escritório da Organização Mundial da Saúde (OMS) no país no dia 31 do mesmo mês. A doença é causada por um novo tipo de vírus, intitulado SARS-CoV-2, da conhecida família dos Coronavírus, responsáveis por outras epidemias passadas como a Síndrome Respiratória Aguda Grave (SARS) em 2003 e a Síndrome Respiratória do Oriente Médio (MERS) em 2012.

Desde que foi notificada ao organismo multilateral de saúde, a COVID-19 se disseminou rapidamente para outras partes da Ásia e do mundo. Cronologicamente no dia 13 de janeiro foi detectado o primeiro caso de infecção fora da China, e no dia 16 foi confirmado um caso no Japão. Nos EUA o primeiro paciente foi reportado no dia 21 e na Europa no dia 24. Em virtude desse padrão acelerado de transmissão através do mundo, o vírus deixou de ser um evento simplesmente regional, levando a OMS a declarar no dia 30 do mesmo mês o surto como uma Emergência de Saúde Pública de Interesse Internacional.

A elevada relevância comercial da China, origem do surto, para diversos países do mundo - em especial para o Brasil, nosso principal parceiro comercial desde 2009 - explica em parte a velocidade de disseminação da doença pelo globo. Soma-se a isso o alto grau de conectividade global da atualidade - no que tange a fluxos populacionais migratórios. Ademais, a COVID-19 possui certas características próprias, como o número básico de reprodução e a taxa de letalidade, que a tornam mais perigosa do que outras pandemias no passado como a Gripe Asiática de 1957, a Gripe de Hong Kong de 1968 e, mais recentemente, a Gripe Suína, causada pelo vírus H1N1, em 2009.

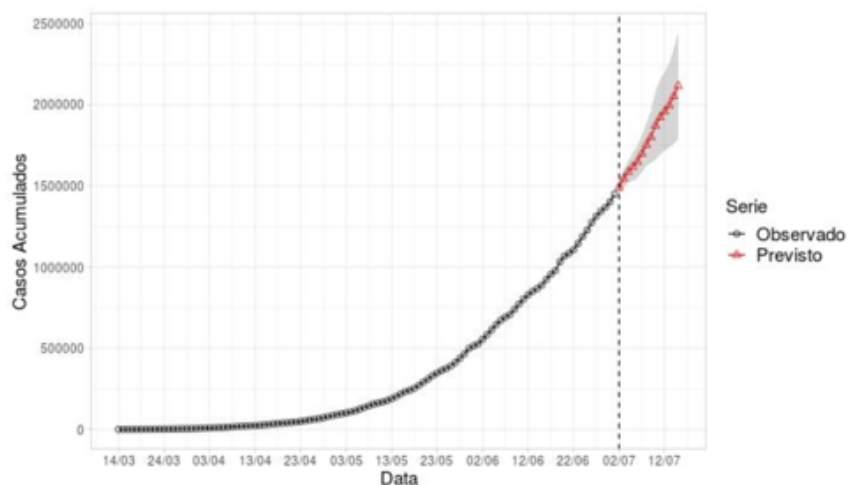
No Brasil, o paciente zero foi identificado no dia 25 de fevereiro, quase dois meses após o início do surto. À data de 11 de março, já com mais de 118 mil casos ao redor do mundo e 4,291 mortes, a OMS caracterizou o surto de COVID-19 como uma pandemia global, quando a doença já está espalhada por diversos continentes com transmissão sustentada

entre pessoas. Por sua vez, o Ministério da Saúde do Brasil reconheceu a existência de transmissão comunitária no território nacional em 20 de março.

b) Efeitos na Saúde

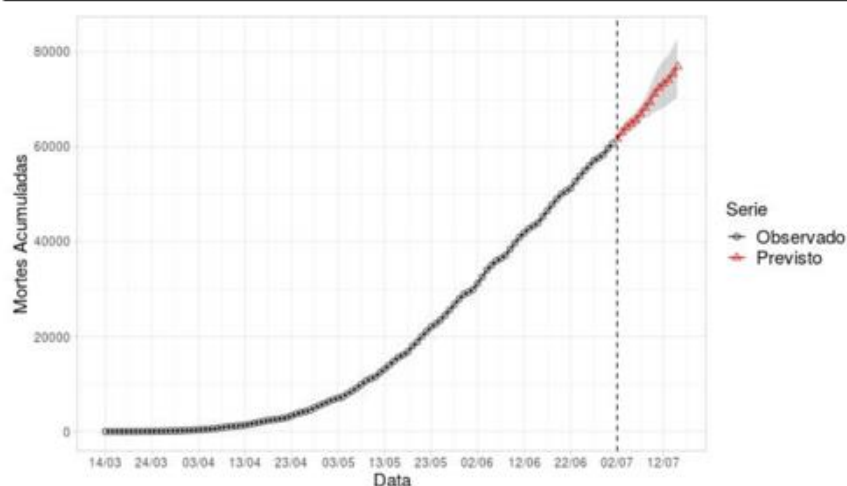
Segundo o último relatório de monitoramento da OMS, de 02 de julho de 2020, o mundo havia ultrapassado a marca de 10,5 milhões de casos confirmados e de 512 mil vítimas fatais espalhadas por mais de 199 países. Por sua vez, segundo dados compilados pelo Ministério da Saúde, no mesmo dia o Brasil contabilizava quase 1,5 milhões de infecções e 61 mil óbitos, números que o colocam como segundo país no mundo com maior incidência de casos e fatalidades, somente atrás dos Estados Unidos. Modelos de previsão, como o da iniciativa *COVID-19 Analytics* - que disponibiliza projeções para um horizonte de até 14 dias à frente -, apontam que ainda não há sinais claros de uma desaceleração nos dados de contágio do Brasil. Porém, ainda que extremamente preocupante devido à falta de perspectiva de redução nos números diários, em termos per capita, a situação se mostra menos aguda do que se comparado ao ocorrido em alguns países da Europa.

Figura 1: Número de casos acumulados efetivos e previstos no Brasil



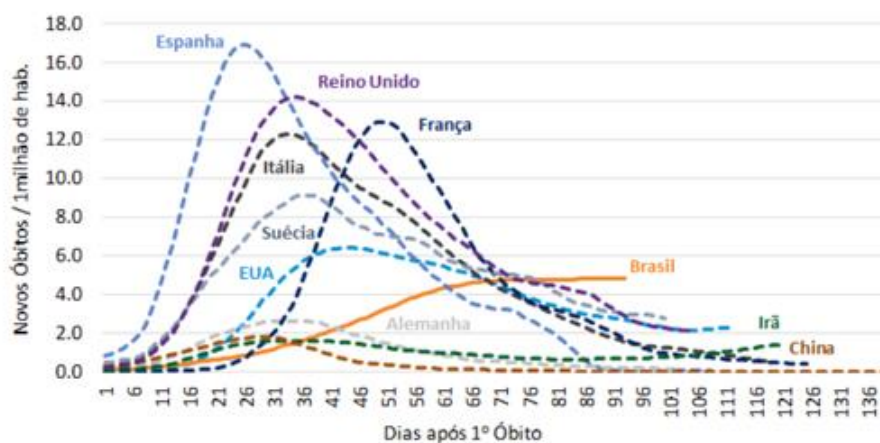
Fonte: Ministério da Saúde e *COVID-19 Analytics*.

Figura 2: Número de óbitos acumulados efetivos e previstos no Brasil



Fonte: Ministério da Saúde e COVID-19 Analytics.

Figura 3: Novos óbitos diários por 1 milhão de habitantes desde o 1º óbito (curvas suavizadas)



Fonte: Bloomberg e Ministério da Saúde.

A experiência vista em diversos países revela que o grande perigo da COVID-19 é o elevado potencial de sobrecarga da capacidade dos sistemas de saúde nos locais onde há contágio, dado que ainda não há vacina ou tratamento médico eficaz desenvolvido. Essa característica de intenso aumento na demanda por hospitalização, leitos de UTI, equipamentos respiratórios e de proteção individual (EPIs) ultrapassou a sua disponibilidade até em países de alta renda com maior infraestrutura de saúde.

Em sua Nota Técnica 3, o Instituto de Estudos para Políticas de Saúde (IEPS) contabilizou o número de leitos de UTI e de ventiladores respiradores no Brasil. Os autores identificaram que em 72% das regiões administrativas de saúde no país o número de leitos de UTI ofertados pelo SUS é inferior ao considerado adequado em um ano típico - sem a

influência da COVID-19 -, número que equivalente a 56% de toda a população brasileira e 61% dos indivíduos sem cobertura de planos de saúde privados. Nessa mesma linha, observaram um padrão similar para ventiladores e respiradores.

Os autores mostraram também que em uma situação onde 20% da população é infectada (sintomáticos e assintomáticos), dos quais 5% necessitariam de cuidados especiais em UTIs por 5 dias em média, 67% das regiões de saúde do país ultrapassariam a taxa de ocupação de 100%. Em particular, 53% delas precisariam de ao menos o dobro de leitos-dia em relação a 2019 para tratar os casos mais críticos.

Dados mais recentes sinalizam que mesmo nas cidades do país com maior infraestrutura hospitalar o risco de saturação é real. No final de maio, a prefeitura de São Paulo divulgou em boletim divulgando que a taxa de ocupação de leitos de UTI no município havia atingido 92%. Já no Rio de Janeiro, a prefeitura afirmou que esse número se encontrava em 90% no começo de junho. Apesar desses números serem bastante voláteis, um levantamento feito em 17 de junho pelas secretarias estaduais de saúde apontou que ao menos 8 estados apresentavam taxa de ocupação de leitos de UTI acima de 80%.

Figura 4: Taxa de ocupação de leitos UTI nos estados



Fonte: Secretarias estaduais de saúde. Elaboração: BBC News.

Diversos modelos epidemiológicos foram usados recentemente para tentar prever a trajetória de contágio da COVID-19 e, a partir dos resultados, propor medidas de intervenção não-farmacêuticas - que envolvem a supressão do contato social - eficazes na

contenção da disseminação do vírus, como em Ferguson et al (2020), Atkeson (2020) e Berger, Herkenhoff e Mongey (2020). Baseados nessas evidências e recomendações pelo distanciamento social, autoridades ao redor do mundo passaram a implementar estratégias como a suspensão de atividades escolares, o cancelamento de eventos de grande porte, o fechamento temporário de estabelecimentos comerciais considerados não-essenciais, a redução das linhas de transportes ativas, dentre outras. No Brasil, medidas de controle de circulação e restrição de funcionamento das atividades econômicas passaram a ser adotadas em grande parte do território a partir da segunda metade de março, com algumas cidades como Fortaleza e Recife tendo, inclusive, decretando confinamento total, o chamado *lockdown*.

c) Efeitos na Economia

Embora os benefícios em termos epidemiológicos e sanitários¹ das restrições de circulação sejam claros, a sua efetiva implementação envolve consequências negativas e sobre a atividade econômica das regiões onde são impostas. O distanciamento social quando levado ao extremo amplifica o efeito natural do medo e tem um impacto econômico que não se restringe somente aos setores que tradicionalmente são afetados em épocas de epidemias, como os setores de turismo (aéreo, hoteleiro e restaurantes) e de entretenimento (cinemas, bares e academias).

Pelo lado da oferta, as restrições sobre os fluxos comerciais internacionais geram interrupções na cadeia global de valor, afetando a produção com a escassez de insumos e bens intermediários importados, prejudicando o funcionamento pleno do parque industrial doméstico. Além disso, há perda significativa de horas trabalhadas pelo confinamento da força de trabalho, pois em muitas atividades de cunho mais manual não existe a possibilidade de adaptação para o regime de teletrabalho, o chamado *home office*.

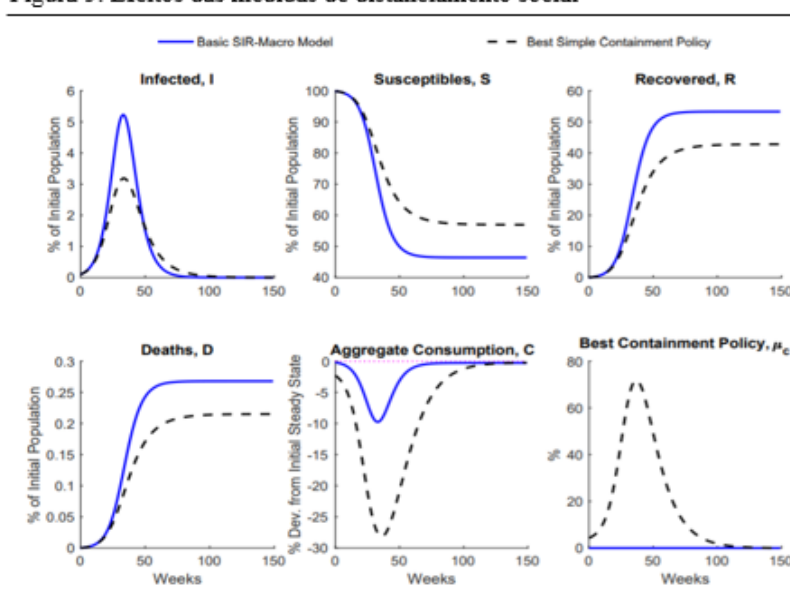
Já pelo lado da demanda, mesmo na ausência de alguma imposição legal sobre o fechamento de todo o chamado comércio não-essencial, há uma contração substancial do consumo privado, motivado por um efeito psicológico (medo de contágio) que leva à adoção de um padrão de comportamento que minimiza o contato social, e a uma queda

¹ Juranek e Zoutman (2020), por exemplo, usam dados da ocupação hospitalar em países escandinavos durante a atual pandemia para evidenciar os efeitos positivos do distanciamento sobre redução de hospitalizações.

nos níveis de confiança dos agentes, retraindo os projetos de investimento. A redução acentuada nas decisões de consumo e investimento causam distúrbios em todas as cadeias da economia, embora em magnitudes variadas dependendo do setor. Nos casos mais extremos, de quarentenas generalizadas, o fechamento do comércio de rua tem um efeito devastador sobre o varejo e o setor de serviços² como um todo.

Apesar do impacto final sobre a atividade econômica ainda ser envolto em significativa incerteza, há evidências suficientes para afirmarmos que existe um certo *trade-off* entre rigidez das medidas de redução da transmissão e severidade da subsequente recessão gerada. Nesse contexto, a pandemia de COVID-19 suscitou a elaboração de diversos trabalhos teóricos que têm se debruçando sobre a questão desse *trade-off*.

Figura 5: Efeitos das medidas de distanciamento social



Fonte: Eichenbaum, Rebelo e Trabandt (2020).

Através da junção de modelos macroeconômicos e epidemiológicos, Eichenbaum, Rebelo e Trabandt (2020) analisam uma economia dinâmica com um único setor real levando em consideração a evolução do vírus e as respostas ótimas de agentes racionais, porém abstraindo-se dos efeitos potenciais da rigidez nominal de preços, de transferências fiscais e elevação do crédito emergencial. Os autores notam que as políticas de distanciamento social (*containment policies*) de fato reduzem a severidade da pandemia em número de óbitos, mas ao mesmo tempo exacerbam a recessão econômica, atingida por choques de oferta e demanda. Semelhantemente, Jones, Philippon e Venkateswaran (2020) analisam

² Os serviços corresponderam a cerca de 63% do PIB do Brasil em 2019.

um ambiente de interação entre atividade econômica e dinâmica epidemiológica, obtendo resultados na mesma direção.

Em um modelo com múltiplos setores, Guerrieri et al (2020) sugerem que em um ambiente com baixa substituíbilidade entre os setores, mercados incompletos e restrições de liquidez, o choque induzido por essa pandemia se enquadra nas propriedades de um choque de oferta keynesiano. Nesse sentido, o choque negativo de oferta causado pelas medidas de restrições e absenteísmo pode desencadear uma queda na demanda com efeitos sobre a atividade e emprego maiores do que o choque de oferta inicial devido a um processo de retroalimentação da economia.

Já Fornaro e Wolf (2020) representam a pandemia como um choque negativo sobre a taxa de crescimento da produtividade e Faria e Castro (2020) a modelam como um choque negativo sobre a utilidade do consumo de serviços intensivos em contato social que se propaga para outros setores. Outra abordagem utiliza ainda exercícios empíricos para avaliar o impacto econômico e financeiro de epidemias passadas como em Barro, Ursúa e Weng (2020) e Jordà, Singh e Taylor (2020).

No país onde o vírus se originou, os dados preliminares divulgados pelo *National Bureau of Statistics* da China revelam uma queda acentuada na atividade chinesa nos dois primeiros meses do ano, período mais crítico da pandemia no país. A produção industrial, que engloba atividades de manufatura, mineração e serviços públicos, contraiu -13,5% a.a., a primeira queda do indicador desde 1990. Já as vendas no varejo caíram -20,5% a.a., maior contração na série histórica. Por sua vez, os investimentos em ativos fixos, que incluem despesas em infraestrutura, propriedades, máquinas e equipamentos, encolheu -24,5% a.a., outra queda recorde. Como consequência, no 1T20 o PIB do país asiático desabou -6,8% a.a., maior contração da série em quase 30 anos.

Nos EUA, o governo informou que foram fechados 870 mil postos de trabalho em março e 20,5 milhões em abril, maior perda de empregos desde a Grande Depressão, número equivalente a uma taxa de desemprego de 14,7%, maior medição da série. Apesar de os relatórios de emprego do *Department of Labor* de maio e junho apontarem para uma queda da taxa na margem para 11,1%, o desemprego continua extremamente elevado para padrões históricos.

Figura 6: Taxa de desemprego nos EUA vs. períodos de recessão (% a.a.)



Fonte: Federal Reserve Bank of Saint Louis.

Paralelamente, o número de pedidos de seguro desemprego nos EUA atingiu recorde, ultrapassando os 30 milhões de solicitações durante a crise, continuando a apresentar cerca de um milhão de novos pedidos por semana, apesar desse número estar caindo gradualmente. Como reflexo, o PIB americano do 1T20 apresentou uma contração de -4,8% a.a., a maior desde o último trimestre de 2008. O *Congressional Budget Office* indicou em suas projeções mais recentes que a economia americana não deve se recuperar completamente desse choque antes de 2030.

Por fim, toda essa incerteza e piora nas expectativas de crescimento se refletiu em um aperto nas condições creditícias e em uma volatilidade excessiva nos preços dos ativos financeiros³. Fontes de financiamento se tornaram mais escassas e com custos mais elevados. No mercado acionário, bolsas ao redor do mundo tiveram quedas acentuadas e de magnitude maiores até do que as vistas durante a Bolha de Internet, no começo dos anos 2000, e na crise financeira de 2008, que gerou a Grande Recessão. No mercado cambial, as moedas dos países emergentes foram as que mais sofreram desvalorizações com a fuga de capital para economias mais maduras, o chamado *fly to quality*.

O Real, por sua vez, bateu sucessivos recordes de cotação desde o começo da pandemia em solo nacional, atingindo R\$5,89/US\$ no seu pico, totalizando uma desvalorização de 46% desde final de 2019. O Ibovespa, principal índice acionário brasileiro, sofreu uma queda de 45% do início do ano até seu vale mais profundo, retornando a níveis registrados em setembro de 2017. O risco-país do Brasil disparou em questão de dias, com uma alta

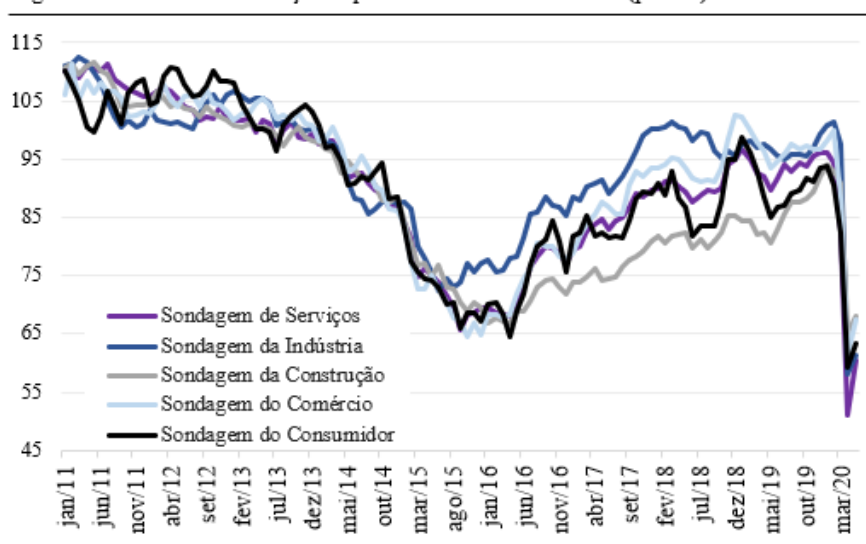
³ Toda (2020) estuda o impacto da pandemia sobre o mercado financeiro através de um modelo SIR, enquanto Baker et al (2020) utilizam dados históricos como estratégia empírica.

acumulada no ano de 164% segundo o CDS de 5 anos e de 79% medido pelo EMBI+ após alguma recuperação.

ODiante desse cenário, o PIB brasileiro contraiu 0,3% a.a. (-1,5% t.t.) no primeiro trimestre de 2020. Não obstante, esse resultado não contempla completamente os efeitos das medidas restritivas sobre a atividade, uma vez que estas passaram a ser implementadas somente a partir da segunda metade de março no país. Assim, os primeiros sinais do impacto no Brasil começaram a aparecer de fato nos indicadores mensais de produção, consumo e confiança a partir do mês de março (principalmente de abril e maio). Os dados disponíveis até o momento mostram grande parte dos índices de atividade econômica no país em queda, atingindo os patamares mais baixos de suas respectivas séries históricas.

Divulgados mensalmente pela FGV, tanto o Índice de Confiança Empresarial (ICE), que consolida as sondagens da confiança dos empresários nos setores da indústria, serviços, comércio e construção, quanto o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) apresentaram suas menores medições da história em abril e certa acomodação em maio, seja pelo lado do componente da situação atual, seja pelo do indicador de expectativas.

Figura 7: Índices de Confiança Empresariais e do Consumidor (pontos)



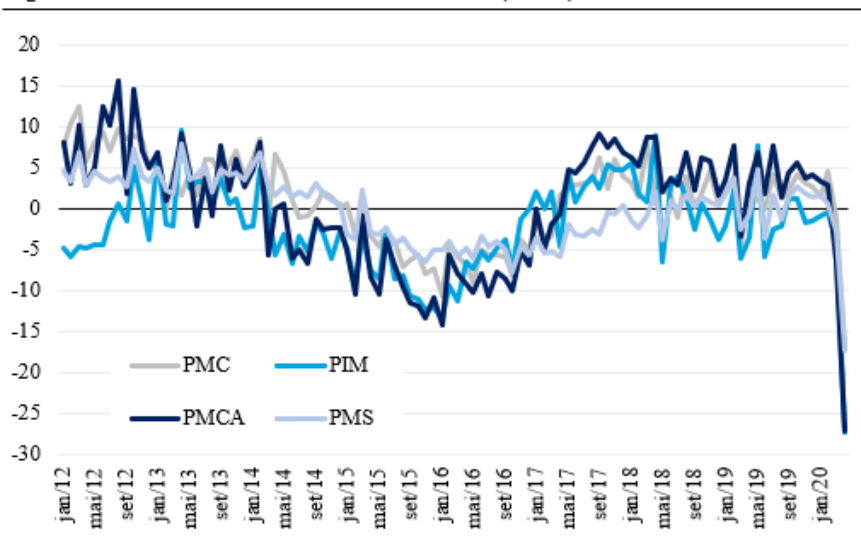
Fonte: FGV.

Sob a ótica do varejo, a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, revelou outra queda recorde: as vendas restritas e ampliadas caíram, respectivamente, -1,1% a.a. e -6,4% a.a. em março e -16,8% a.a. e -27,1% a.a. em abril. A queda foi generalizada entre os setores do varejo, mesmo dentre aqueles considerados essenciais -

com autorização para o funcionamento - como supermercados e farmácias. Já nos serviços, a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) divulgou uma contração de -2,7% a.a. em março e -17,2% a.a. em abril, resultado mais fraco desde 2011, queda essa disseminada em todos os subsetores, mas com destaque negativo para serviços prestados às famílias e transporte aéreo.

No setor da industrial, as paradas em diversas fábricas ao redor do país levaram o indicador de Produção Industrial Mensal (PIM) a apresentar uma queda de -3,8% a.a. em março e de -27,2% a.a. em abril, resultando no menor nível de produção desde 2002. Talvez o número mais simbólico da magnitude do impacto sobre o parque industrial doméstico seja o resultado da produção de automóveis divulgado pela Anfavea, onde o mês de abril apontou queda de -99,3% a.a. e de maio uma contração de -88,4% a.a.

Figura 8: Índices mensais de atividade econômica (% a.a.)

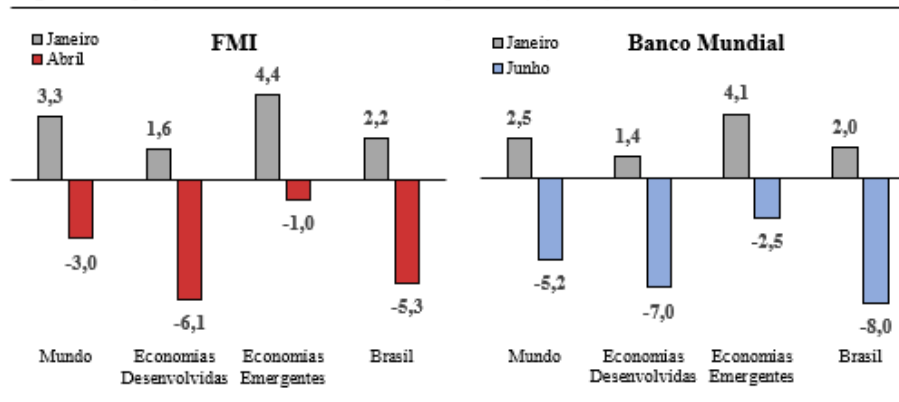


Fonte: IBGE.

As perspectivas mais sombrias sobre a atividade global engendraram uma rodada agressivas de revisões no crescimento dos países. Em seu *World Economic Outlook* de abril, o FMI previu uma queda de -5,3% a.a. para o PIB de 2020 no Brasil, vs. um crescimento de 2,2% a.a. anteriormente. Posteriormente, reconhecendo que tal número se mostrava demasiadamente otimista dado o desenrolar da conjuntura, a instituição revisou a queda para -9,1% a.a. na versão de junho do seu relatório. Por sua vez, o Banco Mundial publicou o seu *Global Economic Prospect* de junho, no qual antecipa uma contração no PIB do Brasil para esse ano de -8,0% a.a., contra um crescimento de 2,0% a.a. presente

na edição anterior do documento⁴. Se olharmos os movimentos feitos pelas expectativas dos agentes de mercado contempladas no Boletim Focus do BCB⁵, desde o começo de março houve uma queda de 884 pontos-base na mediana das expectativas para esse ano, passando de um crescimento de 2,3% a.a. para uma recessão de -6,54% a.a.

Figura 9: Projeções de crescimento econômico para 2020 (% a.a.)



Fonte: FMI e Banco Mundial.

No caso brasileiro o desafio dessa eminente recessão se mostra particularmente complexo. Em primeiro lugar, a população brasileira enfrenta estruturalmente uma enorme vulnerabilidade socioeconômica, pré-existente à pandemia. Em fevereiro, cerca de 66 milhões de pessoas viviam em domicílios com renda per capita abaixo de meio salário-mínimo e 38 milhões estavam ocupadas no mercado de trabalho como trabalhadores informais, isto é, 40,6% da população ocupada não tinha proteção trabalhista legal⁶. Neste contexto, restrições à mobilidade por um tempo prolongado podem agravar ainda mais a pobreza no país para esses indivíduos sem acesso a seguro-desemprego e com poupança limitada.

Dados do IBGE de 2017 apontam também uma grande concentração do emprego em pequenas e médias empresas, as mais vulneráveis ao choque. Esse número alcança 58% na indústria, e no comércio a fatia sobe para 72%. Porém, com a contração drástica de demanda e a redução abrupta de liquidez no mercado de crédito, devido à piora nas condições financeiras, há um risco considerável de micro, pequenas e até médias empresas não terem os recursos suficientes para financiar os seus custos fixos e arcar com suas obrigações financeiras nesse período de quarentena.

⁴ As tabelas de revisões completas de ambos os organismos podem ser encontradas no Apêndice.

⁵ Edição de 29 de junho de 2020.

⁶ Segundo o levantamento do IBGE na PNAD Contínua de fevereiro de 2020.

Efeito direto, seria o desencadeamento de um processo de falência e demissões em massa em um país que, mesmo antes da pandemia, em fevereiro, já era assolado por uma taxa de desemprego de 11,6%, equivalente a mais de 12,3 milhões de pessoas desocupadas. Uma piora relevante desse cenário poderia elevar o que o prêmio Nobel Angus Deaton chamou de “morte por desespero”.

Simultaneamente, a expectativa da elevação de falências e da inadimplência pode, por sua vez, restringir a concessão de crédito na ponta já que mesmo as empresas que conseguiriam sobreviver a esse período de quarentena tiveram seu patrimônio líquido muito atingido pela desvalorização de seus ativos, reduzindo as garantias que têm disponíveis para oferecer na obtenção de crédito no presente.

Na margem, os dados do CAGED disponíveis para os meses onde o Brasil foi mais afetado pela COVID-19 mostram que cerca de 1,4 milhões de postos de trabalho formais foram fechados no Brasil (240 mil em março, 860 mil em abril e 331 mil em maio). Apesar do cenário adverso para o emprego, os dados da PNAD mais recentes mostraram que a taxa de desemprego não acelerou tanto quanto as expectativas sugeriam, tendo atingido 12,9% em maio. No entanto, tal número pode ser explicado por um declínio na força de trabalho, que parcialmente compensou a queda efetiva da população ocupada - que se deu principalmente nas vagas informais, conforme o esperado.

3. Pacotes Econômicos - Mundo

a) Características

Embora uma aguda recessão seja uma característica coincidente, crises originadas de pandemias, como a atual, possuem diferenças marcantes no âmbito econômico em relação à períodos de guerras devido às suas peculiaridades sanitárias. Além disso, a destruição de capital físico presente em tempos de guerra não é vista durante pandemias. Não obstante, uma característica comum é o papel fundamental do setor público.

A política fiscal desempenha um papel fundamental no processo de estabilização macroeconômica. Riascos e Vegh (2003) apresentam evidências de que em países em desenvolvimento com mercados financeiros incompletos a política fiscal pode assumir características pró-cíclicas em períodos de expansão. Entretanto, em geral, ela é um eficaz instrumento de política econômica de atuação anticíclica.

Nesse sentido, a pandemia, e sua subsequente recessão, elevou a necessidade do uso mais ativo da política fiscal. O ritmo da recuperação pós-quarentena dependerá quase que exclusivamente da capacidade de manter-se o mais intacto possível as cadeias de produção e fontes de renda, evitando que empresas vão a falência, trabalhadores percam seus empregos, locatários sejam despejados e redes comerciais sejam destruídas.

Ao contrário de crises passadas, o foco da política econômica em períodos de epidemias não deve ser estimular a demanda agregada, pelo menos não durante o período de distanciamento social, o apelidado *Great Lockdown*. Isso pois a propensão marginal a consumir é bastante reduzida durante crises, especialmente naquelas originadas por choques de oferta como a atual, na qual estabelecimentos não-essenciais não funcionam e consumidores estão confinados em suas residências. Nesses casos, o multiplicador fiscal da economia perde potência temporariamente, e grande parte do estímulo se torna poupança, conforme sugerido em Guerrieri et al (2020)⁷.

De imediato, deve-se garantir financiamento na esfera da saúde para setores essenciais no combate a pandemia para testagem e tratamento. Em segundo momento, prover recursos suficientes para famílias que tiveram suas fontes de renda afetadas direta e indiretamente pelas medidas de restrição de circulação. Por último, salvaguardar as relações

⁷ Os autores sugerem que, sob essas condições, o multiplicador dos gastos fiscais é igual a 1 e das transferências menor que 1.

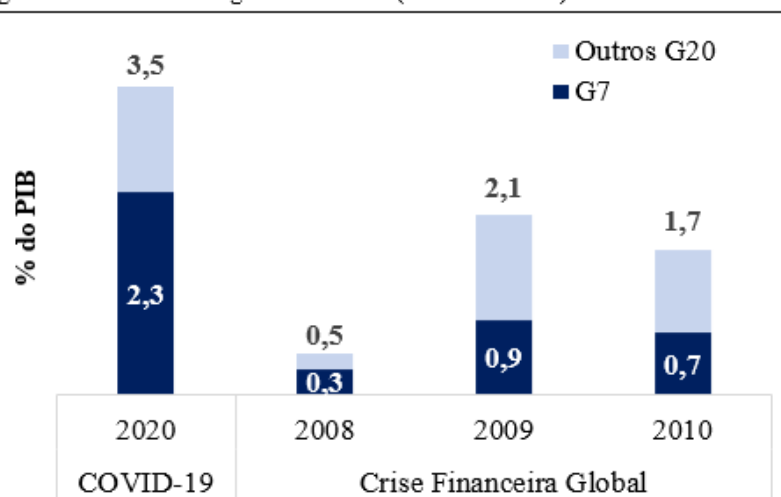
econômicas, seja entre empresas e empregados, produtores e consumidores, credores e devedores, de modo que conhecimento organizacional, postos de trabalho e projetos produtivos de longo-prazo sejam preservados.

Através de um mix de políticas amplas, temporárias e focalizadas, amparando os diferentes setores da sociedade e garantindo liquidez e solvência para o sistema, evita-se que os efeitos transitórios da COVID-19 sobre a economia se tornem permanentes. Assim, as eventuais medidas de estímulo à demanda agregada serão mais eficazes quando a circulação de pessoas voltar à normalidade.

b) Experiências

Segundo estimativas feitas pelo Fundo Monetário Internacional, até meados de abril desse ano os governos ao redor do mundo já haviam apresentado uma série de pacotes de políticas voltadas para o combate à pandemia e de socorro emergencial contra os efeitos da COVID-19 na economia, somando juntos à época um montante de US\$8 trilhões⁸. Desse valor, US\$3,3 trilhões seriam oriundos de aumentos de gastos e renúncia de receitas, US\$1,8 trilhão referente a injeções de capital e empréstimos do setor público e US\$2,7 trilhões relacionado a provisão de garantias.

Figura 10: Pacotes de resgate econômico (tamanho médio)



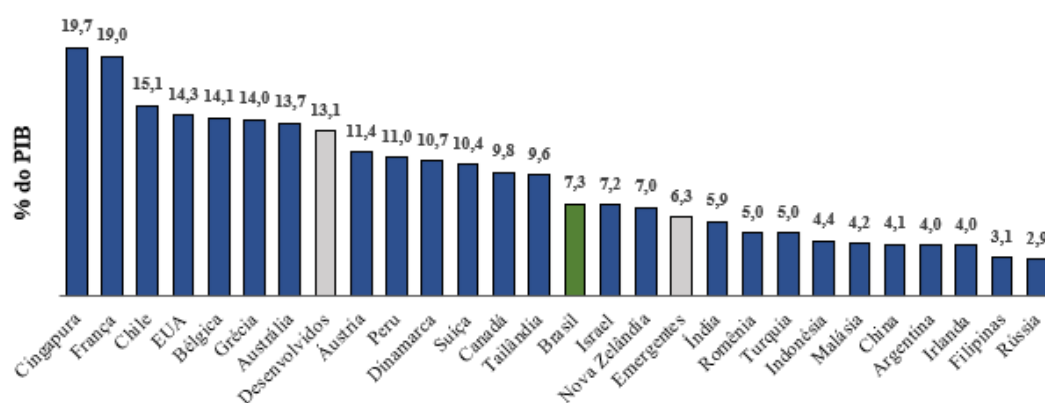
Fonte: FMI.

⁸ Os valores aqui referidos foram retirados do relatório *Fiscal Monitor* do FMI, de abril de 2020, e podem estar desatualizados. Para maiores informações acessar: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>

Só as economias que compõem o G20, avançadas e emergentes, respondem por uma fatia de US\$7 trilhões desse total. Segundo o relatório do FMI, as medidas com impacto fiscal feitas pelos integrantes do G20 alcançavam em abril, em média, 3,5% dos seus respectivos PIBs, maior do que os estímulos entregues durante a Crise Financeira iniciada em 2008.

Desde esta data, alguns países apresentaram novos pacotes econômicos, elevando ainda mais o montante total destinado ao combate dos efeitos adversos da pandemia. Atualizações recentes feitas pelo FMI e divulgada pelo Banco Central do Brasil em 11 de junho sugerem que, considerando as medidas fiscais e de disponibilidade de garantias, o tamanho dos pacotes já anunciados nos países desenvolvidos é, em média, de 13,1% do PIB, enquanto nas economias emergentes ele gira em torno de 6,3% do PIB. Para o Brasil, o presente trabalho estimou um pacote de 7,3% do PIB, portanto acima da média dos emergentes.

Figura 11: Pacotes de resgate econômico (medidas fiscais e de garantia de crédito)



Fonte: FMI e UN. Data da atualização: 11/06/2020

Elgin, Basbug e Yalaman (2020) fizeram uma revisão abrangente das respostas econômicas adotadas em 166 países no âmbito fiscal, monetário, macroprudencial e de balanço de pagamentos. Utilizando uma análise de componente principal, os autores constroem a partir dessa base de dados um indicador padronizado, o *COVID-19 Economic Stimulus Index* (CESI), que lhes permite, através de uma regressão de MQO *cross-country*, verificar uma relação significativa entre tamanho do pacote implementado pelo país e variáveis como idade média da população, número de leitos per capita, PIB per capita e número total de casos, conforme a tabela abaixo apresenta. Ou seja, países mais ricos em termos per capita, com uma população mais velha, com infraestrutura hospitalar

menor e com número total de casos maior apresentaram, em média, respostas políticas mais robustas.

Tabela 1: Resultados da regressão do *COVID-19 Economic Stimulus Index (CESI)*

Dep. Var.	CESI	CESI	CESI	CESI	CESI	CESI	CESI
Median Age	0.07*	0.10*	0.09*	0.09*	0.06*	0.05*	0.05*
	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
Hospital Beds (per-capita)		-0.15*	-0.13*	-0.12**	-0.11*	-0.11*	-0.11*
		(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.06)	(0.04)	(0.04)
Infection Rate (%)			546.25*	224.83	-69.56	-149.34	-151.30
			(211.49)	(237.44)	(196.50)	(220.96)	(225.97)
Stringency Index				0.004			
				(0.006)			
GDP per-capita (000 USD)					0.03*	0.03*	0.03*
					(0.001)	(0.001)	(0.001)
Total Cases						0.007**	0.008**
						(0.003)	(0.004)
Health Expenditures (% GDP)							-0.03
							(0.04)
<i>R</i> -squared	0.27	0.31	0.34	0.30	0.43	0.43	0.43
Observations	146	146	143	69	140	140	139
F-Test	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

All regressions include a constant. Robust standard errors are reported in parentheses. *, **, *** denote 1, 5 and 10% confidence levels, respectively.

Fonte: Elgin, Basbug e Yalaman (2020).

China

Como o primeiro país a sentir os efeitos da pandemia sobre sua economia, a China foi igualmente a primeira nação a traçar um plano de ação. O país elevou os gastos no setor de saúde e produção de equipamentos médico-hospitalares e acelerou o pagamento do seguro-desemprego. Em termos tributários, proporcionou redução e até isenção temporária do IVA para contribuintes de pequena escala por 3 meses e diferimento de encargos sociais para empresas de setores como transporte, turismo e hotelaria nas regiões mais afetadas por 6 meses, além de reduzir entre 5-20% tarifas alfandegárias, portuárias, ferroviárias e de eletricidade.

Diferentemente de outros países, a China não introduziu nenhum tipo de transferência de renda para trabalhadores uma vez que as empresas estatais chinesas servem como proteção financeira para muitos trabalhadores. Além disso, o nível de poupança da população chinesa é consideravelmente mais elevado se comparado ao das famílias de países ocidentais. Desse modo, alguns governos locais têm preferido disponibilizar para seus cidadãos cupons válidos exclusivamente para consumo.

O governo também tomou várias medidas para limitar o aperto nas condições financeiras. Bancos privados foram instruídos por autoridades de Pequim a estenderem prazos de empréstimos e a rolarem dívidas de empresas com dificuldade de pagamento sem

penalidades como juros punitivos e caracterização de *default*. A Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China (CSRC) flexibilizou ainda restrições de emissão de títulos privados e as regras de pagamento de devedores que usam papéis acionários como colateral para não serem obrigados a se desfazerem das ações em um período de depressão no preço dos ativos financeiros.

Pelo lado monetário, o *People's Bank of China*, Banco Central chinês, agiu para salvaguardar a estabilidade financeira reduzindo as taxas de juros de operações compromissadas de curto-prazo em 10-30bps, bem como a taxa de empréstimo de médio-prazo de 10 anos em 10bps. Em março, a autoridade monetária reduziu as alíquotas das reservas compulsórias sob sua custódia em 50-100bps, com um corte de 100bps adicionais para bancos que apoiam pequenas e médias empresas, de modo a liberar ¥550 bilhões (de yuans) para a economia real.

Ainda no escopo das ferramentas de política monetária, no dia 7 de fevereiro o PBoC estabeleceu um programa de *relending*, capitalizando bancos e intermediários financeiros regionais com ¥300 bilhões para que eles repassem financiamento a taxas de juros reduzidas para uma lista de mais de 1,600 empresas que atuam diretamente no combate a pandemia. Posteriormente, o PBoC expandiu tanto esta modalidade quanto a janela de redesconto para bancos em mais ¥500 bilhões, elevando a oferta de crédito para PMEs e empresas do setor agrícola.

Ao todo, até meados de junho, as medidas fiscais adotadas na China somavam US\$621 bilhões (4,1% do PIB). Espera-se ainda que a China use seu espaço fiscal para fornecer suporte adicional à recuperação através da emissão dos chamados *special bonds*, reorientando a economia em direção a um caminho de crescimento via projetos de investimentos em infraestrutura, como rodovias, aeroportos e ferrovias. Desde o começo do ano, a China já emitiu ¥2,3 trilhões (de yuan) em títulos dessa categoria, podendo esse valor alcançar a casa dos ¥4 trilhões (US\$565 bilhões) até o final de 2020, facilmente superando os ¥2,2 trilhões emitidos no ano passado.

Estados Unidos

Nos Estados Unidos, além das medidas de apoio para o setor de saúde iniciadas no começo de março, o Congresso aprovou o maior pacote de estímulos da história americana, o *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act* (CARES), que introduz medidas que totalizam um valor de US\$2 trilhões. Dentre as medidas incluem-se:

extensão do prazo de pagamento do auxílio desemprego e a inclusão de autônomos na lista de beneficiados, subsídios salariais, transferências diretas para estados e municípios, recursos para hospitais, ajuda humanitária ao FEMA, assistência alimentar, financiamento educacional e mais.

Pelo lado da despesa, o governo está arcando com os custos de licenças-médicas remuneradas, podendo chegar até 3 meses para infectados, e um financiamento para o desenvolvimento de uma vacina. Já considerando o lado das receitas, concederam um diferimento dos impostos sobre folha de pagamento das empresas e postergação do prazo de entrega da declaração do imposto de renda. O CARES prevê ainda a transferência de renda de US\$1,200 para famílias de baixa renda, com adicionais de US\$500 por filho, tendo esse programa um custo de US\$250 bilhões. Até meados de junho, o total de estímulos fiscais nos EUA se aproximava de US\$3 trilhões (14,3% do PIB).

Dentre os programas de empréstimos para pequenas e médias empresas, o governo disponibilizou através do *Main Street Lending Program*, pela primeira vez desde a Grande Depressão, uma linha direta de empréstimos entre o *Federal Reserve* e as empresas, de US\$600 bilhões. Esse programa foca especialmente em capital de giro, com a autoridade monetária comprando 95% da carteira de crédito dos bancos emprestadores, repartindo assim parte do risco com intermediários privados. Para o segmento de empresas de menor porte, o *Paycheck Protection Program* abre uma janela para financiamento de folha de pagamento durante oito semanas de US\$349 bilhões com *spread* de somente 1% nos juros. Esses empréstimos são, inclusive, perdoáveis sob certas condições. Em 24 de abril, Congresso aprovou um novo reforço a essas e outras linhas de crédito, direcionando mais US\$484 bilhões.

Na política monetária, além de derrubar as taxas de juros para próximo de zero⁹, o FED garantiu através de um *forward guidance* que elas ficaram próximas a este patamar até que a situação se estabilize. De forma a restaurar a funcionalidade dos mercados, a autoridade monetária retomou programas de compra de ativos privados nos mercados primário e secundário, reduziu a taxa de redesconto, expandiu as operações de compromissadas, reativou o programa de empréstimo *Primary Dealer Credit Facility*, garantiu a compra de *Treasuries* no montante que for necessário e ampliou as linhas de

⁹ Uma lista completa das decisões de cortes nas taxas de juros pelos principais Bancos Centrais do mundo pode ser encontrada no Apêndice.

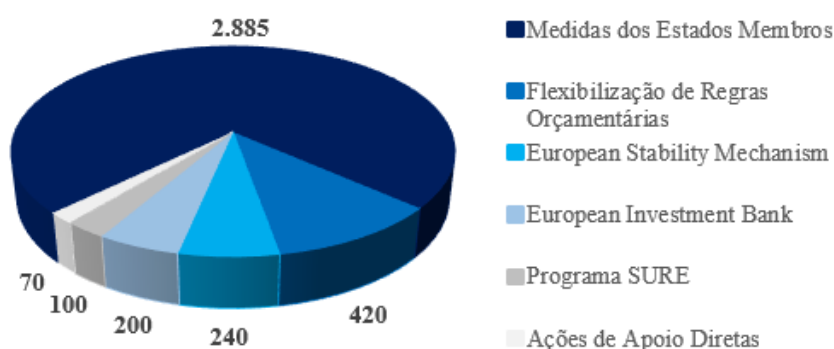
swap de dólar com outros Bancos Centrais. Além disso, foi criado um fundo junto ao FED para ajudar diretamente empresas de setores específicos mais expostas à pandemia.

Europa

No continente europeu, além de um financiamento para pesquisa de tratamentos e desenvolvimento de uma vacina contra o SARS-CoV-2, a Comissão Europeia anunciou o *Coronavirus Response Investment Initiative* com €37 bilhões como forma de apoiar o investimento público nos sistemas de saúdes nacionais. Acionou também uma “válvula de escape” nas regras fiscais para trazer maior flexibilidade orçamentária, liberando €420 bilhões, e redirecionou parte do orçamento do bloco para servir de garantia para o *European Investment Fund* incentivar bancos a fornecer liquidez e capital de giro a pelo menos 100 mil empresas.

Uma linha de crédito de €240 bilhões foi estabelecida com recursos oriundos do fundo de resgate da zona do euro, o *European Stability Mechanism*, além de um fundo de garantia do *European Investment Bank* com até €200 bilhões em financiamento barato para empresas. No mercado de trabalho atuou via o *Temporary Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency* (SURE), um programa de financiamento de €100 bilhões para cobrir parte dos custos de pagamento de salários e evitar demissões nas regiões afetadas em seus Estados Membros. Ao todo, os recursos econômicos que a União Europeia já mobilizou até meados de junho somavam €3,9 trilhões no âmbito fiscal.

Figura 12: *Breakdown* do pacote de resgate econômico da União Europeia (€ bilhões)



Fonte: *European Commission*.

A criação de títulos da dívida pública emitidos em nome de todos os Estados Membros da Zona do Euro conjuntamente, os chamados *Coronabonds*, também está em discussão.

O instrumento, que faria um *pool* dos riscos de crédito dos membros, permitiria acesso a financiamento mais barato para países em situação fiscal mais delicada, como Itália e Espanha, porém pela mesma lógica essa partilha de riscos elevaria os custos de captação para outras nações, como Alemanha e Holanda, que contam com garantias mais críveis. A ideia foi bastante explorada durante a crise da dívida soberana no continente em 2009 e 2012, e assim como na época encontra bastante resistência em sua aprovação.

Por fim, a Comissão Europeia propôs um plano de recuperação de longo-prazo, ainda em análise, que engloba um aumento no orçamento do bloco para €1,1 trilhão entre os exercícios de 2021-27 e o lançamento de um fundo de €750 bilhões entre os anos de 2021-24 chamado de *Next Generation EU*.

No âmbito dos países membros, houve expansão dos benefícios de seguridade social e concessão de seguro-desemprego para autônomos, programas de subsídios salariais para trabalhadores com jornada reduzida, apoio financeiro para empreendedores individuais, injeção de capital em empresas afetadas via bancos de desenvolvimento e mais. Além disso, França, Alemanha, Itália e Reino Unido já anunciaram medidas de provisão de liquidez e garantias para apoiar empresas de mais de 10% de seus respectivos PIBs.

Tais medidas fiscais complementam os €1,3 trilhões empenhados em compras de títulos públicos e privados durante a crise através do *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) do Banco Central Europeu (ECB), de forma a atenuar os riscos nos mecanismos de transmissão da política monetária, além dos €120 bilhões do *Asset Purchase Programme* (APP), programa de compra de ativos estabelecido anteriormente, ambos com duração até o fim de 2020.

Japão

No Japão, o *Emergency Economic Package Against COVID-19*, anunciado em 7 de abril, totaliza ¥117 trilhões (de yenes), ou 21,1% do PIB. Ele envolve a transferência de renda para famílias e empresas afetadas, empréstimos subsidiados via instituições financeiras públicas e privadas, diferimento do pagamento de contribuições tributárias e previdenciárias por um ano e um programa de investimento em infraestrutura e incentivo ao consumo na fase pós-*lockdown*. Através do *Japan Financial Corporation* e do *Development Bank of Japan*, o governo expandiu também garantias e financiamentos sob condições especiais para micro, pequenas e médias empresas.

Apesar de já possuir uma taxa de juros de curto-prazo negativa, o que em teoria reduziria seu poder de ação, o *Bank of Japan* (BoJ) vem agindo lançando mão de outras ferramentas do seu arsenal monetário desenvolvido ao longo dos anos. Recentemente, o BoJ aboliu sua meta de compra anual de ¥80 trilhões (de yenes) em títulos públicos, se comprometendo a comprar o volume que for necessário para manter os juros dos títulos de 10 anos no patamar de 0%. Além disso, triplicou para ¥20 trilhões o limite máximo que lhe é permitido carregar de ativos de dívidas privada em seu balanço, o equivalente a US\$186 bilhões.

Demais Países

As economias avançadas dispõem de uma vasta gama de instrumentos de despesa, tributação e liquidez para apoiar as famílias e as empresas, tendo em vista seus sistemas bancários e de seguridade social robustos. No entanto, economias emergentes normalmente dispõem de uma estrutura assistencialista mais insipiente e menor espaço orçamentário para reagir. Elas enfrentam ainda diversos choques além da pandemia, como o colapso dos preços de commodities - especialmente o petróleo -, fuga de capitais e elevação dos custos de endividamento nos mercados internacionais. Nesses casos, medidas mais focadas foram desenvolvidas. Índia e Quênia adotaram programas de transferências de renda feitas com o auxílio de sistemas de identificação unificados e tecnologias digitais. O governo do Peru suspendeu temporariamente o pagamento das tarifas de água e eletricidade. Já autoridades de Bangladesh optaram pelo fornecimento direto de medicamentos e alimentos.

4. Pacotes Econômicos - Brasil

a) Pacote Monetário

Visando garantir a funcionalidade, solidez e eficiência do Sistema Financeiro Nacional (SFN) durante a pandemia e tentar assegurar a confiança dentre os agentes econômicos, o Banco Central do Brasil desenhou um pacote de medidas no contexto da política monetária com 5 pilares conforme indicado pela instituição. Em entrevistas recentes, o presidente Roberto Campos Neto citou os 5 objetivos: “(i) manter o sistema bancário líquido e estável; (ii) garantir um sistema capitalizado, para que o crédito continue a fluir; (iii) oferecer condições especiais para que bancos possam rolar as dívidas dos setores afetados pela crise – evitando eventuais contágios; (iv) garantir que o mercado de câmbio opere sem disfuncionalidades de liquidez; (v) manter as condições monetárias estimulativas, para que o canal de crédito sirva como vetor do crescimento, sem prejuízo simultâneo ao objetivo de manter a inflação controlada.”

Desde o começo da crise, o Comitê de Política Monetária (Copom) entregou três cortes na taxa básica de juros do Brasil, fazendo com que a taxa Selic caísse ao todo 200 pontos-base¹⁰ para seu menor nível da história, 2,25% a.a. No entanto, o BCB tem agido com relativa mais cautela na condução do seu principal instrumento de política monetária se comparado a seus pares em outros países, que proveram flexibilizações mais tempestivas, inclusive em reuniões emergenciais.

Segundo as últimas atas de reuniões, tal postura é justificada pela elevada incerteza sobre a duração da pandemia, o nível de ociosidade, o cenário externo, o risco de frustração com o andamento das reformas e a possibilidade de piora permanente do quadro fiscal e consequente elevação do prêmio de risco. Ademais, os membros do comitê ressaltaram que estaríamos perto do limite mínimo efetivo dos juros, a partir do qual cortes adicionais poderiam ser contraproducentes e resultar em maior aperto nas condições financeiras. Assim, seguindo o princípio de Brainard¹¹, o Copom optou pela adoção de certo gradualismo dado o elevado grau de incerteza da atual conjuntura.

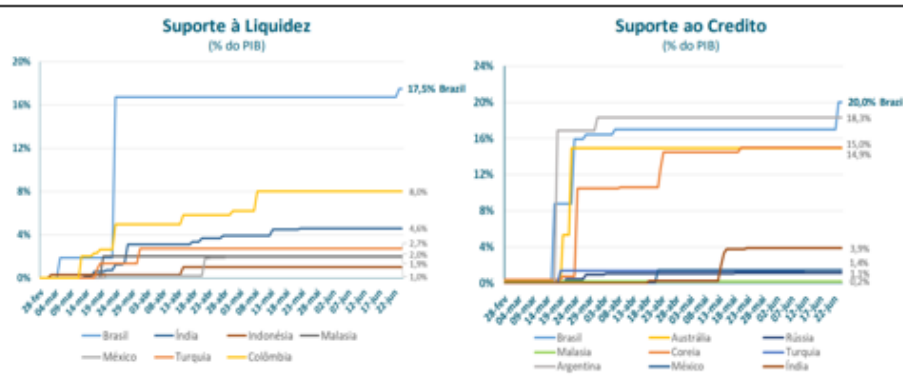
Não obstante, é verdade que o BCB se antecedeu a outros Bancos Centrais no mundo em outras frentes, sendo um dos primeiros a adotar medidas de suporte à liquidez e ao crédito

¹⁰ O Copom cortou 50, 75 e 75 pontos-base nas reuniões de março, maio e junho respectivamente.

¹¹ Esse princípio advoga que, sob incerteza dos parâmetros e da reação da economia, a autoridade monetária deve agir mais lenta e cautelosamente.

diante do contágio da incerteza sobre a economia. Até final de junho, a instituição contabilizou no total um potencial de liberação de liquidez de R\$1,27 trilhões (17,5% do PIB) - montante significativamente superior aos R\$117 bilhões (3,5% do PIB) disponibilizados durante a Crise Financeira de 2008 -, e de capital de R\$1,35 trilhão (18,5% do PIB).

Figura 13: Pacotes monetários anunciados por Bancos Centrais



Fonte: Banco Central do Brasil.

1º Bloco de Medidas

Na virada de fevereiro para março, o BCB apresentou o primeiro bloco de medidas, que incluiu a maior ação de liberação de liquidez no sistema já implementada pela instituição, de aproximadamente R\$135 bilhões. Desse movimento, R\$50 bilhões foram disponibilizados pela redução da alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos a prazo, de 31% para 25%, com vigência a partir de 13 de março. Concomitantemente, aperfeiçoaram as regras do Indicador de Liquidez de Curto-Prazo (LCR). Mais especificamente, elevaram a parcela dos compulsórios que pode ser considerada nesse indicador, reduzindo assim em R\$86 bilhões a exigência de carregamento de ativos líquidos de alta qualidade por parte das instituições financeiras.

Visando facilitar a renegociação de créditos de empresas e famílias o BCB dispensou, por 6 meses, bancos e cooperativas de aumentarem o provisionamento no caso de repactuação. Mantendo operações de crédito em curso e permitindo ajustes nos fluxos de caixa dos tomadores, as repactuações poderiam beneficiar aproximadamente R\$3,2 trilhões de créditos, pois devedores em situação mais delicada seriam obrigados a colocar provisionamento adicional como compensação pelo risco na hora da rolagem de suas dívidas. Bancos privados, por exemplo, aderiram a essa providência por um período de 2

meses e o BNDES por 6 meses. Uma semana e meia após o BCB apresentar tal medida, o FED instituiu um instrumento semelhante.

A redução do Adicional de Conservação de Capital Principal (ACCP) de 2,5% para 1,25% pelo prazo de um ano, com reversão gradual até março de 2022, possibilita maior segurança e melhores condições para os bancos realizarem eventuais renegociações e manterem seus fluxos de concessão de crédito. Tal medida gera uma folga adicional de capital no SFN de R\$56 bilhões, expandindo o potencial de crédito com um multiplicador implícito superior a onze vezes.

Por fim, a instituição retomou as operações de compra com compromisso de revenda, as chamadas compromissadas (*repo*), de títulos soberanos brasileiros denominados em dólar. Visando a redução de volatilidade desse mercado ao mesmo tempo em que oferece liquidez em dólar para os bancos nacionais, uma vez que as linhas de financiamento para ativos de vários países emergentes no exterior, Brasil incluso, estavam sendo retiradas por bancos estrangeiros, o que pressionava o *Credit Default Swap* desses países.

2º Bloco de Medidas

No dia 23 de março, a autoridade monetária do Brasil anunciou o segundo conjunto de medidas de modo a complementar o primeiro bloco. Para dar mais liquidez ao sistema bancário, houve uma flexibilização adicional dos depósitos compulsórios, com a redução da alíquota sobre recursos a prazo para seu nível mais baixo na história, de 25% para 17%, liberando mais R\$70 bilhões a partir de 30 de março.

Foi ativado também, preventivamente, o Novo Depósito a Prazo com Garantias Especiais (NDPGE). Tal mecanismo de proteção permite aos bancos aumentarem a captação de recursos por meio de depósitos garantidos pelo Fundo Garantidor de Créditos (FGC) em até 1 vez seu patrimônio líquido, limitado a R\$2 bilhões por instituição. Esse programa foi inicialmente implementado, com bastante sucesso, na crise de 2009, reestabelecendo o acesso de bancos menores a financiamento em moeda local. Dessa vez terá prazo de 18 meses.

Já a possibilidade de concessão de empréstimos pelo BCB com lastro em Letras Financeiras garantidas por operações de crédito permite a liberação de liquidez atualmente retida nas instituições financeiras. Essas LFs dos bancos seriam lastreadas através da securitização de suas carteiras de crédito de médio- e longo-prazo com

classificação de risco AA, A ou B. Ademais, para adicionar liquidez nos bancos e facilitar a concessão de R\$6,3 bilhões em crédito ao agronegócio, o BCB flexibilizou as regras das Letras de Crédito Agrícola (LCA).

Como forma de direcionar o capital e a liquidez, dando suporte ao mercado de capitais, foi criada a Linha Temporária Especial de Liquidez, válida até o fim de 2020. Por meio dessa operação, fica autorizado ao BCB conceder empréstimos em moeda local tomando como lastro debêntures de empresas adquiridas no mercado secundário. O programa representa uma inovação institucional, uma vez que até então a única garantia que o Banco Central poderia aceitar para injetar recursos no SFN eram títulos públicos. As operações serão garantidas pelos recursos compulsórios das instituições, eliminando o risco do BCB. O uso desses créditos corporativos privados como lastro desafiou o mercado de debêntures que estava sob imenso estresse devido à pouca liquidez.

Já através da ampliação do limite de recompra de Letras Financeiras de emissão própria de 5% para 20%, os bancos passaram a poder atender a demanda por liquidez de seus papéis no mercado. Muitos fundos detinham tais LFs mas não havia para quem vender como forma de fazer caixa frente aos resgates que passaram a sofrer desde o começo da pandemia.

Foi autorizado ainda a não dedução no capital dos efeitos tributários decorrente de *overhedge* de investimentos em participações no exterior. De forma a eliminar uma distorção tributária, a medida busca acabar com a necessidade do *overhedge* em operações no exterior, o que pode contribuir para reduzir a volatilidade nos mercados de dólar futuro e cupom cambial no Brasil. Antes, os bancos tinham necessidade de contratar *overhedge* para compensar perdas pelo descasamento entre a tributação da variação cambial e a tributação da realização do investimento no exterior. No entanto, o *overhedge* tende a intensificar os movimentos do câmbio nas duas direções, gerando uma volatilidade excessiva. Ao corrigir a tributação de variação cambial, a medida também suavizará progressivamente os movimentos cambiais, entrando em vigor em 2021 no percentual de 50% e, a partir de 2022, de 100%.

Outras Medidas

Em relação à operação do BCB no mercado aberto, duas mudanças foram introduzidas. Primeiramente, o prazo das operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais foi alongado, reduzindo o risco de *duration* dos bancos derivado da gestão de

liquidez. Em segundo lugar, o *spread* da janela de nivelamento de liquidez foi, excepcionalmente, reduzido de 65 para 10bps, mitigando riscos operacionais. Além disso, ações coordenadas junto do Tesouro Nacional têm dado suporte ao mercado de títulos públicos.

No mercado cambial, apesar de não haver uma meta específica para a taxa de câmbio, desde meados do ano passado o Banco Central vem atuando não só através dos leilões de *swap* e de linha como também via intervenções no mercado *spot* com a venda de dólares à vista¹². O uso do estoque de reservas cambiais, da ordem de 20% do PIB, ocorre em função do significativo fluxo de saída de dólares, movimento que se intensificou nos países emergentes com o avanço da pandemia. Além disso, em cooperação com o FED, foi estabelecida uma linha de *swap* de dólares no valor de US\$60 bilhões, o dobro do instituído pelo mesmo programa em 2008, ampliando a oferta potencial da moeda americana no mercado doméstico.

Deve-se destacar ainda o desenho de um novo instrumento de ação pelo BCB junto ao setor real da economia, de modo a garantir que o crédito chegue de fato ao tomador final. Promulgada pelo Congresso em maio, a emenda constitucional do Orçamento de Guerra (antiga PEC 10/2020) prevê, dentre outros assuntos, uma autorização para o Banco Central realizar operações de compra e venda de títulos públicos e privados nos mercados secundários doméstico e internacional em circunstâncias extraordinárias. Isto é, a autoridade monetária poderia tomar para si o papel de “comprador de última instância”.

Amparado na experiência internacional, o BCB buscou com essa nova emenda dar um passo em direção à uma maior evolução institucional, aumentando o arsenal a sua disposição e tomando parte do risco do mercado de crédito para si. Apesar dos programas de compras de ativos terem ganhado fama com os Bancos Centrais de economias avançadas (FED, BoJ, ECB, BoE), diversos países emergentes também possuem ferramentas similares: Tailândia, Filipinas, Colômbia, Polônia, República Checa, Turquia e África do Sul.

A princípio, a intenção do BCB não parece ser realizar um *Quantitative Easing* ao modo clássico tal qual países avançados durante a Grande Recessão, onde a expansão do balanço desses Bancos Centrais serviu como uma ferramenta integrante da política monetária frente impossibilidade de redução adicional das taxas de juros que se

¹²Em 2019 foram vendidos US\$36,9 bilhões e ao longo de 2020 US\$18,3 bilhões.

encontravam no *zero lower bound* ou em terreno negativo. Ao que tudo indica, o objetivo principal é realizar a chamada Operação *Twist*.

Tal artifício consiste na compra e venda de títulos públicos de diferentes maturidades como forma de reduzir a inclinação da curva de juros, visto que a piora recente na avaliação de risco do país pelos mercados aumentou a estrutura a termo da taxa de juros. Esse movimento na ponta longa neutraliza parte do estímulo dado pelos cortes na Selic pois distorce a precificação do crédito de mais longo-prazo para empresas e famílias, que em geral buscam linhas de mais de um ano. Tendo isso em mente, o BCB então faria um movimento de compra de títulos de vencimentos de médio/longo-prazo e tomaria recursos via venda de compromissadas ou títulos curtos nos mercados secundários, permitindo uma neutralidade de caixa, isto é, sem enxugar liquidez do sistema. Um possível efeito colateral, “menos danoso” nas palavras do presidente Campos Neto, seria o encurtamento de *duration*, piorando o perfil da dívida.

Além disso, a possibilidade de atuação direta do BCB no mercado secundário de títulos privados permitiria mitigar o chamado “empoçamento” de liquidez nos bancos, e fazer o crédito chegar mais facilmente na ponta. Devido ao enorme aumento da inadimplência e da insolvência em períodos de crise, as instituições financeiras preferem não repassar a liquidez via concessão devido ao medo de exposição a um elevado risco de crédito. Assim, com esse novo instrumento o BCB pode estabelecer uma linha direta com empresas não-financeiras, aumentando a capilaridade do crédito.

Conforme descrito na emenda, o novo instrumento tem como alvo ativos privados dos mercados financeiros, de capitais e de pagamentos de baixo risco (classificados na categoria BB- ou superior) com preferência aos emitidos por micro, pequenas e médias empresas. Porém, não estaria autorizado ao BCB atuar nos mercados de bolsa e cotas de fundos de investimento. Como contrapartida, os bancos que venderem tais ativos ficam proibidos de aumentar a remuneração dos membros de suas diretorias e conselhos de administração, além do pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório estabelecido em lei.

b) Pacote Fiscal

A política fiscal tem um papel essencial na luta contra a pandemia, através da transferência de recursos para a preservação de vidas e da mitigação dos efeitos recessivos da crise sobre emprego e renda, impedindo que esse choque transitório deixe danos permanentes na economia. Nesse sentido, no dia 16 de março o governo federal deu o primeiro passo em direção ao que se transformaria no maior pacote fiscal da história brasileira, cujo valor total - incluindo medidas fiscais, parafiscais, de crédito e regulatórias – correspondem, até o presente momento, a um potencial de R\$1,26 trilhão (17,3% do PIB)¹³.

Desse conjunto, faz-se necessário uma análise detalhada de cada uma das medidas de modo a identificar o impacto efetivo sobre o resultado primário consolidado de 2020 – e, por sua vez, sobre a dívida pública - dado que, mesmo excluindo as medidas de cunho parafiscais e regulatórias, ainda há aquelas que tratam da antecipação de despesas e postergação de receitas dentro desse mesmo ano calendário. Assim, excluindo as medidas de atuação dos bancos públicos o pacote fiscal tem uma potência de R\$887,7 bilhões (12,2% do PIB), dos quais R\$530,1 bilhões (7,3% do PIB) representam um impacto fiscal de fato, elevando o déficit público para o ano.

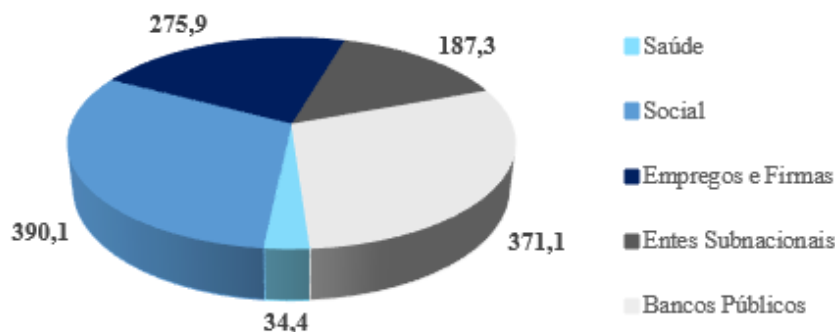
Calamidade Pública

Logo nas primeiras semanas da pandemia em território nacional, o governo federal solicitou ao Congresso Nacional a aprovação do decreto que reconhecia o Estado de Calamidade Pública no país (PDL 88/20) em vigor até 31 de dezembro do mesmo ano. Amparado no artigo 65 da Lei de Responsabilidade Fiscal, esse decreto desobrigou a União de cumprir a meta de resultado primário para o ano de 2020, estabelecida anteriormente em um déficit de R\$124,1 bilhões segundo o Orçamento da União. Permitindo, portanto, um aumento emergencial dos gastos e uma alocação de recursos nas áreas necessárias para o combate à pandemia, antevendo também uma perspectiva de queda acentuada na arrecadação.

¹³ Os cálculos dos valores referentes às medidas do Brasil e seus impactos fiscais são de autoria própria, baseados em dados divulgados por fontes oficiais.

O conjunto de medidas até agora anunciadas e em implementação pode ser subdividido de acordo com seu foco em cinco frentes: Saúde, Social, Empregos e Firms, Entes Subnacionais e Bancos Públicos.

Figura 14: *Breakdown* do pacote de resgate econômico do Brasil (R\$ bilhões)



Fonte: Ministério da Economia, BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal.

Saúde

Na primeira frente, as medidas de combate direto da pandemia no setor de saúde somam R\$34,4 bilhões até o momento. A maior parte delas são ações pelo lado da despesa como a abertura de crédito extraordinário para os Ministérios da Cidadania, Ciência e Tecnologia, Defesa, Educação, Justiça e Segurança Pública, Mulheres e Direitos Humanos, Relações Exteriores e, claro, da Saúde. Tais recursos visavam a compra de equipamentos de proteção individual (EPIs) e de testes, a repatriação de cidadãos brasileiros no exterior, promoção de pesquisa científica, produção de medicamentos e mais. Ademais, houve a postergação da realização do Censo do IBGE para 2021 e consequente realocação dos seus recursos para a pasta da Saúde.

O Congresso aprovou ainda o repasse de recursos para hospitais filantrópicos e Santas Casas para a compra de medicamentos e equipamentos via o Fundo Nacional de Saúde (FNS). Pode-se citar também a destinação do saldo do DPVAT para o SUS, porém como o há um debate jurídico a respeito dos direitos sobre o saldo, se pertencem ao governo ou ao setor privado, a implementação depende de decisão jurídica. De qualquer forma tal medida não impacta o primário, já que não é de fato um recurso do orçamento público.

Pelo lado das receitas, as alíquotas de imposto de importação (II) forem zeradas para uma lista de mais de 300 produtos médico-hospitalares. Bens essenciais na linha de frente do

enfrentamento de produção interna e externa foram isentos do imposto sobre produtos industrializados (IPI). Houve ainda a isenção temporária do PIS/COFINS sobre insumos necessários para a produção de medicamentos.

Social

Na segunda frente de batalha, com um montante de R\$390,1 bilhões, o foco é a proteção aos mais vulneráveis, isto é, aqueles que já se encontravam em uma situação prévia de pobreza e que ficarão mais desamparados ainda por não contarem com volumes de poupança mínimos, necessitando da assistência social. Nesse sentido, o governo federal optou pela antecipação do pagamento da primeira e da segunda parcela do 13º salário de aposentados e pensionistas do INSS, para abril e maio respectivamente. No ano de 2019, o número de beneficiários do INSS foi de 30,8 milhões de pessoas, tendo um valor médio de auxílio de R\$1,392¹⁴.

Concomitantemente, foi anunciada a antecipação para junho do pagamento do abono salarial, benefício de um salário mínimo concedido anualmente aos trabalhadores que recebem em média até dois salários mínimos, o que em 2018 representava 23,8 milhões de pessoas segundo dados da RAIS. Foi feito ainda um reforço ao programa Bolsa Família de modo que as mais de 1 milhão de famílias em espera na fila de ingresso no Cadastro Único fossem incluídas, juntando-se às 13,2 milhões em situação de pobreza que atualmente já recebem o benefício, cujo valor médio mensal foi de R\$190 per capita por família em fevereiro.

O Auxílio Emergencial, também conhecido como “Coronavoucher”, é talvez a medida que ganhou maior notoriedade. O programa prevê a transferência direta de R\$600/mês para trabalhadores informais, autônomos, microempreendedores individuais e desempregados por 3 meses. Posteriormente, trabalhadores do regime intermitente atualmente inativos e outras categorias como motoristas de taxi e de aplicativo, caminhoneiros e agricultores familiares, também passaram a ser elegíveis, expandindo o universo potencial de beneficiários. Mães solteiras responsáveis pelo sustento da família têm direito a um benefício dobrado, de R\$1,200 reais. Até meados de junho, o balanço oficial da Caixa apontava que cerca de 64 milhões de pessoas já haviam recebido o auxílio. No dia 30 de junho, o governo editou um decreto prorrogando o programa por

¹⁴ Dados do Boletim Estatístico da Previdência Social

mais dois meses, mantendo o valor de cada parcela em R\$600, o que elevou em cerca de R\$100 bilhões o seu orçamento final.

Foi editada ainda uma Medida Provisória que extingue o fundo PIS/PASEP, transfere seu patrimônio para o FGTS e autoriza o saque extraordinário de até R\$1,045 por trabalhador das mais de 60 milhões de contas existentes entre junho e dezembro de 2020. Por fim, foi decretada a redução a zero da alíquota de IOF incidente sobre operações de crédito por 3 meses, o adiamento do prazo final de submissão da declaração do IRPF de abril para junho, e a isenção do pagamento da conta de eletricidade para os consumidores de baixa renda incluídos na Tarifa Social de Energia Elétrica (TSEE) entre abril e junho.

Empregos e Firmas

Na terceira frente, com R\$275,9 bilhões em jogo, o objetivo das medidas é garantir a sobrevivência das empresas nesse período de queda de receitas (principalmente pequenas e médias) e, como consequência, a proteção ao emprego e à renda.

Assim, como forma de propiciar um alívio de caixa às companhias foi concedido no âmbito da arrecadação o diferimento do prazo de pagamento do FGTS e dos tributos federais, estaduais e municipais que compõem o Simples Nacional por 3 meses. Paralelamente, foi concedida a prorrogação do prazo de recolhimento do PIS/PASEP, Cofins e contribuição previdenciária patronal por 2 meses e a redução de 50% das contribuições do Sistema S por 3 meses. Essas medidas tributárias permitem reduzir o custo de manutenção dos empregos já que incidem sobre a folha de salários, e não possuem impacto fiscal, pois ou não transitam pelo orçamento público - como o Sistema S e o FGTS - ou terão seus pagamentos feitos ainda dentro deste ano calendário.

A criação do Programa Emergencial de Suporte a Empregos (PESE) foi um passo adiante nessa mesma direção. A medida consiste em uma linha de crédito com condições especiais para financiamento da folha de pagamentos de micro e pequenas empresas por dois meses, podendo atingir 1,4 milhão de firmas. A concessão do empréstimo é limitada a no máximo dois salários mínimos por trabalhador e o dinheiro vai direto para a conta do empregado, estando a empresa que aderir impedida de demitir seus funcionários durante o referido período e os 60 dias posteriores. Como forma de suavizar as condições do financiamento, a linha não tem *spread* de juros, isto é, a taxa cobrada é equivalente à taxa Selic, mesmo custo de captação dos bancos.

O programa contou com um desenho no qual dos R\$40 bilhões destinados, 85% dos recursos são subsidiados pelo Tesouro Nacional operacionalizado via BNDES e os outros 15% por bancos privados. Essa partilha de risco minimiza a chance de adoção de critérios muito rígidos na hora da concessão, em um problema de seleção adversa, e também eleva a probabilidade de o agente público reaver seus recursos já que o setor privado possui uma *expertise* muito maior em recuperação de dívidas inadimplentes, tendo incentivo para tal. No entanto, até o momento o programa teve uma adesão relativamente baixa, devido, principalmente, à cláusula de não demissão e dificuldades de acesso pelas empresas de menor porte.

Ainda no tema do crédito, foi lançado o Fundo Garantidor de Operações (FGO), gerido pelo Banco do Brasil, com R\$15,9 bilhões de capitalização pelo Tesouro Nacional que servirá para avaliar empréstimos concedidos no âmbito do Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (PRONAMPE). O governo instituiu também o Programa Emergencial de Acesso a Crédito, concedendo garantias e facilitando o acesso a novos empréstimos por PME's, com aporte inicial de R\$5 bilhões, mas podendo chegar ao quádruplo desse valor. Através dos recursos do PROGER do FAT uma outra linha de crédito, focada em financiar empreendimentos de menor porte, foi concedida. Houve ainda a disponibilização de recursos dos Fundos Constitucionais de Financiamento do Norte (FNO), do Nordeste (FNE) e do Centro-Oeste (FCO) em crédito para capital de giro e investimento.

Outras medidas nesse contexto englobam um acordo com a FEBRABAN onde os 5 maiores bancos do país (Banco do Brasil, Caixa, Itaú Unibanco, Bradesco e Santander) prorrogaram por 60 dias os vencimentos das dívidas de pessoas físicas e jurídicas, além da suspensão do pagamento de dividendos até 30 de setembro de instituições financeiras, segundo determinação do Conselho Monetário Nacional.

Em termos de legislação trabalhista, foi editada uma medida provisória criando o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (PEMER). Essa MP autoriza as empresas a reduzirem proporcionalmente as jornadas de trabalho e os salários em 25%, 50% e 70% por até 3 meses. Para os trabalhadores que recebem até 1 salário mínimo e tiverem redução de carga horária e salarial, estipulou-se o Benefício Emergencial (BEm) para repor o valor restante do salário até o mínimo, não importando a proporção da redução. Para aqueles que recebem mais de 1 salário mínimo, o BEm

antecipa parte do seguro-desemprego a que teriam direito em caso de demissão em um montante proporcional à taxa de redução da jornada. Além disso, possibilita a suspensão do contrato de trabalho por até 2 meses com um adiantamento de 70% do seguro desemprego caso a empresa continue pagando 30% do salário original, ou o pagamento do benefício completo no período.

Dados divulgados recentemente pelo Ministério da Economia revelam que cerca de 11,7 milhões de empregos foram preservados devido a esse programa emergencial, o que representa cerca de 30% dos trabalhadores formais do setor privado, dos quais 5,4 milhões em acordos de suspensão temporária do contrato de trabalho e 6,1 milhões devido à redução proporcional de jornada e salário. Vale ressaltar que discussões recentes no sentido de prorrogação do programa por mais dois meses vêm ganhando terreno no debate político. Por fim, outra MP flexibilizou temporariamente as regras da CLT, permitindo acordos entre empresas e funcionários no que tange a: teletrabalho, antecipação de férias e feriados, uso de banco de horas invertido e mais.

Entes Subnacionais

Na quarta frente, o valor total alcança R\$187,3 bilhões. Em acordo com o Congresso, o governo federal sancionou um pacote de socorro financeiro aos governos subnacionais através de repasses diretos pela União, em quatro parcelas, num total de R\$60 bilhões. Grande parte desses recursos, R\$50 bilhões, funcionarão como compensação por eventuais quedas de arrecadação de impostos - principalmente o ICMS e o ISS - por parte dos entes federativos devido a contração na atividade. A partilha desse montante foi feita com estados e municípios recebendo o equivalente a 60% e 40% respectivamente. Os R\$10 bilhões restantes seriam destinados a ações no âmbito da saúde e assistência social, tendo os estados direito a 70% desses recursos e os municípios a 30%.

O texto suspende ainda as dívidas desses governos subnacionais com a União e o pagamento das dívidas previdenciárias dos municípios, além de permitir a renegociação dos empréstimos com bancos públicos e organismos internacionais. Como contrapartida ao socorro, o projeto prevê a proibição de reajuste salarial para todas as categorias de servidores públicos das três esferas do poder até dezembro de 2021, em um movimento que significa uma economia nos gastos com funcionalismo, uma das maiores rubricas em termos de despesa no Orçamento.

Por fim, o governo federal se comprometeu a complementar em R\$16 bilhões os Fundos de Participação de Estados (FPE) e Municípios (FPM) a título de compensação financeira contra eventual queda de arrecadação nos impostos que abastecem ambos (IPI e imposto de renda). A transferência foi dividida em quatro parcelas mensais com o objetivo de manter os repasses da União para os fundos no mesmo nível de 2019.

Bancos Públicos

Na última frente, o governo agiu via bancos públicos com uma política parafiscal de R\$371,1 bilhões, dos quais BNDES, Caixa e BB respondem por R\$37, R\$100 e R\$234,1 bilhões respectivamente.

O BNDES, maior banco de fomento do Brasil: (i) suspendeu temporariamente os pagamentos de juros e principal de financiamentos diretos e indiretos para empresas, mantendo o prazo total de maturidade; (ii) reforçou as linhas de crédito de capital de giro para micro, pequenas e médias empresas por meio de bancos repassadores e *fintechs*; (iii) bem como estabeleceu uma linha emergencial para empresas do ramo de saúde.

Ao mesmo tempo, o Banco do Brasil: (i) elevou os recursos disponíveis para capital de giro, investimentos e antecipação de recebíveis; (ii) expandiu o crédito agrícola e para PFs; (iii) liberou recursos para estados e municípios financiarem a compra de equipamentos e obras de saúde.

Já a Caixa Econômica Federal estabeleceu: (i) reforço das linhas de crédito de capital de giro, em especial para parte imobiliária de PMEs; (ii) compra de carteira de bancos médios focados em consignado e automóveis; (iii) expansão do crédito agrícola para financiar a safra-ano 2020/2021; (iv) reestruturação de dívidas e liberação de recursos em linhas destinadas a Santas Casas e hospitais filantrópicos que prestam serviço ao SUS; (v) linha de crédito imobiliário para o setor de construção civil; (vi) redução nas taxas de juros e pausa no pagamento de dívidas por 3 meses; e (vii) crédito em parceria com o Sebrae por meio do Fundo de Aval para Micro e Pequenas Empresas (FAMPE).

Orçamento de Guerra

Apesar do decreto de Calamidade Pública permitir ao Setor Público Consolidado incorrer em um déficit primário superior à meta estabelecida previamente no Orçamento de 2020, algumas normas fiscais constitucionais ainda estariam em vigor, restringindo a capacidade de elevação do gasto federal no ano. Em virtude disso, como forma de prover

maior segurança jurídica às ações do governo, foi apresentada pelo Congresso, no dia 1 de abril, a PEC 10/2020, também conhecida como PEC do Orçamento de Guerra. A proposta institui um regime extraordinário fiscal, uma espécie de orçamento paralelo, segregando as despesas emergenciais de combate à COVID-19 do Orçamento Geral da União, de modo que esses gastos não estejam sujeitos a regras de controle da dívida pública, como o Teto de Gastos e a Lei de Responsabilidade Fiscal.

Especificamente, a agora emenda constitucional autoriza a União a realizar operações de crédito (emissão de títulos federais) em montante superior aos gastos com capital, isto é, a descumprir a Regra de Ouro. Tal mecanismo constitucional impede o governo de se endividar para pagar despesas correntes, como salários, aposentadorias e custeio da máquina pública, cuja violação seria considerada um crime de responsabilidade. A matéria permite também processos mais rápidos para compras, realização de obras e contratação de serviços e pessoal temporário. A emenda, promulgado em maio, vigorará enquanto o Estado de Calamidade Pública perdurar, ou seja, até 31 de dezembro deste ano.

Desde a deflagração da pandemia, os gastos associados às medidas econômicas de mitigação de danos da pandemia têm sido financiados por meio de créditos extraordinários, os quais não estão sujeitos, neste exercício, às principais regras fiscais. Tais despesas não estão limitadas aos contornos da meta de resultado primário uma vez que o decreto de calamidade pública dispensou o governo de seu cumprimento, e não estão sujeitas à restrição do Teto de Gastos pois tais créditos constituem-se como exceções previstas à regra constitucional¹⁵. Até o presente, mais de dezoito medidas provisórias foram editadas autorizando a abertura de créditos extraordinários com essa finalidade.

A principal fonte desses recursos tem sido o superávit financeiro da Conta Única do Tesouro Nacional, atualmente responsável por cerca de 97% do total do financiamento, sendo o restante oriundo do cancelamento de despesas primárias previstas anteriormente. Não obstante, a emenda do Orçamento de Guerra, ao dispensar a observância da Regra de Ouro durante o período de calamidade, permitirá que tais despesas passem a ser financiadas por meio de emissão de títulos da dívida.

¹⁵ No § 6º do art. 107 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.

5. Revisão de Literatura

a) Restrição Orçamentária

Para avaliar o impacto do pacote econômico de combate aos efeitos da COVID-19 na economia sobre o déficit primário, a trajetória da dívida bruta e, conseqüentemente, o equilíbrio fiscal de longo-prazo do Brasil é necessário, primeiro, retomarmos à discussão teórica acerca da restrição orçamentária intertemporal do governo e da sustentabilidade fiscal.

Fischer e Easterly (1990) destacam que há diferentes formas de se financiar déficits públicos. A primeira envolve o artifício da emissão de moeda, a chamada receita de senhoriagem. Porém, se feito de modo que o crescimento nominal da moeda for superior ao da demanda por encaixes reais isso afeta as expectativas dos agentes e gera problemas inflacionários. A segunda forma ocorre pelo emprego do estoque de reservas internacionais acumuladas. No entanto, a venda desse ativo implica em um aumento da vulnerabilidade externa, expondo o país a uma crise de balanço de pagamentos e ataques especulativos contra a taxa de câmbio. Por fim, há o endividamento através da emissão de títulos públicos, seja com credores externos ou domésticos.

O endividamento do setor público constitui-se, então, como um mecanismo central para a política econômica, pois é através dele que a provisão de bens e serviços, via elevação de gastos por parte do governo, pode se dissociar cronologicamente de sua contrapartida fiscal, isto é, da arrecadação de impostos necessários para o seu financiamento. O fundamento teórico desse mecanismo de alocação ótima das políticas públicas se dá pela condição de restrição orçamentária intertemporal do governo, segundo a qual o valor corrente da dívida pública mais juros não pode ser superior à soma do valor presente de todos os fluxos futuros de superávit primário (saldo entre receitas e despesas não-financeiras).

Dizemos que uma dívida pública é sustentável quando a autoridade adota uma política fiscal crível, na qual a soma do esforço de poupança futuro é suficiente para honrar os valores estipulados contratualmente, de modo que a restrição orçamentária do governo é satisfeita sem rupturas na política fiscal e monetária. Esse pressuposto de não ruptura é essencial para essa forma de financiamento das despesas públicas funcionar plenamente, pois, em última instância, é possível ao governo lançar mão de certos artifícios para o não

cumprimento do acordado, como o não pagamento parcial ou total, e ainda a monetização da dívida, de modo a garantir a consistência matemática da equação de restrição orçamentária.

Em ambos os casos, seja em uma reestruturação unilateral de cláusulas estipuladas no contrato - como redução de taxas de juros, ampliação de prazos e *default* parcial - ou em uma corrosão do valor real da dívida - via emissão excessiva de moeda -, o mecanismo do endividamento deixa de cumprir com efetividade o seu papel. Além, claro, dos efeitos colaterais esperados sobre a credibilidade externa do país, o custo de financiamento futuro, elevação da taxa de juros estrutural, instabilidade do sistema financeiro nacional, um eventual problema de dominância fiscal e o descontrole inflacionário.

Formalmente, a modelagem tradicional sobre o equacionamento da restrição orçamentária intertemporal envolve a restrição-fluxo do governo e a condição de transversalidade, como mostram Blanchard et al (1990), Buiters e Patel (1992) e Rogoff e Obstfeld (1996). Portanto, partindo da definição de déficit nominal como variação do estoque da dívida entre dois períodos discretos e consecutivos (1) e como a soma, em cada período, do pagamento de juros mais o déficit primário (2), temos então a equação de evolução da dívida pública (3):

$$(1) B_t - B_{t-1} = \text{déficit nominal}_t$$

$$(2) \text{déficit nominal}_t = r_t * B_{t-1} + G_t - T_t$$

$$(3) B_t - B_{t-1} = r_t * B_{t-1} + G_t - T_t$$

Onde usamos r_t para denotar a taxa de juros real incidente sobre o estoque da dívida anterior, B_t como o valor nominal da dívida do governo no final do ano t , G_t e T_t são, respectivamente, os gastos e as receitas¹⁶ públicas não-financeiras no período t . Assim derivamos a equação de restrição-fluxo do governo (4):

$$(4) B_t = (1 + r_t) * B_{t-1} + G_t - T_t$$

Da qual, recursivamente, obtemos:

$$(5) B_t = \frac{B_{t+s}}{\prod_{v=1}^s (1+r_{t+v})} + \sum_{v=1}^s \frac{T_{t+v} - G_{t+v}}{\prod_{j=1}^v (1+r_{t+j})}$$

¹⁶ A definição de receita pública aqui adotada inclui arrecadação tributária e receita de senhoriagem. Esta última, sob pressuposto de não ruptura da política monetária, é igual a zero.

Já a condição de transversalidade (6) impõe que, sob um horizonte de tempo suficientemente longo, o valor presente da dívida não pode ser positivo. Assim, conforme apresentado em Rogoff e Obstfeld (1996), elimina-se a possibilidade de governos rolarem permanentemente suas dívidas através da emissão de nova dívida, sem nunca as pagarem de fato, o chamado esquema de *Ponzi*. De modo análogo, entende-se que os agentes não podem se endividar eternamente com o governo (na condição de credor), justificando o uso de igualdade ao invés da desigualdade na condição:

$$(6) \lim_{s \rightarrow \infty} P_t * B_{t+s} \leq 0 \quad , \text{ onde } P_t = \frac{1}{\prod_{v=1}^s (1 + r_{t+v})}$$

Substituindo a condição de transversalidade (6) na equação de restrição-fluxo (5) obtemos a restrição orçamentária intertemporal do governo (7), a qual define que o valor presente dos resultados primários futuros deve ser igual ao montante atual da dívida pública. Isto é, que o governo deve ser capaz de fazer um esforço de poupança futuro na forma de superávits primários suficiente para financiar os gastos correntes e amortizar sua dívida, acrescida de juros, inteiramente:

$$(7) B_t = \sum_{v=1}^{\infty} \frac{T_{t+v} - G_{t+v}}{\prod_{j=1}^v (1 + r_{t+j})}$$

Dentro do contexto de sustentabilidade, devemos considerar paralelamente o fator do crescimento econômico do país. O simples valor absoluto da dívida pouco nos informa acerca da capacidade de solvência de um governo sem conhecermos o tamanho de sua economia, visto que os fluxos de superávits dependem, em última análise, da capacidade de produção dessa economia no futuro. Nesse sentido, a literatura passou a utilizar a razão dívida/PIB como um bom indicador de solvência. No modelo, Y_t representa o PIB do país no período t e g_t a respectiva taxa de crescimento real da economia no ano:

$$(8) \frac{B_t}{Y_t} = (1 + r_t) * \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{Y_{t-1}}{Y_t} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

$$(9) \frac{B_t}{Y_t} = \frac{(1 + r_t)}{(1 + g_t)} * \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

$$(10) \frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} * \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

A equação (10) nos revela que a dinâmica da razão dívida/PIB depende fundamentalmente do desvio entre taxa de juros real e taxa de crescimento, da razão

dívida/PIB prévia e do resultado primário corrente como porcentagem do PIB. No caso de custo de carregamento ser maior do que a taxa de crescimento do país ($r_t > g_t$) o governo precisaria incorrer em superávits para evitar que a razão dívida/PIB aumente. Inversamente, em economias onde a taxa de crescimento supera a taxa de juros real ($r_t < g_t$) vemos que o lado direito da equação se torna negativo, significando que o governo pode incorrer em sucessivos déficits e, ainda assim, a razão dívida/PIB poderia se manter constante indefinidamente.

Blanchard et al. (1990) definem esse último caso como economias dinamicamente ineficientes, em que a taxa de retorno de capital supera a de crescimento, levando a um acúmulo excessivo de capital e a possibilidade de ampliação do consumo presente sem necessidade de esforço de poupança das gerações futuras. Nesse caso, a condição de transversalidade, definida como não-*Ponzi*, não é satisfeita.

Semelhantemente, Fischer e Easterly (1990) argumentam que no longo-prazo tal situação não se sustenta, apesar de reconhecerem que, empiricamente, algumas experiências modernas evidenciam que de fato esse fenômeno pode ocorrer, como em períodos quando uma alta inflacionária produz taxas de juros reais baixas - ou até negativas - e em economias que passam por um processo de rápido crescimento.

Mais recentemente, o fenômeno da armadilha da liquidez levou alguns países desenvolvidos a conviverem com taxas de juros nominais próximas a zero ou negativas, o chamado *zero-lower-bound*. Tal situação deve ser mantida no futuro próximo pós-pandemia, dado a ancoragem das expectativas de inflação em níveis inferiores às metas e ao *forward guidance* promovido pelos Bancos Centrais desses países, trazendo questionamentos quanto a efetiva insustentabilidade de longo-prazo dessa ineficiência dinâmica.

b) O Modelo

O modelo apresentado acima neste capítulo prescreve o comportamento de um mundo determinístico. Porém, para que um exercício de previsão leve a conclusões críveis deve-se acrescentar o fator da incerteza, uma vez que não há somente uma trajetória inequívoca para o resultado primário, e sim inúmeras trajetórias possíveis, todas satisfazendo a restrição orçamentária. Concomitantemente, no caso estocástico, existe uma infinidade

de taxas de desconto factíveis, cada uma atrelada a uma realização de um estado da natureza com características de risco distintas, alterando o valor presente dos resultados primários acumulados. Assim, de modo a incorporar certa incerteza, optou-se neste trabalho pela adoção de dois exercícios baseados na literatura referente à dinâmica da razão dívida/PIB (10), conforme descrito neste capítulo, porém reconhecendo a possibilidade de cenários alternativos.

Blanchard et al (1990) adotam um conceito no qual uma razão dívida/PIB estável é condição suficiente para a garantia de sustentabilidade fiscal. Assim, o primeiro exercício envolve a estimação da necessidade de financiamento do setor público condizente com a estabilização da dívida PIB no nível esperado para 2020 dado cada par potencial de valores de taxa de juros real de longo-prazo e de taxa de crescimento do PIB potencial.

Desse modo, o presente trabalho construiu uma tabela de dupla entrada contendo para cada hipótese de custo de carregamento da dívida e de taxa de crescimento potencial da atividade no país o esforço de poupança futuro necessário para a estabilização da dívida em relação ao nível do PIB a partir de seu valor em 2020, estimado pelo autor. Para se alcançar tal estimativa foram utilizadas as expectativas de mercado para certas variáveis macroeconômicas, principalmente sobre a atividade, bem como a incorporação de eventos como a menor arrecadação associada à queda no preço internacional do petróleo e o impacto esperado dos gastos do pacote econômico de combate a COVID-19 sobre o resultado primário do corrente ano.

Para o segundo exercício, ainda à luz da teoria apresentada anteriormente, buscou-se simular a dinâmica da dívida incorporando certa incerteza através da elaboração de cenários alternativos, cada qual contendo projeções distintas acerca de variáveis macrofiscais relevantes. Apesar de sujeita a elevada volatilidade nas projeções devido ao alto grau de incerteza da conjuntura, essa metodologia se torna especialmente interessante no atual contexto pois, assim, evita-se a “rigidez” de modelos econométricos imbuídos do pressuposto de que as relações econômicas do passado contidas na estrutura de dependência linear dos dados se repetirão no futuro. Tal hipótese soa, em certa medida, questionável em virtude da característica disruptiva e sem precedente do impacto que pandemia global em andamento trouxe para a política fiscal, podendo ser percebido como uma quebra estrutural.

Assim, em semelhança ao que a Secretaria de Política Econômica estima no anexo de metas fiscais do projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) - enviado anualmente ao Congresso Nacional -, foram construídos pelo autor três cenários para a trajetória futura da dívida pública em um horizonte de 10 anos, entre 2020-29, representando três estados da natureza distintos.

Além disso, os resultados obtidos neste trabalho foram comparados com a trajetória estimada para o mesmo período pela Secretaria do Tesouro Nacional na edição de fevereiro de 2020 de seu Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública. O exercício em questão se mostra bastante interessante visto que foi a última projeção oficial da trajetória da razão dívida/PIB livre de qualquer efeito oriundo da pandemia, constituindo-se assim de um bom instrumento de comparação para quantificar o impacto do pacote econômico de resposta à COVID-19 sobre o equilíbrio fiscal e a sustentabilidade da dívida pública do Brasil.

c) Dados

Para a realização de ambos os exercícios uma gama de dados macroeconômicos de fácil acesso foi utilizada. A maior parte dos dados históricos necessários se encontram disponíveis no site do Sistema Gerados de Séries Temporais do Banco Central do Brasil, da Secretaria do Tesouro Nacional e do IPEA Data.

O modelo de sustentabilidade foi montado com base em uma frequência anual, de modo que a maior parte dos dados utilizados fazem referência ao final de cada ano, como: a taxa de crescimento do PIB real, o nível do PIB nominal, a taxa de inflação segundo o IPCA e o deflator do PIB, a meta para a taxa Selic, os indicadores fiscais de receita e despesa primária que compõem o resultado do governo central, os resultados de estados, municípios e empresas estatais, bem como o próprio estoque da dívida bruta do governo geral (DBGG). Excepcionalmente, o IPCA foi coletado também em uma frequência mensal dado que a regra de reajuste do Teto de Gastos se dá pela inflação acumulada nos últimos 12 meses finda no mês de junho do exercício financeiro anterior.

Para os valores projetados (entre 2020-29) os parâmetros que serviram de insumo para o cenário base no modelo, como a taxa de crescimento do PIB real, taxa de juros Selic e o

IPCA, foram baseados nos dados do Boletim Focus¹⁷ do Banco Central segundo a mediana das expectativas dos agentes de mercado participantes. Os valores restantes, tanto para o cenário base quanto para os cenários extremos, contém hipóteses de autoria própria e estimativas resultantes do modelo.

Por fim, no box de inflação “Taxa de juros estrutural e condução da política monetária no Brasil” do Relatório de Inflação de setembro de 2017, o Banco Central apresenta um levantamento junto aos participantes da pesquisa Focus sobre suas estimativas da taxa de juros neutra no curto-prazo e de dois e de cinco anos à frente. As estatísticas desse levantamento serviram como base para as hipóteses de taxa de juros neutras de longo-prazo no presente estudo.

Já os valores individuais das medidas que compõe o pacote econômico foram obtidos em grande parte através de uma extensa pesquisa em fontes oficiais. Foram usadas notas técnicas, discursos e comunicados de autoridades e apresentações disponibilizadas pelo Ministério da Economia, suas secretarias, autarquias, bancos públicos e pela própria Presidência da República, no âmbito das medidas fiscais, e pelo Banco Central do Brasil, acerca das de cunho monetário.

¹⁷ Edição de 22 de junho de 2020.

6. Resultados

a) Impactos e Cenário

Como forma de mensurar o impacto da pandemia sobre o equilíbrio fiscal do Brasil, o presente trabalho buscou alcançar, através de uma pesquisa minuciosa, uma estimativa para o valor final do pacote econômico de mitigação dos danos do distanciamento social sobre a atividade econômica doméstica e incorpora tal resultado na dinâmica da dívida pública para os próximos 10 anos.

Nesse sentido, conforme visto no Capítulo 4, o pacote de estímulos monetário anunciado e operacionalizado pelo Banco Central soma R\$1,27 trilhão (17,5% do PIB) em elevação de liquidez e R\$1,35 trilhão (18,5% do PIB) em liberação potencial de crédito. Sob a ótica das medidas fiscais, parafiscais, de crédito e regulatórias fiscal, soma-se um valor de R\$1,26 trilhão (17,3% do PIB). Se nos restringirmos ao Governo Geral, excluindo os bancos públicos, foi anunciado o maior pacote de estímulos da história brasileira. Seu valor total corresponde, até o presente momento, a um potencial de R\$887,7 bilhões (12,2% do PIB).

Desse montante, estimou-se que o impacto fiscal final do pacote sobre o resultado primário consolidado de 2020 – e, por sua vez, sobre a dívida pública – seria de R\$530,1 bilhões (7,3% do PIB) bilhões, dado que, mesmo excluindo as medidas de cunho parafiscal e regulatórias, ainda há aquelas que tratam da antecipação de despesas e postergação de receitas dentro desse mesmo ano calendário. Desse total, R\$513,9 bilhões (7,1% do PIB) são referentes a elevação de gastos, com destaque para o Auxílio Emergencial (Coronavoucher), o programa de suplementação de salários (PEMER) e o de financiamento para folha de pagamento (PESE), e R\$16,2 bilhões (0,2% do PIB) relacionados a renúncia de receitas, como o IOF, IPI e imposto de importação.

Não obstante, o efeito da COVID-19 na economia não se restringe somente ao canal de elevação de gastos e renúncia de receitas no âmbito das medidas governamentais anunciadas. A situação das contas públicas também foi fortemente atingida no lado das receitas pela contração da atividade e a aguda queda nos preços internacionais do petróleo.

A arrecadação tributária possui uma forte correlação com o nível de atividade econômica. Alguns estudos apontam para um valor de elasticidade receita-PIB em geral próximo ou

abaixo de 1 para os tipos de receitas sensíveis à atividade como as administradas (pela Receita Federal) e previdenciárias (INSS)¹⁸. Essa elasticidade varia com a ocorrência de eventos não-recorrentes e com o ciclo econômico, visto que durante recessões o fechamento de empresas e aumento de demissões reduz a formalização no mercado de trabalho e, conseqüentemente, a base tributável do governo.

Paralelamente, as receitas não-administradas também serão menores em 2020 dado a dinâmica desfavorável do preço internacional do petróleo. O forte choque negativo de demanda advindo da pandemia e a perspectiva de recuperação global mais lenta fizeram com que o preço do barril do petróleo desabasse. Esse movimento foi intensificado devido a tensões geopolíticas entre Arábia Saudita e Rússia, dois dos maiores exportadores do mundo, ocorridas em meados de abril que culminaram na elevação da oferta da *commodity* no mercado internacional. Apesar de ter recuperado parte da queda, o atual nível ainda é historicamente baixo, e, com poucas perspectivas de melhoras relevantes à frente, as receitas de *royalties* e de participação serão significativamente afetadas.

Tendo em mente essas ponderações sobre o impacto fiscal do pacote e os efeitos colaterais sobre a arrecadação, e aplicando o ferramental metodológico das contas públicas visto no Capítulo 5, o presente estudo chegou a uma estimativa para o déficit primário em 2020 de R\$961 bilhões (-13,9% do PIB), o que elevaria a razão dívida/PIB nesse ano para o patamar de 94,8% do PIB (vs. 75,8% do PIB em 2019). Tal projeção utiliza como premissa uma taxa de crescimento do PIB real de -6,5% a.a., de inflação de 1,6% a.a. e para a taxa Selic de 2,0% a.a., em linha com a mediana das expectativas dos agentes de mercado participantes do Boletim Focus mais recente.

Tomando esse resultado como ponto de partida, o primeiro exercício deste trabalho busca apresentar uma sensibilidade da necessidade de financiamento do setor público condizente com a estabilização da razão dívida/PIB no nível estimado pelo autor para 2020. Considerando cada par potencial de valores de taxa de juros real de longo-prazo, representando o custo de carregamento da dívida, e de taxa de crescimento do PIB potencial, a Tabela 2 apresenta o esforço de poupança futuro necessário para a estabilização da razão dívida em 94,8% do PIB a cada ano, o que seria condição suficiente para a garantia de sustentabilidade fiscal conforme visto no Capítulo 5.

¹⁸ **BARROS, Gabriel; CASALECCHI, Alessandro.** A Variação da Receita em Resposta à Atividade Econômica. *IFI, Nota Técnica nº 19, 2018.*

Tabela 2: Necessidade de financiamento do setor público (valores positivos superávits, valores negativos déficits)

		Taxa de Crescimento do PIB Potencial (%)															
		1,0	1,3	1,6	1,9	2,2	2,5	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0	4,3	4,6	4,9	5,2	5,5
Taxa de Juros Real de Longo Prazo (%)	1,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7	-3,0	-3,3	-3,5	-3,8	-4,0
	1,3	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7	-3,0	-3,3	-3,5	-3,8
	1,6	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7	-3,0	-3,2	-3,5
	1,9	0,8	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,6	-1,9	-2,2	-2,4	-2,7	-3,0	-3,2
	2,2	1,1	0,8	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,6	-1,9	-2,2	-2,4	-2,7	-3,0
	2,5	1,4	1,1	0,8	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,6	-1,9	-2,2	-2,4	-2,7
	2,8	1,7	1,4	1,1	0,8	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,6	-1,9	-2,2	-2,4
	3,1	2,0	1,7	1,4	1,1	0,8	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1	-1,4	-1,6	-1,9	-2,2
	3,4	2,3	2,0	1,7	1,4	1,1	0,8	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1	-1,4	-1,6	-1,9
	3,7	2,5	2,2	2,0	1,7	1,4	1,1	0,8	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1	-1,4	-1,6
	4,0	2,8	2,5	2,2	2,0	1,7	1,4	1,1	0,8	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1	-1,3
	4,3	3,1	2,8	2,5	2,2	1,9	1,7	1,4	1,1	0,8	0,5	0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-1,1
	4,6	3,4	3,1	2,8	2,5	2,2	1,9	1,7	1,4	1,1	0,8	0,5	0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,8
	4,9	3,7	3,4	3,1	2,8	2,5	2,2	1,9	1,7	1,4	1,1	0,8	0,5	0,3	0,0	-0,3	-0,5
	5,2	3,9	3,7	3,4	3,1	2,8	2,5	2,2	1,9	1,7	1,4	1,1	0,8	0,5	0,3	0,0	-0,3
5,5	4,2	3,9	3,6	3,3	3,1	2,8	2,5	2,2	1,9	1,6	1,4	1,1	0,8	0,5	0,3	0,0	

Fonte: Autoral.

Porém, forçar o governo ano após ano, e de forma abrupta já em 2021, a ajustar seus níveis de receitas e despesas para incorrer em superávits primários de modo a satisfazer tal regra significa eliminar o papel fundamental do endividamento público. Tal política impediria uma alocação intertemporalmente ótima, dissociando cronológica as despesas e o seu financiamento de acordo com as possibilidades e necessidades econômicas de cada exercício financeiro.

Mais do que ser factível do ponto de vista econômico, a trajetória do ajuste fiscal precisa ser politicamente viável. Trajetórias que adiem o esforço de austeridade fiscal e que não impliquem necessariamente na constância da relação dívida/PIB permitem ao governo realizar o ajuste de forma mais gradual e socialmente mais aceitável, permitindo inclusive que a razão cresça no curto-prazo. Portanto, o indicador dívida/PIB deve ser determinado endogenamente.

Além disso, ignorar o efeito de retroalimentação entre dívida e suas variáveis determinantes pode levar a estimações incorretas. Favero e Giavazzi (2007) introduzem nessa discussão a possibilidade de que impostos, despesas e taxas de juros, além de naturalmente afetarem a dinâmica da dívida, serem afetadas pelo nível dela após a ocorrência de choques fiscais. Os autores ressaltam que o fato de essas variáveis macrofiscais assumirem valores distintos dependendo da forma como o governo opta por

distribuir intertemporalmente o ajuste fiscal é surpreendentemente omitido em análises com modelos VAR, especialmente o efeito de choques fiscais sobre a taxa de juros de longo-prazo.

Dito isso, o segundo exercício busca incorporar cenários alternativos para a política fiscal, de modo que a trajetória da dívida pública varie livremente ao sabor das expectativas para a evolução de seus determinantes. Desse modo, é possível construir trajetórias mais factíveis em termos econômicos, políticos e sociais. Como anunciado no Capítulo 5, certa incerteza foi capturada na elaboração de três cenários alternativos para a dívida nos próximos 10 anos, cada qual contendo hipóteses distintas acerca de variáveis macrofiscais relevantes, organizadas da seguinte forma: um cenário base, um otimista e um pessimista. Por último, é feita uma comparação dos resultados desses três cenários com a última projeção oficial do Tesouro Nacional para o indicador livre de qualquer efeito oriundo da pandemia, datada de fevereiro desse ano.

O cenário base usa como hipótese de atividade as expectativas extraídas do Boletim Focus, isto é, uma queda do PIB em 2020 de -6,5%, uma recuperação em 2021 de 3,5% e uma taxa de crescimento de PIB no longo-prazo (2022-29) de 2,5%. Similarmente, foi utilizada a mediana do consenso de IPCA do Focus como premissa para a trajetória da inflação. Implicitamente isso significa que em 2020 a inflação atingirá um nível mais baixo do que a banda inferior da meta devido ao choque negativo de demanda, e a partir de 2022 ficaria ancorada em 3,50%. Já os juros nominais terminariam 2020 no seu menor nível histórico, 2,0%, e retornariam para 3,0% em 2021, conforme o consenso de mercado.

Para a conta do deflator do PIB foi usado como base o número de IPCA. Historicamente, até 2017 o deflator foi em média 1,4 ponto percentual maior do que o IPCA, no entanto desde então esse hiato tem se reduzido. Nesse estudo, optou-se pela aplicação de um hiato de 0,5 ponto percentual, em linha com o exposto em 2018 pela Instituição Fiscal Independente¹⁹ (0,6 p.p.) e com a média encontrada para países emergentes pelo FMI em uma comparação internacional com dados entre 1997-2018 (0,5 p.p.).

No lado das receitas, os choques discutidos anteriormente justificam um nível de arrecadação mais deprimido para esse ano. Nos últimos 10 anos a média do total de receitas líquidas foi de 18,3 % do PIB, tendo atingido valores mais próximos de 17% nos

¹⁹ **BACCIOTTI, Rafael.** Discussões sobre a Evolução do Deflator do PIB. *IFI, Nota Técnica n° 18, 2018.*

anos de recessão econômica entre 2015-16. Desse modo, foi adotado como valor de referência para 2020 que as receitas líquidas equivaleriam a 15% do PIB dado a maior magnitude da contração esperada da atividade, a queda da renda e elevação da ociosidade no mercado de trabalho. Para 2021 e 2022, os números utilizados foram de 16% e 17% do PIB, respectivamente, sob o pressuposto de que uma recuperação no mercado de petróleo e o crescimento real positivo do produto interno bruto parcialmente compensariam os resquícios da deterioração na base tributária. De 2023 em diante assumiu-se que esse valor seria de 18% do PIB, em linha com a média histórica.

Pelo lado das despesas o parâmetro determinante da projeção foi o limite imposto anualmente pelo Teto de Gastos, principal âncora fiscal. Enquanto as rubricas referentes às despesas não-sujeitas ao Teto foram mantidas constantes, em valor próximo ao observado em 2019, as despesas sujeitas ao Teto foram auferidas anualmente como uma porcentagem do limite total permitido pela emenda do Teto de Gastos. Para o cenário base supôs-se que no biênio 2020-21 o cumprimento dessa regra seria observado com alguma margem de folga (98% e 99% respectivamente) e para 2022-29 as despesas dessa rubrica atingiriam exatamente o valor estipulado pelo Teto de Gastos (100%), refletindo um ambiente em que há um constante risco de não observância da regra fiscal no horizonte relevante. Essa visão é sustentada pelo atual consenso dos agentes de que apesar de em 2020 o risco de descumprimento do Teto ser baixo, o mesmo não pode ser dito para 2021, visto que a inflação acumulada em 12 meses finda em junho deste ano, regra para o reajuste do Teto de Gastos, deve fechar em torno de 2,1%, uma das mais baixas já registradas, reduzindo o espaço fiscal de manobra.

A partir dessa premissa de manutenção do Teto, foi adotado como hipótese que a taxa de juros real convergiria, no horizonte de projeção, para o seu valor de equilíbrio²⁰, estipulado aqui em 3,0%. Isto pois, no box do Relatório Trimestral de Inflação de setembro de 2017 o Banco Central apresentou um levantamento junto a agentes de mercado sobre suas estimativas da taxa de juros neutra, cuja moda e mediana das expectativas para cinco anos à frente era de 4,0% à época. A pesquisa foi realizada de fato em abril de 2017, primeiro ano de vigência do Teto de Gastos, ou seja, já incorporava o efeito da principal âncora fiscal do país na taxa neutra. Além disso, é de se esperar que a aprovação da Reforma da Previdência em 2019 tenha intensificado o movimento que já

²⁰ Neste trabalho os termos: taxa de juros “neutra”, “natural”, “estrutural” e “real de equilíbrio” serão usados como sinônimos indistintamente, apesar da sutil distinção teórica entre eles.

vinha ocorrendo de declínio dos juros estruturais. Por isso, foi adotado neste cenário um valor ligeiramente menor do que o reportado neste RTI.

Passando para o cenário otimista, uma das principais diferenças em relação ao cenário base é a magnitude da queda na atividade, assumindo nesse caso uma contração de -5,0% para 2020, e um crescimento de 4,0% em 2021. Além disso, um ritmo de recuperação mais rápido, com efeitos menos traumáticos sobre o mercado de trabalho e menor falência de firmas, ensejaria uma taxa de crescimento do PIB potencial mais elevada. Nesse sentido, para 2022-29 adotou-se uma variação positiva do PIB de 3,0%. Em relação ao IPCA, as projeções a partir de 2023 foram computadas em 3,25%, ou seja, indicando que as expectativas estariam ancoradas na nova meta estabelecida pelo CMN para 2023 (o que ainda não foi verificado no Focus). Já as hipóteses acerca de Selic, deflator e receitas líquidas foram mantidas inalteradas em relação ao cenário base.

Em relação aos gastos, a distinção do cenário otimista passa pelo pressuposto de que o limite imposto pelo Teto de Gastos será cumprido com alguma margem de folga em todo o horizonte relevante de projeção (98% em 2020-29). Tal hipótese assume, implicitamente, a aprovação no médio-prazo das reformas estruturais que controlariam a evolução dos gastos obrigatórios, como a Reforma Administrativa, a Reforma Tributária e as PECs Emergencial e do Pacto Federativo, condição necessária para a factibilidade do cumprimento do Teto.

Sob essa premissa de uma melhora estrutural do quadro fiscal, o valor de taxa de juros neutra escolhido para esse cenário foi o de 2,0%. Tomando como base novamente o Relatório Trimestral de Inflação do BCB de 2017, o avanço da consolidação fiscal com a retomada dessa agenda de reformas teria como consequência direta a elevação da credibilidade da autoridade fiscal e redução do prêmio de risco do Brasil, dando suporte para uma queda sustentável da taxa de juros real de equilíbrio.

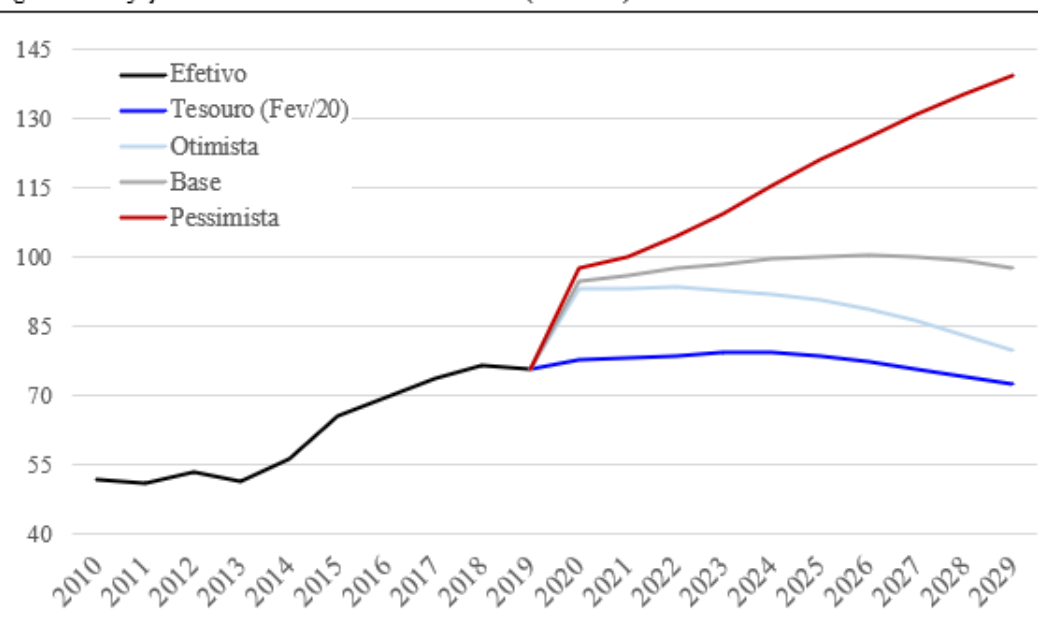
Por fim, o cenário pessimista incorpora uma contração mais profunda em 2020, de -9,0%, com um 2021 igualmente pior, em 3,0%, levando a uma abertura do hiato do produto mais acentuada e um PIB potencial crescendo a uma taxa menor, de 2,0%, a partir de 2022. Novamente, as hipóteses acerca de Selic, deflator e receitas líquidas foram mantidas sem alterações versus o cenário base.

Quanto às despesas, uma situação com a criação de novos gastos obrigatórios e/ou transformação de parte das medidas de combate à pandemia como permanentes resultaria

em um crescimento acelerado das despesas e rompimento do Teto de Gastos nos próximos anos. Assim, o cenário pessimista assume que as despesas sujeitas ao Teto atingiriam 100% dele já em 2021, e a partir de 2022 registrariam resultados superiores ao limite máximo sucessivamente.

Como consequência, as projeções de IPCA para além de 2023 adotadas nesse cenário refletiriam parcialmente essa possibilidade ao serem fixadas em 4,0%, acima do centro da meta, sugerindo certa desancoragem das expectativas de inflação. Paralelamente, a ruptura da principal âncora fiscal do país implicaria na perda de credibilidade e elevação do prêmio de risco e do custo de carregamento da dívida. Nesse sentido, partindo novamente das expectativas para a taxa de juros neutra do mercado disponibilizadas pelo BCB no seu RTI de 2017, é factível supor que nesse cenário ela seria mais elevada. Assim, foi fixado que a taxa de juros real convergiria no longo-prazo para 5,0%, incorporando o maior risco fiscal de descontrole da dívida pública.

Figura 15: Projeções da Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, Autoral.

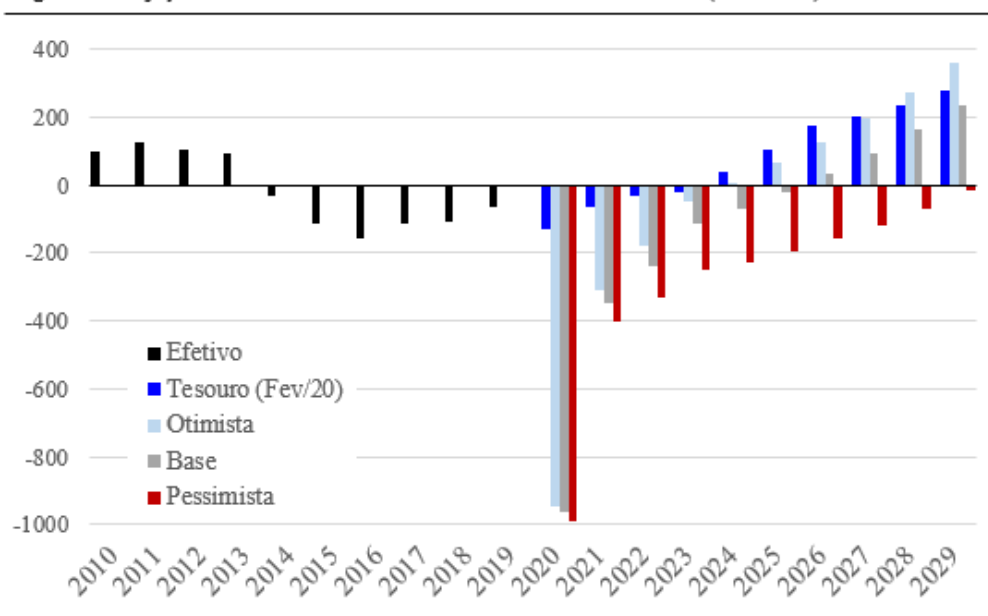
Em 2019, a dívida bruta do governo geral somou 75,8% do PIB. Em fevereiro, a projeção oficial do Tesouro Nacional indicava um leve aumento para o indicador em 2020, atingindo 77,9% do PIB. No entanto, os resultados do segundo exercício sugerem que os diferentes choques oriundos da pandemia sobre as receitas e despesas da União fariam a dívida pública saltar cerca de 200 pontos percentuais, fechando o ano corrente em 93,1% do PIB no cenário otimista, 94,8% no cenário base e 97,9% no pessimista. Tal

comparação ilustra a magnitude dos impactos imediatos (diretos e indiretos) da COVID-19 sobre o quadro fiscal do Brasil, algo sem precedentes na série histórica desse indicador.

Baseado nas premissas enunciadas acima, o cenário base deste trabalho aponta que a dívida bruta atingiria a marca simbólica de 100% do PIB em 2025. No caso do cenário pessimista esse patamar seria atingido já em 2021. A trajetória de crescimento vertiginosa da dívida só se arrefeceria, no cenário base, em 2026 quando atingisse 100,4% do PIB, a partir de onde o indicador passaria a decrescer gradualmente até o patamar de 97,7% em 2029. No caso do cenário otimista, a inflexão se daria em 2022 ao tangenciar 93,5% do PIB, decaindo em seguida até alcançar 79,8% no final do horizonte de projeção. Já no cenário pessimista a dívida não apresentaria desaceleração, seguindo uma trajetória ascendente contínua até convergir para 139,5% do PIB em 2029.

Vale ressaltar que os três cenários da simulação apresentados pressupõem a ausência de eventos não-recorrentes com impactos positivos nas contas públicas. Em 2019, por exemplo, a dívida bruta do governo geral apresentou a primeira queda em relação ao PIB desde 2013, auxiliada por vetores não-recorrentes como as antecipações de pagamentos do BNDES ao Tesouro Nacional e as operações cambiais realizadas pelo Banco Central.

Figura 16: Projeções do Resultado Primário do Setor Público Consolidado (R\$ bilhões)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, Autoral.

Analisando os resultados primários implícitos nas projeções de dívida apresentadas, vemos que enquanto a previsão oficial de fevereiro do Tesouro para o déficit primário desse ano girava em torno de 1,7% do PIB (R\$128 bilhões), as simulações apontam para

um déficit de -13,4% do PIB (R\$944 bilhões) no cenário otimista, -13,9% do PIB (R\$961 bilhões) no cenário base e -14,7% do PIB (R\$988 bilhões) no cenário pessimista. Em fevereiro, a reversão dos resultados primários de déficits para superávits era esperada para ocorrer a partir de 2024. Considerando o choque da pandemia, a execução de superávits continuou sendo verificada após 2024 no cenário otimista, porém foi postergada para 2026 em diante no cenário base, não sendo observada no horizonte de projeção no cenário pessimista.

b) Sustentabilidade da Dívida

Como visto, a necessidade do auxílio financeiro do Estado aos agentes afetados durante a pandemia é mais do que consensual. No entanto, a questão mais relevante passa pelo risco dessa piora fiscal temporária e excepcional se tornar permanente, comprometendo a trajetória de consolidação fiscal que ocorria no país e foi interrompida pela COVID-19. Há um elevado risco de setores políticos, sociais e econômicos pressionarem pela postergação do prazo de algumas medidas em vigor e demandarem a criação de novas ações de mitigação dos efeitos recessivos.

Focando nas despesas, somente a prorrogação do Auxílio Emergência para pessoas em vulnerabilidade, o Coronavoucher, para além dos dois meses já anunciados exigiria um gasto de cerca de R\$50 bilhões por mês adicional se mantidas as regas atuais. A possibilidade de prorrogação da suspensão do contrato de trabalho e da redução proporcional de jornadas e salários, previstas no Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (PEMER), somando ao todo 4 meses de vigência, também é um risco real de piora do déficit de 2020.

Pelo lado das receitas, dado a situação de fragilidade do caixa das empresas, existe a possibilidade de os pagamentos dos tributos federais diferidos, agendados para ocorrer no segundo semestre, serem diluído para os próximos anos. Se essa pauta de ampliação de prazo avançar, a entrada desses recursos só viria a ocorrer em exercícios financeiros futuros e, portanto, pioraria ainda mais o déficit primário desse ano. Soma-se a esse risco, a possibilidade da entrada desses recursos se dar via um novo programa de parcelamento de débitos tributários, o chamado Refis, no qual há um abate das multas, juros e de parte dos valores devidos na hora do pagamento.

Mais ainda, riscos relacionados à criação de novas despesas obrigatórias não-relacionadas à pandemia sem o apontamento de novas fontes de financiamento impõe um perigo de deterioração estrutural do quadro fiscal. Essa ampliação dos gastos permanentes poria em xeque o cumprimento das regras fiscais e a sustentabilidade da dívida pública. Um exemplo é a mudança do critério de elegibilidade para a obtenção do Benefício de Prestação Continuada (BPC), que tem sido discutida no Congresso esse ano. Segundo a proposta, a renda familiar máxima elegível prevista na Lei Orgânica da Assistência Social (LOAS) passaria dos atuais um quarto para meio salário mínimo per capita, trazendo um impacto adicional permanente de R\$35 bilhões anualmente.

O Programa de Sustentação do Investimento (PSI) foi um caso similar. Criado em 2009 para ajudar a estimular a economia no pós-Crise Financeira concedia via BNDES um financiamento a juros subsidiados para a aquisição de máquinas, equipamentos, caminhões, ônibus e máquinas agrícolas. O subsídio conjuntural, inicialmente de R\$44 bilhões, acabou sendo renovado sucessivamente ao longo dos sete anos seguintes, muito após a recuperação econômica se consolidar.

Todos esses fatores se vierem a se tornar realidade podem influenciar negativamente o gasto primário nos próximos anos no sentido de colocar a trajetória fiscal na direção de um cenário pessimista, assim como o ilustrado nesse estudo, onde, inevitavelmente, haveria o rompimento do Teto de Gastos no médio-prazo. Nessa eventualidade, mesmo com o acionamento dos seus gatilhos previstos na Emenda Constitucional, só a perspectiva de não se vislumbrar uma inflexão na trajetória do gasto obrigatório e da incapacidade de geração de superávits primários no futuro poderia abalar a percepção das contas públicas e desencadear uma crise de confiança quanto a sustentabilidade da dívida.

A sinalização de uma condução discricionária e irresponsável da política fiscal teria impactos diretos sobre os juros estruturais do Brasil, não só comprometendo sua tendência recente de queda, mas também levando-a a uma trajetória ascendente. Precisamente nesse sentido, as não linearidades no comportamento da dívida apontadas por Favero e Giavazzi (2007) sugerem que, frente ao questionamento da solvência do Estado, os credores exigiriam maiores taxas de juros, iniciando um ciclo vicioso, no qual a dívida alta por si só eleva o seu custo de carregamento, que induz, por fim, a uma profecia auto-realizável.

O fenômeno da dominância fiscal e da hiperinflação são experiências limites dessa situação de desequilíbrio macroeconômico. Sargent e Wallace (1981) definem o regime de dominância fiscal como aquele em que “a autoridade fiscal ativa incorre em déficits primários sucessivos incompatíveis com a estabilização da razão dívida/PIB, levando a autoridade monetária passiva a ser forçada a gerar as receitas de senhoriagem necessárias a fim de garantir a solvência do governo, perdendo, no entanto, a liberdade de perseguir o controle do nível de preços”²¹. Ato contínuo, a medida em que o crescimento monetário aumenta, também aumenta a inflação, o que retro-alimenta os déficits orçamentários segundo o efeito Oliveira-Tanzi. No extremo, observamos a ocorrência de processos hiperinflacionários²².

Hemming e Kell (2001) advogam que, do ponto de vista teórico, regras fiscais - como a do Teto de Gastos no caso brasileiro - são fundamentais para a prevenção contra políticas discricionárias e inconsistentes da autoridade fiscal dado a existência de um viés deficitário do orçamento público derivado de distorções de natureza política. Tais regras seriam capazes, portanto, de garantir a percepção de sustentabilidade da dívida pública ao ancorar as expectativas dos agentes econômicos, elevando a transparência e a credibilidade quanto à disciplina fiscal no longo-prazo. Além disso, um dos benefícios colaterais do controle das despesas públicas seria o de elevar a capacidade de investimento público do governo federal, atualmente em 0,74% do PIB (abril de 2020), nível bastante reduzido se comparado ao 1,39% do PIB de setembro de 2014.

A solução para o cumprimento do Teto de Gastos no médio-prazo passa, necessariamente, pela aprovação de reformas estruturantes e da retomada do compromisso com a responsabilidade fiscal no pós-pandemia. A agenda de reformas é crucial para o controle da dinâmica de crescimento do gasto obrigatório, que hoje corresponde a 94% das despesas previstas no Orçamento da União. A Reforma da Previdência foi um primeiro passo nessa direção, ao evitar uma trajetória explosiva dos gastos previdenciários, maior rubrica do gasto do governo, trazendo uma economia em 10 anos de cerca de R\$900 bilhões se contarmos as mudanças nas regras de assistência social para civis e militares.

²¹ Abordagens mais modernas, como em Sims (1994), Woodford (1994, 1995, 2001) e Cochrane (2001), envolvem a Teoria Fiscal do Nível de Preços.

²² A literatura clássica sobre o tema faz referência a **CAGAN, Phillip**. *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*. *The University of Chicago Press, 1956*.

Nesse contexto, a Reforma Administrativa, que propõe uma reestruturação de carreiras e salários dos servidores públicos ativos, tem um papel significativo pois atinge as despesas com funcionalismo, segunda maior rubrica do gasto da União. Outro passo em direção à consolidação fiscal seria a aprovação da PEC Emergencial, projeto que ativa uma série de gatilhos de controle de despesas e vedação de incentivos fiscais para o caso de descumprimento da Regra de Ouro. Pode-se citar ainda a Reforma Tributária, que busca a redefinição do sistema de arrecadação nacional com a unificação de tributos das três esferas em um imposto de valor adicionado sobre o consumo, o Imposto de Bens e Serviços (IBS). Por fim, dentre outras ações, a PEC do Pacto Federativo poderia ajudar a desobrigar, desvincular e desindexar²³ o Orçamento da União, trazendo flexibilidade para a política fiscal.

Vale ressaltar também que no curto-prazo, a piora da composição da dívida pública expõe o governo a certa vulnerabilidade. No final de 2019, a dívida indexada à taxa Selic mais a dívida que venceria nos 12 meses seguintes correspondiam a 53,5% da Dívida Pública Federal, aumentando para 61,8% se incluirmos as operações compromissadas do Banco Central, que também compõem a Dívida Bruta do Governo Geral.

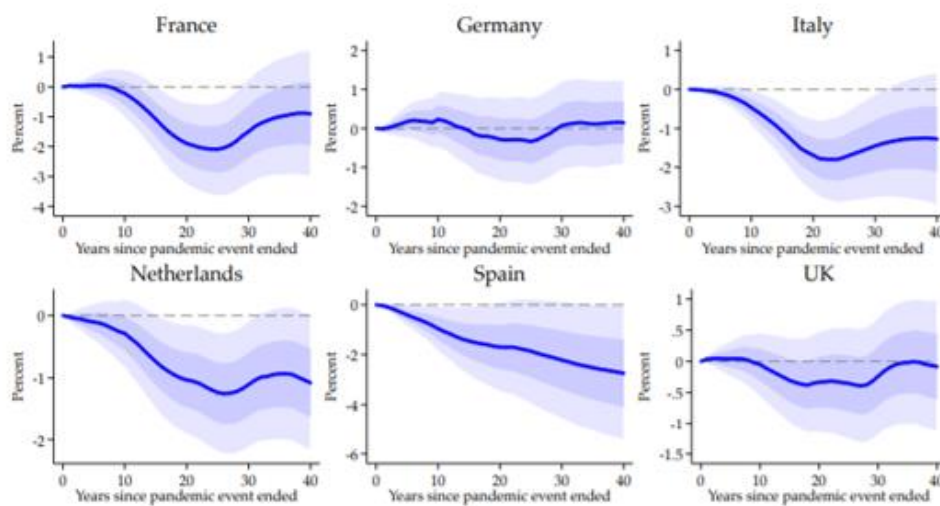
Assim, o encurtamento de *duration* da dívida resultante da estratégia do Tesouro e do Banco Central de comprar títulos de vencimentos mais longos e vender papéis mais curtos poderia impor ao governo um risco de liquidez no momento de rolagem da dívida. Simultaneamente, poderia implicar em uma volatilidade excessiva já que o custo de financiamento responderia rapidamente a mudanças na taxa de juros de curto-prazo.

Finalmente, há também riscos de certa forma positivos. Alguns programas do governo têm tido uma adesão menor do que a esperada, fazendo com que o gasto efetivo final possa ser menor do que o inicialmente orçado. Caso do Programa Emergencial de Manutenção de Empregos e Renda, de R\$51,6 bilhões, e das compensações dos Fundos de Participação de Estados (FPE) e Municípios (FPM), com valores aquém dos R\$4 bilhões estimados mensalmente. Ademais, algumas medidas de despesas financeiras, que funcionam como garantia de créditos, foram consideradas nesse estudo como a fundo perdido, mas se a taxa de inadimplência não se mostrar tão elevada pode ser que o impacto primário delas seja mais contido.

²³ Atualmente 67% das despesas primárias da União são indexadas.

Jordá, Singh e Taylor (2020) apresentam também evidências empíricas de que pandemias passadas com longas durações e grande número de fatalidades tiveram um efeito de reduzir a taxa de juros real estrutural. Apesar da escassez de trabalho não parecer ser uma questão tão relevante na atual pandemia dado os números relativamente baixos de óbitos per capita no Brasil, é factível que possa ter havido um choque de elevação permanente da poupança precaucional. Como vimos, um menor desvio entre taxa de juros estrutural e o crescimento do PIB potencial acarretaria uma evolução menos explosiva da dívida pública.

Figura 17: Resposta da taxa de juros neutra após pandemias por país



Fonte: Jordá, Singh e Taylor (2020).

7. Conclusão

O presente estudo teve como objetivo mensurar o impacto negativo da corrente pandemia de COVID-19 sobre a sustentabilidade da dívida pública do Brasil no longo-prazo. Após uma breve introdução acerca da evolução da pandemia no âmbito da saúde pública e uma ponderação dos efeitos colaterais das medidas de isolamento social sobre a atividade econômica, apresentou-se o resultado de uma extensa pesquisa acerca das respostas de políticas econômicas domésticas e externas.

Através de um levantamento minucioso das medidas de mitigação dos danos da COVID-19 sobre a economia apresentadas pelo governo brasileiro, estimou-se que o pacote de medidas no âmbito fiscal, parafiscal, de crédito e regulatórias alcança um valor de R\$1,26 trilhões (17,3% do PIB). Excluindo-se as ações dos bancos públicos, o pacote soma R\$887,7 bilhões (12,2% do PIB). Desse montante, o impacto fiscal efetivo sobre o resultado primário do exercício financeiro de 2020 alcança R\$530,1 bilhões (7,3% do PIB), dos quais R\$513,9 bilhões (7,1% do PIB) seriam oriundos da elevação de despesas e R\$16,2 bilhões (0,2% do PIB) da renúncia de receitas.

Em seguida, incorporando tal resultado junto com outros efeitos indiretos da pandemia sobre as contas públicas, foi possível construir simulações da evolução da dívida bruta em função do PIB para os próximos 10 anos. Mais especificamente, foram elaborados cenários alternativos de modo a capturar certa incerteza, cada qual contendo hipóteses distintas acerca das variáveis macrofiscais relevantes, organizadas da seguinte forma: um cenário base, um otimista e um pessimista. Obtidos os resultados, eles foram, então, comparados com as últimas projeções oficiais disponíveis para o indicador dívida/PIB livres de qualquer efeito da COVID-19. Estimou-se, assim, que a dívida bruta como função do PIB saltaria dos 75,8% registrados em 2019 para 93,1% no cenário otimista, 94,8% no cenário base e 97,9% no pessimista, versus uma projeção de 77,9% feita pelo Tesouro Nacional em fevereiro desse ano.

Avançando para o impacto de longo-prazo, as simulações indicam que a trajetória de crescimento da dívida bruta só se arrefeceria, no cenário base, em 2026 quando atingisse 100,4% do PIB, decrescendo gradualmente em seguida até o patamar de 97,7% em 2029. No caso do cenário otimista, a inflexão se daria em 2022 ao tangenciar 93,5% do PIB, decaindo até alcançar 79,8% no final do horizonte de projeção. Já no cenário pessimista

a dívida não apresentaria desaceleração, em uma trajetória ascendente contínua até convergir para 139,5% do PIB em 2029.

De fato, o exercício proposto aqui está sujeito a uma enorme volatilidade das projeções, dado a elevada incerteza das respostas das variáveis macroeconômicas frente a esse evento disruptivo. Ao mesmo tempo, ele se mostra extremamente relevante como forma de ilustrar a magnitude do impacto da pandemia de COVID-19 sobre as contas públicas no curto-prazo e o risco que ele acarreta sobre o equilíbrio fiscal e a própria solvência do Estado brasileiro no longo-prazo.

Nesse sentido, uma conclusão indireta deste estudo é ressaltar a urgência da necessidade de retomada da agenda de consolidação fiscal e de reformas estruturantes tão logo a curva de contágio do vírus esteja controlada domesticamente. A perspectiva de não se vislumbrar uma mudança da trajetória dos gastos obrigatórios nos próximos anos pode, em última instância, levar a questionamentos quanto a sustentabilidade da dívida pública. Portanto, o cumprimento do Teto de Gastos e das outras regras fiscais vigentes se mostra uma sinalização crítica para se evitar uma dinâmica explosiva do endividamento público e seus consequentes desequilíbrios macroeconômicos.

8. Referências Bibliográficas

ROCHA, Rudi; RACHE, Beatriz; SPINOLA, Paula; MALIK, Ana Maria; MASSUDA, Adriano. Necessidades de Infraestrutura do SUS em Preparo a COVID-19: Leitos de UTI, Respiradores e Ocupação Hospitalar. *Instituto de Estudos para Políticas de Saúde, Nota Técnica n. 3, 2020*

FERGUSON, Niel. Impact of Non-Pharmaceutical Interventions (NPIs) to Reduce COVID-19 Mortality and Healthcare Demand. *Imperial College London, 2020*

ATKESON, Andrew. How Deadly is COVID-19? Understanding the Difficulties with Estimation. *National Bureau of Economic Research, 2020*

BERGER, David; HERKENHOFF, Kyle; MONGEY, Simon. An SEIR Infectious Disease Model with Testing and Conditional Quarantine. *Duke University, 2020*

JURANEK, Steffen; ZOUTMAN, Floris. The Effect of Social Distancing Measures on Intensive Care Occupancy: Evidence on COVID-19 in Scandinavia. *Norwegian School of Economics, 2020*

EICHENBAUM, Martin; REBELO, Sergio; TRABANDT, Mathias. The Macroeconomics of Epidemics. *National Bureau of Economic Research, 2020*

JONES, Callum; PHILIPPON, Thomas; VENKATESWARAN, Venky. Optimal Mitigation Policies in a Pandemic: Social Distancing and Working from Home. *National Bureau of Economic Research, 2020*

GUERRIERI, Veronica; LORENZONI, Guido; STRAUB, Ludwig; WENING, Iván. Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages? *National Bureau of Economic Research, 2020*

FORNARO, Luca; WOLF, Martin. COVID-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy. *The Centre for Economic Policy Research, 2020*

FARIA E CASTRO, Miguel. Fiscal Policy During a Pandemic. *Federal Reserve Bank of Saint Louis, 2020*

BARRO, Robert; URSÚA, Jose; WENG, Joanna. The Coronavirus and the Great Influenza Pandemic: Lessons from the “Spanish Flu” for the Coronavirus’s Potential Effects on Mortality and Economic Activity. *National Bureau of Economic Research, 2020*

JORDÀ, Òscar; SINGH, Sanjay; TARYLOR, Alan. Longer-Run Economic Consequences of Pandemics. *Federal Reserve Bank of San Francisco, 2020*

TODA, Alexis. Susceptible-Infected-Recovered (SIR) Dynamics of COVID-19 and Economic Impact. *The Centre for Economic Policy Research, 2020*

BAKER, Scott; BLOOM, Nicholas; DAVIS, Steven; KOST, Kyle; SAMMON, Marco; VIRATYOSIN, Tasaneeya. The Unprecedented Stock Market Reaction to COVID-19. *The Centre for Economic Policy Research, 2020*

ELGIN, Ceyhun; BASBUG, Gokce; YALAMAN, Abdullah. Economic Policy Responses to a Pandemic: Developing the COVID-19 Economic Stimulus Index. *The Centre for Economic Policy Research, 2020*

HE, Zhiguo; LIU, Bibo. Dealing with a Liquidity Crisis: Economic and Financial Policies in China during the Coronavirus Outbreak. *University of Chicago Booth School of Business, Tsinghua University PBC School of Finance, 2020*

DELL'ARICCIA, Giovanni; MAURO, Paulo; SPILIMBERGO, Antonio; ZETTELMEYER, Jeromin. Economic Policies for the COVID-19 War. *International Monetary Fund, 2020*

DERMINE, Paul; MARKAKIS, Menelaos. The EU Fiscal, Economic and Monetary Policy Response to the COVID-19 Crisis. 2020

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Fiscal Monitor, *April 2020*

SILVA, Anderson; CARVALHO, Lena; MEDEIROS, Otavio. Dívida Pública: A Experiência Brasileira. *Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.*

RIASCOS, Alvaro; VEGH, Carlos. Procyclical Government Spending in Developing Countries: The Role of Capital Markets Imperfections, *2003.*

FISCHER, Stanley; EASTERLY, William. The Economics of the Government Budget Constraint. *World Bank Research Observer, vol. 5, no. 2, 1990.*

BLANCHARD, Olivier; CHOURAQUI, Jean-Claude; HAGEMANN, Robert; SARTOR, Nicola. The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question. *OECD Economic Studies no. 15, 1990.*

BUITER, Williem; PATEL, Urijit. Debt, Deficits, and Inflation: An Application to the Public Finances of India. *Journal of Public Economics, 1992.*

ROGOFF, Kenneth; OBSTFELD, Maurice. Foundations of International Macroeconomics. *The MIT Press, 1996.*

FAVERO, Carlo; GIAVAZZI, Francesco. Debt and the Effects of Fiscal Policy. *National Bureaus of Economic Research, 2007*

HEMMING, Richard; KELL, Michael. Promoting Fiscal Responsibility: Transparency, Rules and Independent Fiscal Authorities. *IMF, 2001*

SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública de Fevereiro. *Ministério da Economia, 2020.*

INSTITUTO FISCAL INDEPENDENTE. Relatório de Acompanhamento Fiscal de Junho, *2020.*

INSTITUTO FISCAL INDEPENDENTE. Pacote de Medidas para Combater a Crise do Coronavírus. *Comentário n. 5, 2020.*

INSTITUTO FISCAL INDEPENDENTE. Medidas para Combater a Crise do Coronavírus – Mercado de Trabalho. *Comentário n. 6, 2020*

SALTO, Felipe. Medidas para Combater a Crise do Coronavírus Destinadas aos Estados e Municípios. *Instituto Fiscal Independente, Comentário n. 7, 2020*

PELLEGRINI, Josué. Pacote de Medidas Tomadas pelo Banco Central. *Instituto Fiscal Independente, Comentário n. 8, 2020*

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Taxa de Juros Estrutural e Condução da Política Monetária no Brasil. *Relatório de Inflação, 2017.*

9. Apêndice

PROJEÇÕES DE CRESCIMENTO DO PIB EM 2020 - FMI

PAÍSES/REGIÕES	ABRIL (%)	JANEIRO (%)
MUNDO	-3,0	3,3
ECONOMIAS AVANÇADAS	-6,1	1,6
ESTADOS UNIDOS	-5,9	2,0
ALEMANHA	-7,0	1,1
FRANÇA	-7,2	1,3
ITÁLIA	-9,1	0,5
ESPAÑA	-8,0	1,6
JAPÃO	-5,2	0,7
REINO UNIDO	-6,5	1,4
CANADA	-6,2	1,8
OUTROS	-4,6	1,9
ECONOMIAS EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO	-1,0	4,4
CHINA	1,2	6,0
ÍNDIA	1,9	5,8
RÚSSIA	-5,5	1,9
BRASIL	-5,3	2,2
MÉXICO	-6,6	1,0
ARÁBIA SAUDITA	-2,3	1,9
NIGÉRIA	-3,4	2,5
ÁFRICA DO SUL	-5,8	0,8

PROJEÇÕES DE CRESCIMENTO DO PIB EM 2020 - BANCO MUNDIAL

PAÍSES/REGIÕES	JUNHO (%)	JANEIRO (%)
MUNDO	-5,2	2,5
ECONOMIAS AVANÇADAS	-7,0	1,4
ESTADOS UNIDOS	-6,1	1,8
ÁREA DO EURO	-9,1	1,0
JAPÃO	-6,1	0,7
ECONOMIAS EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO	-2,5	4,1
CHINA	1,0	5,9
ÍNDONESIA	0,0	5,1
TAILÂNDIA	-5,0	2,7
RUSSIA	-6,0	1,6
TURQUIA	-3,8	3,0
POLÔNIA	-4,2	3,6
BRASIL	-8,0	2,0
MÉXICO	-7,5	1,2
ARGENTINA	-7,3	-1,3
ARÁBIA SAUDITA	-3,8	1,9
ÍNDIA	-3,2	5,8
NIGÉRIA	-3,2	2,1
ÁFRICA DO SUL	-7,1	0,9

ACOMPANHAMENTO DAS TAXAS DE JUROS INTERNACIONAIS

No que tange à política monetária, para fazer frente à escassez de liquidez e amenizar a severidade da recessão a caminho, diversos Bancos Centrais ao redor do mundo promoveram reuniões de caráter emergencial e entregaram cortes significativos em suas respectivas taxas básicas de juros de curto-prazo. Bancos Centrais que já possuíam taxas negativas (mas não somente eles), como o *European Central Bank* e o *Bank of Japan*, lançaram mão de instrumentos alternativos via expansão de seus balanços como resposta ao rápido aperto nas condições financeiras visto nos mercados.

	Países	29-fev	31-mar	30-abr	31-mai	30-jun	Var. Total
Desenvolvidos	EUA	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	-1,50
	Canadá	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	-1,50
	Noruega	1,50	0,25	0,25	0,00	0,00	-1,50
	Nova Zelândia	1,00	0,25	0,25	0,25	0,25	-0,75
	Coréia do Sul	1,25	0,75	0,75	0,50	0,50	-0,75
	Reino Unido	0,75	0,10	0,10	0,10	0,10	-0,65
	Austrália	0,75	0,25	0,25	0,25	0,25	-0,50
	Israel	0,25	0,25	0,10	0,10	0,10	-0,15
Emergentes	África do Sul	6,25	5,25	4,25	3,75	3,75	-2,50
	Turquia	10,75	9,75	8,75	8,25	8,25	-2,50
	Peru	2,25	1,25	0,25	0,25	0,25	-2,00
	República Checa	2,25	1,00	1,00	0,25	0,25	-2,00
	Brasil	4,25	3,75	3,75	3,00	2,25	-2,00
	México	7,00	6,50	6,00	5,50	5,00	-2,00
	Colômbia	4,25	3,75	3,75	3,25	2,75	-1,50
	Filipinas	3,75	3,25	2,75	2,75	2,25	-1,50
	Rússia	6,00	6,00	5,50	5,50	4,50	-1,50
	Polônia	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	-1,40
	Chile	1,75	0,50	0,50	0,50	0,50	-1,25
	Índia	5,15	4,40	4,40	4,00	4,00	-1,15
	Tailândia	1,00	0,75	0,75	0,50	0,50	-0,50
	China	2,40	2,20	2,20	2,20	2,20	-0,20

MEDIDAS APRESENTADAS - BANCO CENTRAL DO BRASIL

LIBERAÇÃO DE LIQUIDEZ	2020	2008
COMPULSÓRIO + LIQUIDEZ DE CURTO-PRAZO (LCR)	R\$135 bi	-
LIBERAÇÃO ADICIONAL DE COMPULSÓRIO	R\$70 bi	R\$82 bi
FLEXIBILIZAÇÃO DA LCA	R\$2,2 bi	-
EMPRÉSTIMO COM LASTRO EM LF GARANTIDAS	R\$670 bi	-
COMPROMISSADAS COM TÍTULOS SOBERANOS BRASILEIROS	R\$50 bi	R\$25 bi
NOVA DPGE	R\$200 bi	R\$10 bi
EMPRÉSTIMO COM LASTRO EM DEBÊNTURES	R\$91 bi	-
LIBERAÇÃO DE COMPULSÓRIO DA POIPANÇA	R\$55,8 bi	-
TOTAL	R\$1.274,0 bi	R\$117 bi
% DO PIB	17,5%	3,8%

LIBERAÇÃO DE CAPITAL	2020	2008
OVERHEAD	R\$520 bi	-
REDUÇÃO DO ACCP	R\$637 bi	-
REDUÇÃO DE CAPITAL PARA OPERAÇÕES DE CRÉDITO A PME'S	R\$35 bi	-
REDUÇÃO DO REQUERIMENTO DE CAPITAL PARA SEGMENTO S5	R\$16,5 bi	-
REDUÇÃO DE REQUERIMENTO DE CAPITAL PARA EXPOSIÇÕES EM DPGE	R\$12,7 bi	-
OTIMIZAÇÃO DO CAPITAL (CGPE)	R\$127 bi	-
TOTAL	R\$1.348,2 bi	-
% DO PIB	18,5%	-
DISPENSA DE PROVISIONAMENTO POR REPACTUAÇÃO	R\$3200 bi	-

OUTRAS MEDIDAS	2020	2008
LINHA DE SWAP DE DÓLAR COM O FED	R\$60 bi	R\$30 bi
IMÓVEL COMO GARANTIA DE MAIS DE UM EMPRÉSTIMO	R\$60 bi	-

MEDIDAS APRESENTADAS - MINISTÉRIO DA ECONOMIA

SAÚDE: COMBATE À PANDEMIA	R\$ BI	FISCAL	PARAFISCAL	ITEM	PRIMÁRIO
CRÉDITO EXTRAORDINÁRIO PARA O MINISTÉRIO DA SAÚDE PARA A COMPRA DE EPI, RESPIRADORES, TESTES, DISTRIBUIÇÃO PELO FNS E OUTROS USOS	16,3	*		DESPESA	SIM
CRÉDITO EXTRAORDINÁRIO PARA A PRESIDÊNCIA E OS MINISTÉRIOS DA CIDADANIA, CIÊNCIA E TECNOLOGIA, DEFESA, EDUCAÇÃO, JUSTIÇA E SEGURANÇA PÚBLICA, MULHERES E DIREITOS HUMANOS, RELAÇÕES EXTERIORES.	2,2	*		DESPESA	SIM
DESTINAÇÃO DOS RECURSOS DO DPVAT PARA O SUS	4,5		*	DESPESA	NÃO
REMANEJO DOS RECURSOS DO CENSO DO IBGE PARA O MINISTÉRIO DA SAÚDE	2,3	*		DESPESA	NÃO
REDUÇÃO A ZERO DO IMPOSTO DE IMPORTAÇÃO PARA PRODUTOS MÉDICO-HOSPITALARES	7,8	*		RECEITA	SIM
DESONERAÇÃO DO IPI PARA PRODUTOS ESSENCIAIS NO COMBATE A PANDEMIA	0,7	*		RECEITA	SIM
ISENÇÃO TEMPORÁREA DO PIS/COFINS SOBRE INSUMOS NECESSÁRIOS PARA PRODUÇÃO DE MEDICAMENTOS	0,6	*		RECEITA	SIM
ADIAMENTO POR 2 MESES DO REAJUSTE ANUAL DOS PREÇOS DE MEDICAMENTOS	-			-	NÃO
SUSPENSÃO DA PROVA DE VIDA DO INSS POR 120 DIAS	-	*		-	NÃO
TOTAL	34,4				
% DO PIB	0,5				

SOCIAL: PROTEÇÃO AOS VULNERÁVEIS	R\$ BI	FISCAL	PARAFISCAL	ITEM	PRIMÁRIO
ATECIPAÇÃO DA 1ª PARCELA DO 13º SALÁRIO DE APOSENTADOS E PENSIONISTAS DO INSS	23,6	*		DESPESA	NÃO
ATECIPAÇÃO DA 2ª PARCELA DO 13º SALÁRIO DE APOSENTADOS E PENSIONISTAS DO INSS	23,6	*		DESPESA	NÃO
ANTECIPAÇÃO ABONO SALARIAL	12,8	*		DESPESA	NÃO
AUXÍLIO EMERGENCIAL DE R\$600/MÊS PARA PESSOAS EM VULNERABILIDADE (INFORMAIS, MEIS, DESEMPREGADOS, ...) EM 3 PARCELAS COM POSSIBILIDADE DE EXTENÇÃO.	252,6	*		DESPESA	SIM
EXTINÇÃO DO FUNDO PIS/PASEP E TRANSFERÊNCIA DOS SEUS RECURSOS PARA O FUNDO DO FGTS PERMITINDO NOVOS SAQUES	36,2		*	-	NÃO
ISENÇÃO DA CONTA DE ENERGIA PARA QUEM SE ENQUANDRA NA TSEE	0,9	*		DESPESA	SIM
DIFERIMENTO TRIBUTÁRIO NOS SERVIÇOS DE TELECOMUNICAÇÕES	3,3	*		RECEITA	NÃO
REFORÇO DO BOLSA FAMÍLIA COM INCLUSÃO DE 1 MILHÃO DE PESSOAS	3,0	*		DESPESA	SIM
CRÉDITO AO MINISTÉRIO DA CIDADANIA PARA GARANTIR SEGURANÇA ALIMENTAR	0,5	*		DESPESA	SIM
SUSPENSÃO DAS PARCELAS DO FIES ATÉ O FINAL DO ANO E EINJEÇÃO DE RECURSOS NO SEU FUNDO GARANTIDOR	1,5		*	DESPESA	SIM
ISENÇÃO DE IOF POR 3 MESES E ADIAMENTO DO ENVIO DA DECLARAÇÃO DO IRPF POR 2 MESES	7,1	*		RECEITA	SIM
REDUÇÃO DO JUROS DE CONSIGNADO E AMPLIAÇÃO DO PRAZO DE PAGAMENTO	25,0		*	-	NÃO
TOTAL	390,1				
% DO PIB	5,4				

EMPREGOS E FIRMAS: MANUTENÇÃO	R\$ BI	FISCAL	PARAFISCAL	ITEM	PRIMÁRIO
DIFERIMENTO DO RECOLHIMENTO DO FGTS POR 3 MESES	30,0		*	RECEITA	NÃO
DIFERIMENTO DOS TRIBUTOS FEDERAIS COMPONENTES DO SIMPLES NACIONAL POR 3 MESES	22,2	*		RECEITA	NÃO
REDUÇÃO DE 50% DAS CONTRIBUIÇÕES DO SISTEMA S POR 3 MESES	2,2		*	RECEITA	NÃO
DIFERIMENTO DO PAGAMENTO DO PIS/PASEP, COFINS E CONTRIBUIÇÃO PATRONAL PREVIDENCIÁRIA POR 2 MESES	74,4	*	*	RECEITA	NÃO
PROGRAMA EMERGENCIAL DE SUPORTE A EMPREGOS: CRÉDITO PARA FOLHA DE PAGAMENTO	34,0	*		DESPEZA	SIM
PROGRAMA EMERGENCIAL DE MANUTENÇÃO DO EMPREGO E RENDA: AUTORIZAÇÃO DE REDUÇÃO PROPORCIONAL DA JORNADA E SALÁRIO E COMPENSAÇÃO COM O BENEFÍCIO EMERGENCIAL	51,6	*		DESPEZA	SIM
FLEXIBILIZAÇÃO DA CLT: TELETRABALHO, ANTECIPAÇÃO DE FÉRIAS E FERIADOS, BANCO DE HORAS INVERTIDO, ETC	-			-	NÃO
CRÉDITO PARA MPE'S COM RECURSOS DO FAT	5,0		*	-	NÃO
PRONAMPE: CRÉDITO PARA MPE'S COM RECURSOS DO FUNDO GARANTIDOR DE OPERAÇÕES (FGO)	15,9	*		DESPEZA	SIM
PROGRAMA EMERGENCIAL DE ACESSO AO CRÉDITO COM RECURSOS DO FUNDO GARANTIDOR PARA INVESTIMENTOS (FGI)	20,0	*		DESPEZA	SIM
CRÉDITO A EMPRESAS DE TURISMO COM RECURSOS DO FUNDO GERAL DE TURISMO (FUNGETUR)	5,0	*		DESPEZA	SIM
CRÉDITO PARA PESSOAS E EMPRESAS COM RECURSOS DOS FUNDOS CONSTITUCIONAIS DE FINANCIAMENTO DO NORTE (FNO), DO NORDESTE (FNE) E DO CENTRO-OESTE (FCO)	6,0	*		-	NÃO
SIMPLIFICAÇÃO E DISPENSA DE DOCUMENTAÇÃO PARA RENEGOCIAÇÃO E TOMADA DE CRÉDITO	-			-	NÃO
SUSPENSÃO DOS ATOS DE COBRANÇA DA PGFN, RENEGOCIAÇÃO DE DÍVIDAS ATIVAS E ALONGAMENTO DO PRAZO DE PAGAMENTO EM 3 MESES	9,6	*		RECEITA	NÃO
TOTAL	275,9				
% DO PIB	3,8				

ENTES SUBNACIONAIS: AUXÍLIO	R\$ BI	FISCAL	PARAFISCAL	ITEM	PRIMÁRIO
SUSPENSÃO DOS PAGAMENTOS DE DÍVIDAS PREVIDENCIÁRIAS DOS MUNICÍPIOS ATÉ DEZEMBRO	5,6	*		DÍVIDA	NÃO
SUSPENSÃO DOS PAGAMENTOS DAS DÍVIDAS DE ESTADOS E MUNICÍPIOS COM A UNIÃO E BANCOS PÚBLICOS	49,3	*		DÍVIDA	NÃO
SUSPENSÃO DOS PAGAMENTOS DE DÍVIDAS DE ESTADOS E MUNICÍPIOS COM ORGANISMOS MULTILATERAIS	10,7		*	DÍVIDA	NÃO
TRANSFERÊNCIAS DA UNIÃO PARA AÇÕES EM ÂMBITO DA SAÚDE E ASSISTÊNCIA SOCIAL (70% PARA ESTADOS E 30% PARA MUNICÍPIOS)	10,1	*		DESPEZA	SIM
TRANSFERÊNCIAS DA UNIÃO COMO COMPENSAÇÃO PELA QUEDA DE ARRECADAÇÃO DE ICMS E ISS (60% PARA ESTADOS E 40% PARA MUNICÍPIOS)	50,1	*		DESPEZA	SIM
REPASSE AOS FUNDOS DE PARTICIPAÇÃO DE ESTADOS (FPE) E DE MUNICÍPIOS (FPM) EM 4 PARCELAS	16,0	*		DESPEZA	SIM
TRANSFERÊNCIA PARA O FUNDO NACIONAL DE SAÚDE (FNS) DURANTE 4 MESES, DE EMENDAS PARLAMENTARES E REPASSES ADICIONAIS PARA A SAÚDE NOS ENTES SUBNACIONAIS	21,0	*		DESPEZA	SIM
TRANSFERÊNCIA PARA HOSPITAIS FILANTRÓPICOS E SANTAS CASAS VIA FUNDO NACIONAL DE SAÚDE	2,0	*		DESPEZA	SIM
CRÉDITO EXTRAORDINÁRIO PARA O MINISTÉRIO DA CIDADANIA REFORÇAR O ORÇAMENTO DO SISTEMA ÚNICO DE ASSISTÊNCIA SOCIAL (SUAS)	2,6	*		DESPEZA	SIM

DIFERIMENTO DOS TRIBUTOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS DO "SIMPLES" POR 6 MESES	11,3	*	RECEITA	NÃO
EXTINÇÃO DO FUNDO DE RESERVA MONETÁRIA (FRM) E REPASSE DE SEUS RECURSOS PARA ESTADOS E MUNICÍPIOS (50% PARA CADA)	8,6	*	DESPESA	SIM
TOTAL	187,3			
% DO PIB	2,6			

BANCOS PÚBLICOS: CRÉDITO	R\$ BI	FISCAL	PARAFISCAL	ITEM	PRIMÁRIO
SUSPENSÃO DO PAGAMENTO DE JUROS E PRINCIPAL DE OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO DIRETAS POR 6 MESES (BNDES)	19,0			-	NÃO
SUSPENSÃO DO PAGAMENTO DE JUROS E PRINCIPAL DE OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO INDIRETAS POR 6 MESES (BNDES)	11,0			-	NÃO
REFORÇO DAS LINHAS DE CAPITAL DE GIRO PARA MPME'S (BNDES)	5,0			-	NÃO
LINHA DE CRÉDITO EMERGENCIAL PARA EMPRESAS DO RAMO DE SAÚDE (BNDES)	2,0			-	NÃO
AUMENTO DOS RECURSOS DISPONÍVEIS PARA CAPITAL DE GIRO, INVESTIMENTOS E ANTECIPAÇÃO DE RECEBÍVEIS (BB)	48,0			-	NÃO
EXPANSÃO DO CRÉDITO AGRÍCOLA (BB)	25,0			-	NÃO
EXPANSÃO DO CRÉDITO PARA PESSOAS FÍSICAS (BB)	24,0			-	NÃO
LIBERAÇÃO DE CRÉDITO PARA ESTADOS E MUNICÍPIOS FINANCIAREM EQUIPAMENTOS E OBRAS DE SAÚDE (BB)	3,0			-	NÃO
REFORÇO NO CRÉDITO PARA CAPITAL DE GIRO DE MPME'S, ESPECIALMENTE DO RAMO IMOBILIÁRIO (CAIXA)	60,0			-	NÃO
LINHA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO PARA O SETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL (CAIXA)	43,0			-	NÃO
COMPRA DE CARTEIRA DE BANCOS MÉDIOS FOCADOS EM CONSIGNADO E AUTOMÓVEIS (CAIXA)	40,0			-	NÃO
CRÉDITO EM PARCERIA COM O SEBRAE POR MEIO DO FUNDO DE AVAL PARA MICRO E PEQUENAS EMPRESAS, FAMPE (CAIXA)	7,5			-	NÃO
EXPANSÃO DO CRÉDITO AGRÍCOLA PARA FINANCIAR A SAFRA-ANO 2020/2021 (CAIXA)	6,0			-	NÃO
AUMENTO NO VOLUME DE EMPRÉSTIMOS A ESTADOS E MUNICÍPIOS (CAIXA)	5,1			-	NÃO
REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDAS E CRÉDITO PARA HOSPITAIS FILANTRÓPICOS E SANTAS CASAS (CAIXA)	5,0			-	NÃO
REDUÇÃO NOS JUROS E SUSPENSÃO DOS PAGAMENTOS DAS DÍVIDAS DE PESSOAS FÍSICAS E JURÍDICAS POR ATÉ 3 MESES (CAIXA)	-			-	NÃO
TOTAL	371,1				
% DO PIB	5,1				

