

## **Efeitos da pandemia na dívida bruta do Governo Geral e o esforço fiscal para estabilização**

Tarcísio Renato Tonetto Júnior<sup>1</sup>

### **INTRODUÇÃO**

Cabe aos governos a oferta de serviços públicos, objetivando atender as demandas coletivas e maximizar o bem-estar social, dispondo, para isso, de recursos obtidos junto à população e sujeitos à natural restrição orçamentária.

Os dispêndios estatais devem obedecer ao regramento estabelecido no orçamento vigente, o qual partilha a destinação dos insumos a fim de custear a manutenção da máquina administrativa e, ainda, responder aos anseios dos contribuintes, seja mediante investimentos, seja por meio de serviços públicos. Essa partilha deve respeitar, além da escassez de recursos, o atendimento às rubricas de caráter obrigatório, tais como despesas com pessoal e previdência, o que reduz a margem de discricionariedade dos gestores públicos.

Segundo Giambiagi e Além (2016), dois são os fatores primordiais de pressão sobre os gastos do governo: o fator demográfico, decorrente do envelhecimento da população e consequente impacto nas despesas com saúde e previdência e, em países como o Brasil, o processo de urbanização associado a um aumento de nível de renda e escolaridade que resultam em demandas de serviços públicos de melhor qualidade.

Entretanto, esse acréscimo de gastos governamentais deve ser financiado com aumento de tributos ou aumento parcimonioso da dívida pública, de modo que não pressione a relação dívida/PIB, sob pena de descontrole fiscal e desvalorização da moeda. O atendimento das demandas sociais, portanto, não deve exceder os limites orçamentários (GIAMBIAGI e ALÉM, 2016).

Dessa forma, além de poder ser utilizada como dispositivo de estímulo em momentos de retração da atividade econômica, a emissão de dívida é uma ferramenta que permite ao gestor a provisão de bens públicos, dissociando-os da imediata arrecadação necessária, permitindo o compartilhamento do ônus entre diferentes gerações de cidadãos. Para tanto, a política fiscal deve revestir-se de credibilidade e previsibilidade, indispensáveis ao processo de financiamento da dívida e solvência fiscal.

Nesse sentido, o presente trabalho tem por objetivo, ao longo de quatro capítulos, apresentar o impacto da pandemia de COVID na trajetória da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e o esforço fiscal necessário para sua estabilização.

Após esta introdução, o segundo capítulo exhibe os conceitos de dívidas mais empregados no Brasil e a situação decorrente das medidas de enfrentamento aos efeitos da pandemia. O capítulo seguinte apresenta a equação de sustentabilidade da dívida e o esforço fiscal necessário para estabilização do indicador dívida/PIB. Por fim, o quarto

---

<sup>1</sup> Formado em Ciências Econômicas pela UFSM e possui MBA em Finanças pelo IBMEC. Atualmente, é Gestor Financeiro do Fundo do Exército.

capítulo recobra os principais aspectos expostos no trabalho e aborda os desafios fiscais a serem enfrentados.

## PRINCIPAIS CONCEITOS DE DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL E IMPACTO DA PANDEMIA

Os indicadores de endividamento mais utilizados no Brasil são a Dívida Bruta do Governo Geral e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), ambas divulgadas pelo Banco Central do Brasil (BCB).

A DBGG incorpora a dívida mobiliária em mercado, a dívida bancária e a dívida externa de todos os entes da federação (União, Estados e Municípios), excluindo o setor público financeiro. Essa medida, no entanto, contabiliza os títulos públicos em poder do BCB utilizados na política monetária como garantia de operações compromissadas, enquanto os títulos não utilizados, ou títulos livres do BCB, não integram a DBGG. Quanto aos títulos livres, vale dizer que o Fundo Monetário Internacional (FMI) os contabiliza como dívida bruta, sendo esse o principal diferencial entre a DBGG calculada pelo BCB e a adotada pelo FMI.

Já a DLSP incorpora ao governo geral o BCB e estatais (exceto Petrobras, Eletrobras, Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES) e, como o próprio nome diz, deduz do cálculo da dívida os créditos do setor público.

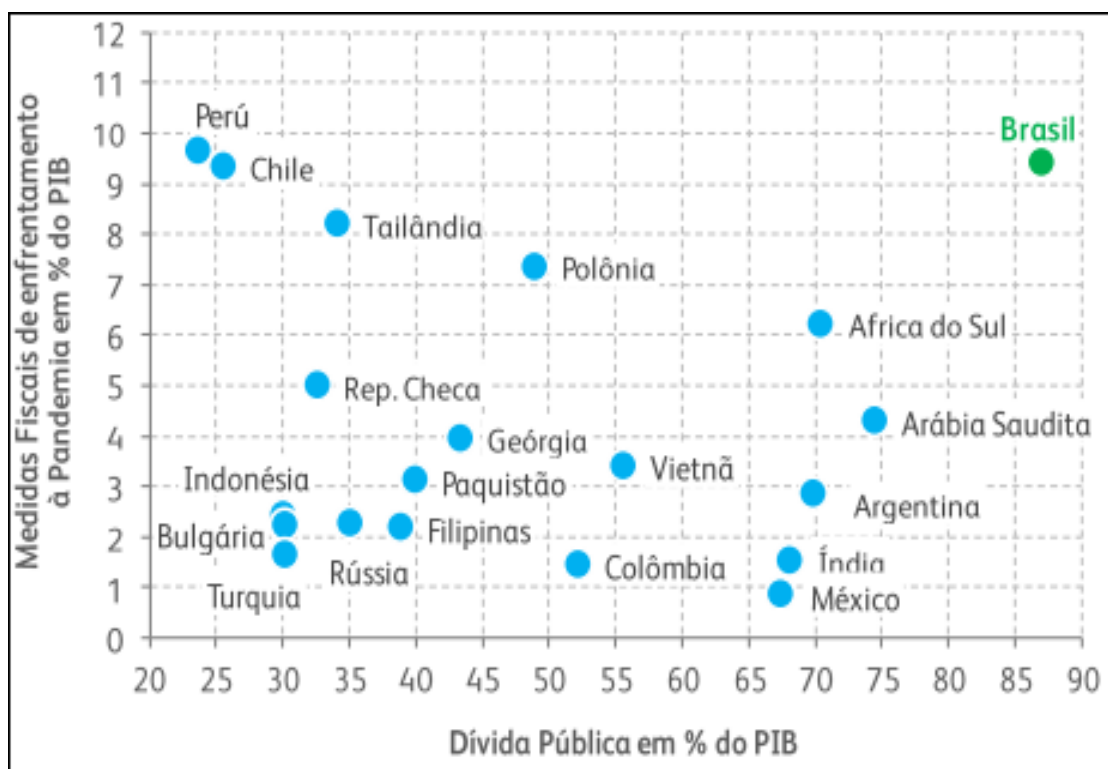
Vale destacar que, no período de 2008 a 2014, o governo emitiu grande soma de títulos da dívida em favor do BNDES, ampliando o volume de financiamento do setor privado via taxas de juros subsidiadas, o que impactou tanto o passivo quanto o ativo da DLSP, não alterando esse indicador, enquanto a DBGG sofreu expansão apenas de seu passivo. Esse movimento contribuiu para que o indicador de endividamento bruto passasse a ser considerado mais aderente à questão da solvência fiscal.

Já, em 2020, as contas públicas foram especialmente afetadas pelas implicações da pandemia do novo coronavírus. Com efeito, o PIB do primeiro trimestre apresentou contração de 1,5% em comparação ao trimestre anterior. No segundo trimestre, a queda foi maior, 9,7%. Como resultado, a arrecadação do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e BCB) entre janeiro e setembro de 2020 foi de R\$ 1,012 trilhão, contra R\$ 1,139 trilhão do mesmo período do ano anterior, queda real de 13,7%, segundo o Relatório do Resultado do Tesouro Nacional (RTN) de setembro do ano corrente.

Pelo lado da despesa, decorrente de política fiscal contracíclica, o documento Análise do Impacto Fiscal das Medidas de Enfrentamento ao Covid-19, do Ministério da Economia, estima despesas primárias de R\$ 586,6 bilhões no combate à pandemia, o equivalente a 8,4% do PIB (estimado com queda de 4,7% em relação a 2019), com destaque para mais de R\$ 320 milhões de Auxílio Financeiro Emergencial (Brasil, 2020).

De fato, a expansão fiscal do governo brasileiro foi bastante agressiva, em descompasso com seus pares emergentes, como mostra o gráfico abaixo, extraído do Relatório de Gestão do Verde FIC FIM, de outubro de 2020 e que considera a métrica do FMI para o cálculo da dívida.

Gráfico 1: Dívida pública e gasto com a pandemia entre países emergentes

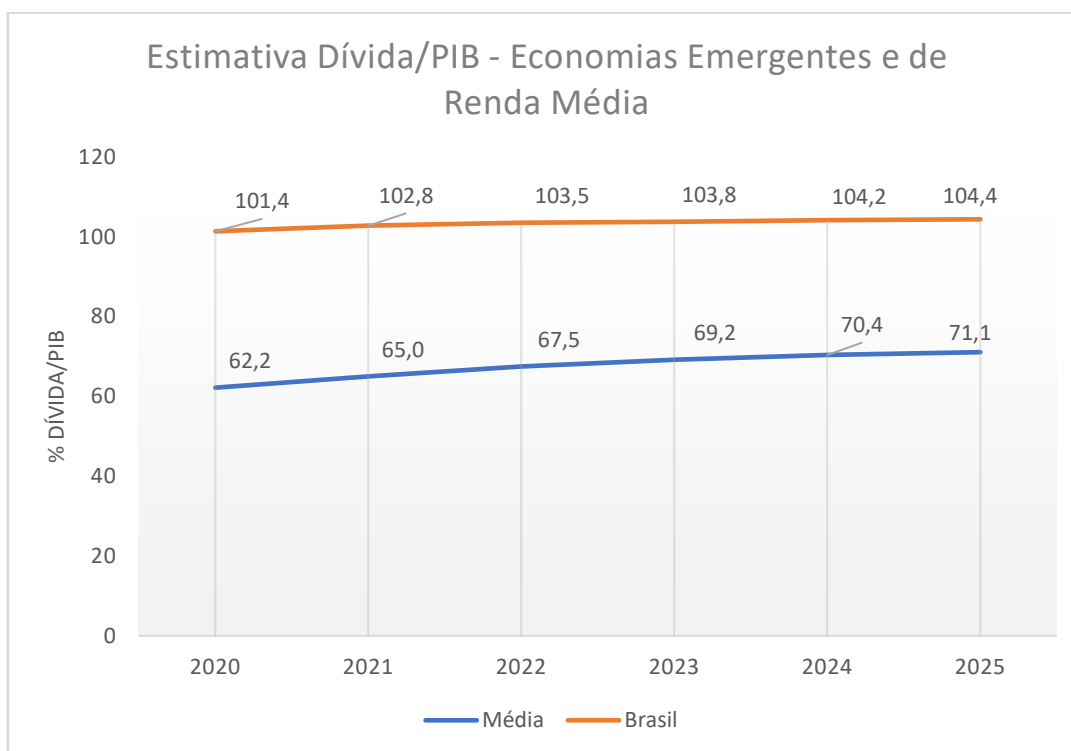


Fonte: Relatório de Gestão Verde FIC FIM, outubro de 2020.

Pelo exposto, apenas Peru e Chile reagiram à pandemia com estímulo fiscal comparável ao brasileiro. A dívida desses países, no entanto, orbita em 25% do PIB.

Ainda sobre a relação dívida/PIB, o Monitor Fiscal do FMI, de outubro de 2020, estimou a dívida bruta em relação ao PIB para diversos países, separando-os em blocos. O Brasil compõe o bloco de economias emergentes e de renda média, cujos valores são apresentados no próximo gráfico. Os dados do bloco, composto por países como Argentina, África do Sul, Rússia, Índia, China, México, Malásia, Colômbia e Chile, dentre outros, estão representados pela média da dívida de seus componentes.

Gráfico 2: Dívida pública e gasto com a pandemia entre países emergentes



Fonte: FMI. Elaborado pelo autor.

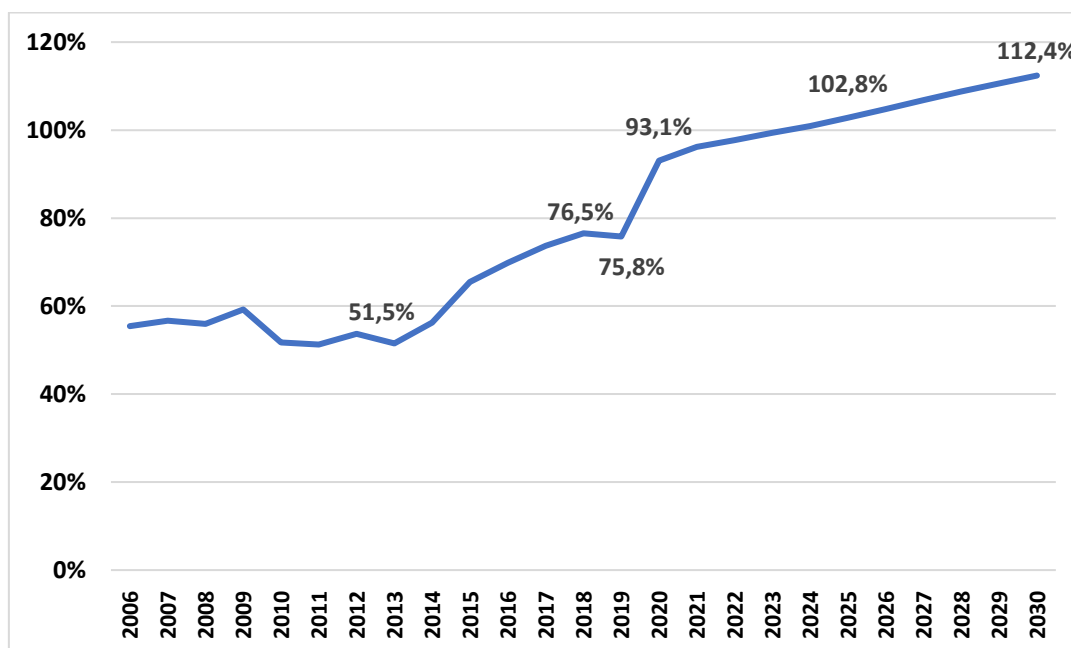
O gráfico aponta, além de um cenário de contínua elevação da dívida, grande disparidade do Brasil em relação à média dos pares, reduzindo a atratividade dos títulos da dívida brasileira. Em verdade, de acordo com o FMI, o Brasil deve apresentar o maior endividamento do bloco a partir de 2022 (não há estimativas para Argentina, Líbia e Venezuela).

Consoante ao cenário descrito, o Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de novembro de 2020 da Instituição Fiscal Independente (IFI) do Senado Federal, estimou o déficit primário para o corrente ano em R\$ 779,8 bilhões, ou 10,9% do PIB, resultando em dívida bruta de 93,1% do PIB ao final do mesmo ano.

A fim de ilustrar o panorama da dívida pública e o impacto da pandemia de COVID-19, o gráfico a seguir apresenta dados do BCB para a DBGG/PIB de 2006 a 2019<sup>2</sup> e últimas projeções considerando o cenário base da IFI para o mesmo indicador, de 2020 a 2030.

<sup>2</sup> Em valores de dezembro, pela metodologia aplicada a partir de 2008 (excluindo a dívida mobiliária na carteira do BCB e incluindo operações compromissadas).

Gráfico 3: Evolução (2006-2019) e projeção (2020-2030) da DBGG em % do PIB



Fonte: BCB e IFI. Elaborado pelo autor.

Após período de certa estabilidade da DBGG até 2013 (decorrente de superávits primários), pode-se observar rápida deterioração do nível de endividamento, passando de 51,5% em 2013 para 76,5% em 2019, em virtude de déficits do setor público a partir de novembro de 2014, em conjunto com a crise de 2015 e 2016 e baixo crescimento a partir desde então até 2019 (SALTO e PELLEGRINI, 2020, p. 298). Observava-se, também, antes da pandemia, uma reversão da tendência do nível da dívida em 2019, decorrente da Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016, que instituiu o Novo Regime Fiscal, responsável por limitar o aumento da despesa primária à variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Já, a partir de 2020, com dados projetados pelo IFI, estima-se uma drástica elevação da dívida, de 17,3 p.p. do PIB, com tendência de crescimento até 2030, quando o endividamento bruto atingiria 112,4% do PIB, um aumento de 48% em relação ao indicador de 2019.

Ainda segundo o RAF de novembro da IFI, o Governo Federal enfrenta o vencimento de mais de R\$ 700 bilhões em títulos da dívida até abril de 2021, com estimativa de emissão de, ao menos, R\$ 112 bilhões em títulos públicos no período.

Pelo exposto, o cenário de estresse fiscal desenhado pode levar a um processo inflacionário, com conseqüente elevação da taxa de juros, redução de investimentos e dificuldade na recuperação dos empregos perdidos durante a pandemia. Dessa forma, cabe ao governo realizar os esforços necessários para garantir a sustentabilidade da dívida e a previsibilidade da economia, edificando um ambiente favorável aos agentes produtivos.

## SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA

Manter o endividamento público em níveis estáveis reduz o risco de moratória, permitindo o assentamento das expectativas dos agentes e panorama favorável ao equilíbrio macroeconômico, gerando confiança na política fiscal e no mercado de títulos públicos. Um cenário atrativo aos investidores possibilita um refinanciamento da dívida a juros menores e redução do custo de oportunidade, impactando positivamente os investimentos.

De acordo com Blanchard (2007), a alteração do coeficiente dívida/PIB ao longo do tempo é igual ao endividamento inicial multiplicado pela diferença entre a taxa real de juros e a taxa de crescimento da economia, ao que se soma o déficit primário em relação ao PIB, conforme fórmula abaixo:

$$B_t/Y_t - B_{(t-1)}/Y_{(t-1)} = (r-g) B_{(t-1)}/Y_{(t-1)} + (G_t - T_t)/Y_t$$

Onde:

B = dívida pública

Y = PIB

r = taxa real de juros

g = taxa de crescimento do produto

G – T = déficit primário

Assim, a cada ano, para manter o nível de endividamento inalterado em relação ao PIB, o setor público deve gerar um superávit primário equivalente ao impacto da taxa de juros descontada do crescimento do produto sobre o estoque da dívida.

Dessa forma, considerando as projeções contidas no RAF de novembro, com DBGG de 102,8%/PIB em 2025 e crescimento anual em 2,3% e taxa de juros reais em 3% ao ano a partir de então, tem-se que o resultado nominal do governo para estabilizar a dívida bruta em 2025 é de:

$$0 = (0,03 - 0,023) \cdot 102,8 + (G_t - T_t)/Y_t$$

$$(G_t - T_t)/Y_t = - 0,7196$$

Ou seja, seria necessário um superávit primário – algo que não é registrado desde 2013 – de 0,7196% do PIB para manter a DBGG em 102,8% do PIB em 2026, considerando os dados utilizados. Ainda, segundo o cenário base utilizado para esse exercício, há estimativa de déficit primário de 1,4% do PIB em 2025, de forma que a estabilização da DBGG nesse ano demandaria um esforço fiscal projetado de, aproximadamente, 2,12% do PIB.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante do apresentado, a fim de manter a solvência das contas públicas e estabilidade macroeconômica necessária ao desenvolvimento sustentado, é mister a concretização da consolidação fiscal, com possibilidades de ajuste tanto pelo lado da receita quanto pelo lado da despesa.

Apesar das dificuldades políticas, medidas como a reforma tributária e os projetos de leis das falências, do gás e de cabotagem poderiam gerar um ambiente de negócios mais amistoso, com aumento da confiança dos agentes econômicos e potencial acréscimo de receitas, inclusive com efeito positivo sobre a agenda de concessões e desestatizações.

Já a promoção de reformas com potencial de ajuste fiscal pelo lado da despesa, como a reforma administrativa, tem saldo positivo sobre as expectativas dos players do mercado, com margem para redução estrutural da taxa de juros e correspondentes implicações positivas no ambiente macroeconômico.

Por fim, a presteza na adoção dessas e outras medidas fiscais deve definir as condições de refinanciamento de significativa parcela da dívida pública (em prazo inferior a seis meses), impactando sobremaneira o cenário fiscal a partir de então.

## REFERÊNCIAS

BLANCHARD, Olivier. Macroeconomia. Tradução: Cláudia Martins, Mônica Rosemberg; revisão técnica: Eliezer Martins Diniz. -- 4 9 ed. -- São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Repositório de Tabelas Especiais. Brasília:2020.Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>>. Acesso em: 08nov. 2020.

\_\_\_\_\_. Ministério da Economia. Análise do Impacto Fiscal das Medidas de Enfrentamento ao Covid-19. Brasília: ME, set. 2020.Disponível em: <[https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/apresentacoes/2020/setembro/2020\\_09\\_28\\_transparencia\\_coletiva\\_covid.pdf/view](https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/apresentacoes/2020/setembro/2020_09_28_transparencia_coletiva_covid.pdf/view)>. Acesso em: 08nov. 2020.

\_\_\_\_\_. Ministério da Economia. Nota Informativa – Atividade Econômica e Resultados do PIB do 1º Trimestre de 2020. Brasília: ME, mai. 2020.Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-informativas/2020/resultados-do-pib-do-primeiro-trimestre.pdf>>. Acesso em: 08nov. 2020.

\_\_\_\_\_. Ministério da Economia.Nota Informativa –Resultados do PIB do 2º Trimestre de 2020.Brasília: ME, set. 2020.Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-informativas/2020/resultadopib2otrimestre2020.pdf>>. Acesso em: 08nov. 2020.

\_\_\_\_\_. Ministério da Economia.Nota Informativa - Considerações sobre a política econômica: objetivos e desafios para 2021. Brasília: ME, nov. 2020.Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas>>

informativas/2020/ni-objetivos-e-desafios-para-2021.pdf/view>. Acesso em: 09 nov. 2020.

\_\_\_\_\_. Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório do Resultado do Tesouro Nacional (RTN). Brasília: set. 2020. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-resultado-do-tesouro-nacional-rtn/2020/9>>. Acesso em: 09 nov. 2020.

\_\_\_\_\_. Senado Federal. Relatório de Acompanhamento Fiscal. Brasília: nov. 2020. Disponível em: < <https://www12.senado.leg.br/ifi/relatorio-de-acompanhamento-fiscal>>. Acesso em: 16 nov. 2020.

\_\_\_\_\_. Emenda Constitucional nº 95 de 15 de dezembro de 2016. Altera o Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, para instituir o Novo Regime Fiscal, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/emendas/emc/emc95.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc95.htm)>. Acesso em: 03 nov. 2020.

GIAMBIAGI, Fabio; ALÉM, Ana. Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil. 5ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Fiscal Monitor. 2009-2020. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/external/en/publications/FM>>. Acesso em: 10 nov. 2020.

SALTO, Felipe; PELLEGRINI, Josué Alfredo. Dívida pública: indicadores, evolução e perspectivas. In: SALTO, Felipe; PELLEGRINI, Josué Alfredo (orgs.). Contas Públicas no Brasil. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. cap 11, p. 283-310.