



*Reunião de Cenários de Longo Prazo da Tendências Consultoria Integrada*

# **O financiamento da crise e o pós-2020**

***Felipe Salto***

Diretor-Executivo da IFI

2 de junho de 2020

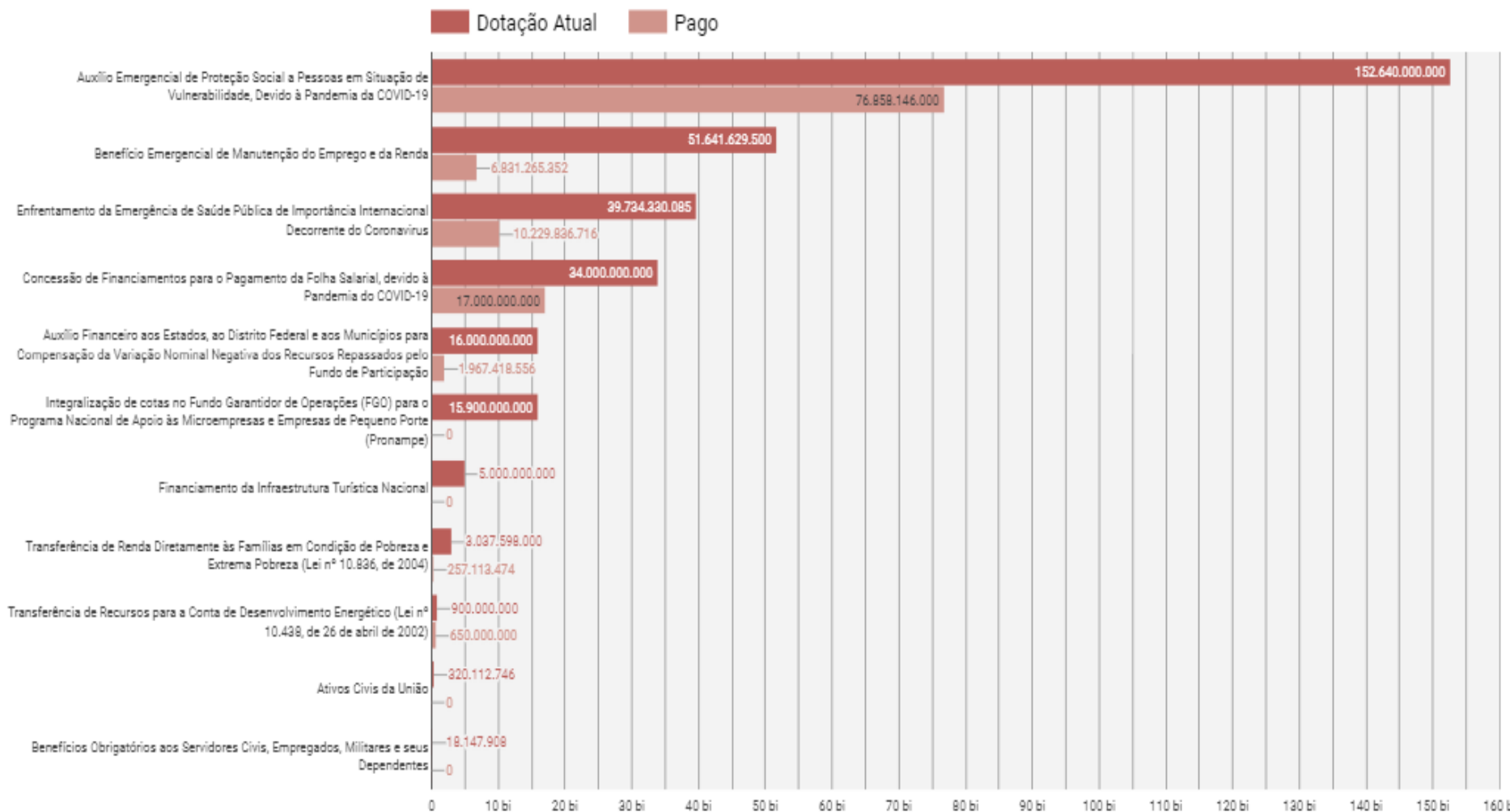
- I. Visão geral
- II. Custos das medidas anti-crise
- III. Como financiar o déficit deste ano?
- IV. Projeções

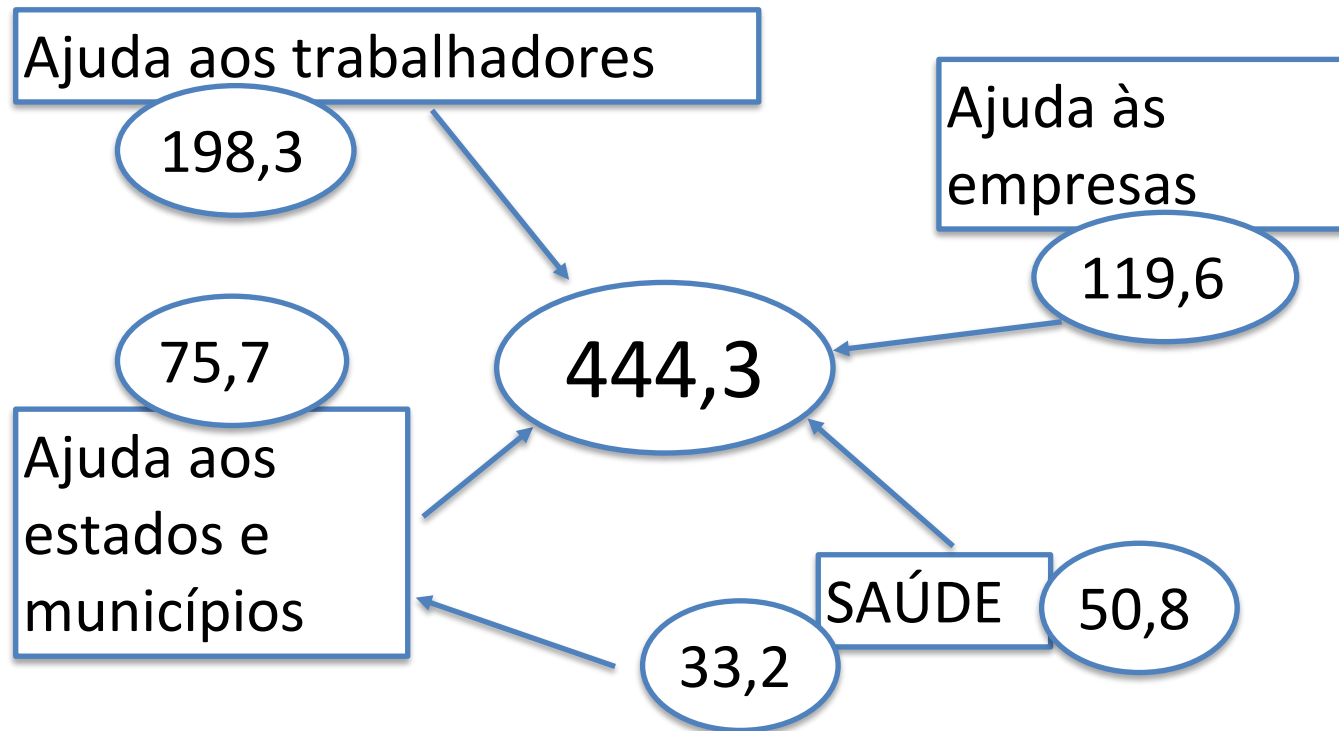
- **Quadro fiscal é o mais desafiador que o país já enfrentou**
- Dívida pública subirá **15 pontos\* do PIB em 2020**, mas poderá crescer ainda mais, a depender das políticas que se adotarem até o fim do ano e do ritmo de venda de reservas
- Déficit primário deverá superar os **R\$ 900 bilhões\* em 2020**, já incluído o custo das medidas de combate à crise
- Risco de financiamento da dívida é controlado, mas existe
- **Uso da Conta Única precisa ser desmistificado**
- O após crise reserva discussões importantes: **regras fiscais (teto, principalmente)**, possível aumento de carga tributária e retomada da discussão sobre o gasto obrigatório

## II. Custos das medidas anti-crise

- 20 MPs de crédito extraordinário: R\$ 274 bi autorizados
- 84% gasto primário e 14% gasto financeiro
- 66% Assistência (benefícios emergenciais), 19% Encargos (auxílio aos demais entes e financiamentos) e 13% Saúde
- 85% aplicado pela União, 9% por municípios, 6% por estados
- Total pago: em torno de 40% do autorizado
- Execução na saúde é baixa (cerca de 25%), mas despesas não marcadas como covid-19 têm crescido em relação a 2019

## Total de Recursos Autorizados e Pagos por ação





*Se o benefício emergencial de R\$ 600 for expandido por mais 3 meses, o cálculo acima subiria para R\$ 598,7 bilhões.*

### III. Como financiar o déficit deste ano?



- A dívida bruta do governo geral tem dois grandes componentes:

## **1. Dívida mobiliária do Tesouro Nacional**

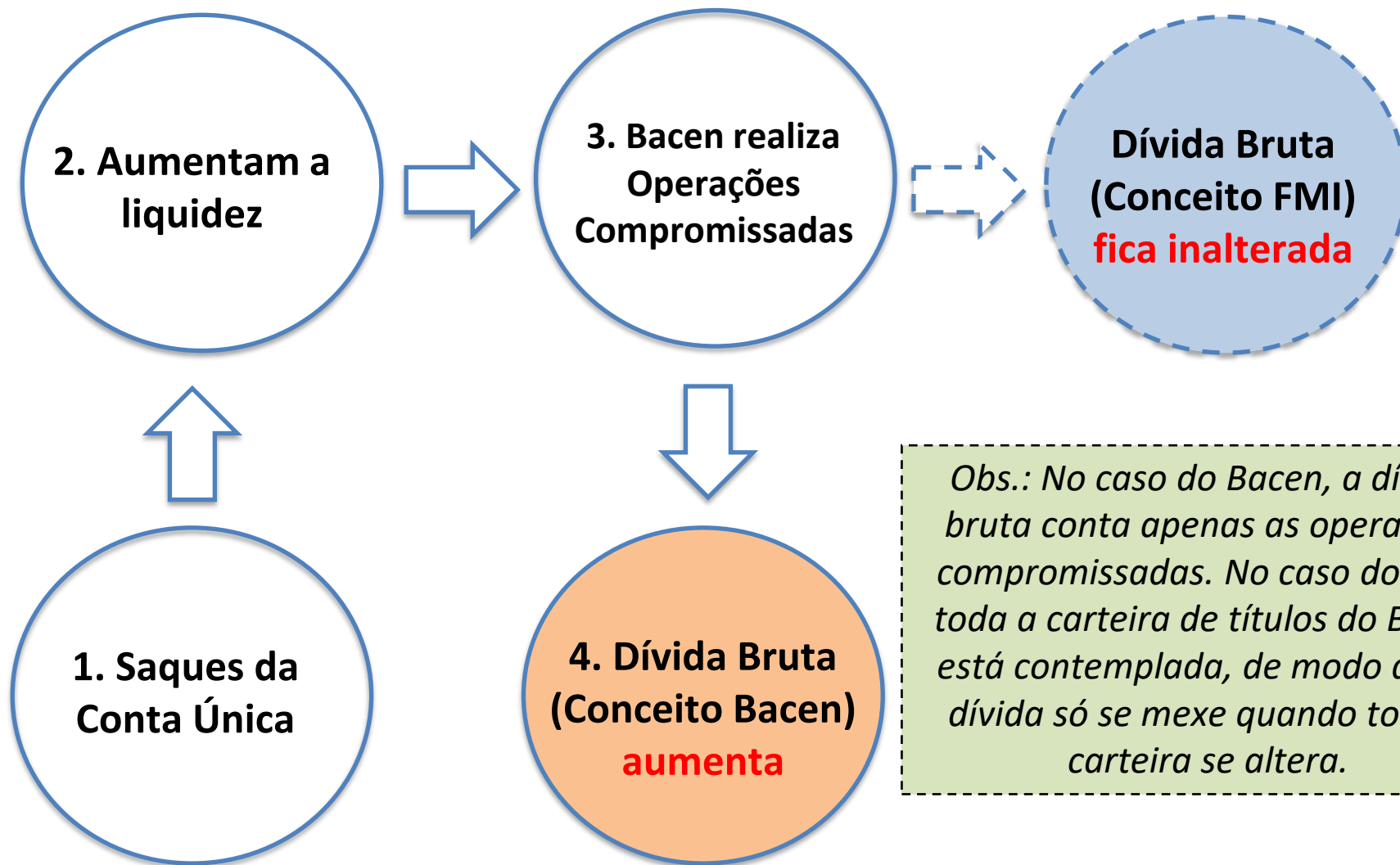
Títulos emitidos pelo Tesouro, por exemplo: LFTs (indexadas à Selic), LTNs, NTNs etc. O mercado de títulos funciona como outro qualquer. O preço de equilíbrio se dá pelas relações de oferta e demanda. A demanda é substancialmente afetada em tempos de maior incerteza.

## **2. Operações Compromissadas do Banco Central**

Operações feitas pelo Banco Central com títulos emitidos pelo Tesouro para gerenciar a liquidez do sistema monetário. O objetivo, dentro do regime de metas à inflação, é garantir que a meta-Selic seja observada nas operações do mercado e, assim, a meta de inflação se cumpra.

- Dentro do regime de metas à inflação, todos os caminhos levam à **DÍVIDA!**
  - Se feito por meio do **Tesouro**, tendência é o encurtamento da dívida e maior selicagem (prêmio nas LFTs pode aumentar... Hoje está em 0,026% a.a.)
  - Se feito via saques da **Conta Única**, aumento de liquidez pelo gasto mais alto terá de ser enxugado pelo Bacen, com operações compromissadas
    - Se o Bacen não enxuga o excesso de liquidez, a taxa de juros no interbancário fica abaixo da Selic, ferindo o regime de metas à inflação

- O uso da Conta Única aumenta a liquidez e exige enxugamento com aumento das operações compromissadas (dívida)
- Isso mostra que o uso dos recursos depositados na conta não é neutro do ponto de vista fiscal
- Segundo o Relatório Resumido de Execução Orçamentária (RREO) de março, havia R\$ 1,3 trilhão na Conta Única, uma redução de R\$ 280 bilhões em relação à posição de dezembro de 2019
- A maior parte dos recursos utilizados vem do chamado colchão de liquidez (recursos obtidos de emissões passadas além do déficit)



*Obs.: No caso do Bacen, a dívida bruta conta apenas as operações comprometidas. No caso do FMI, toda a carteira de títulos do Bacen está contemplada, de modo que a dívida só se mexe quando toda a carteira se altera.*

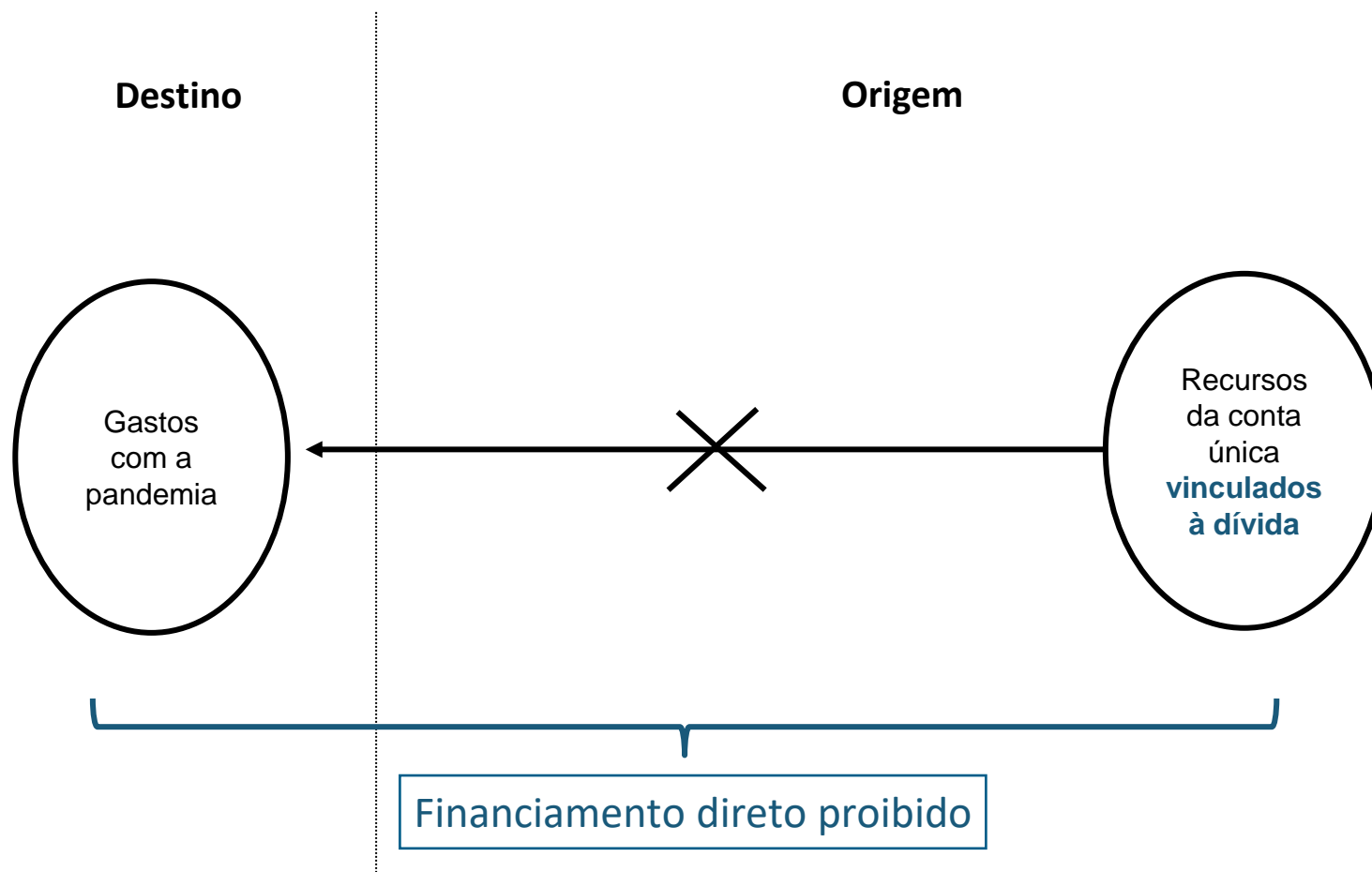
## 4 - Fatores condicionantes da base monetária

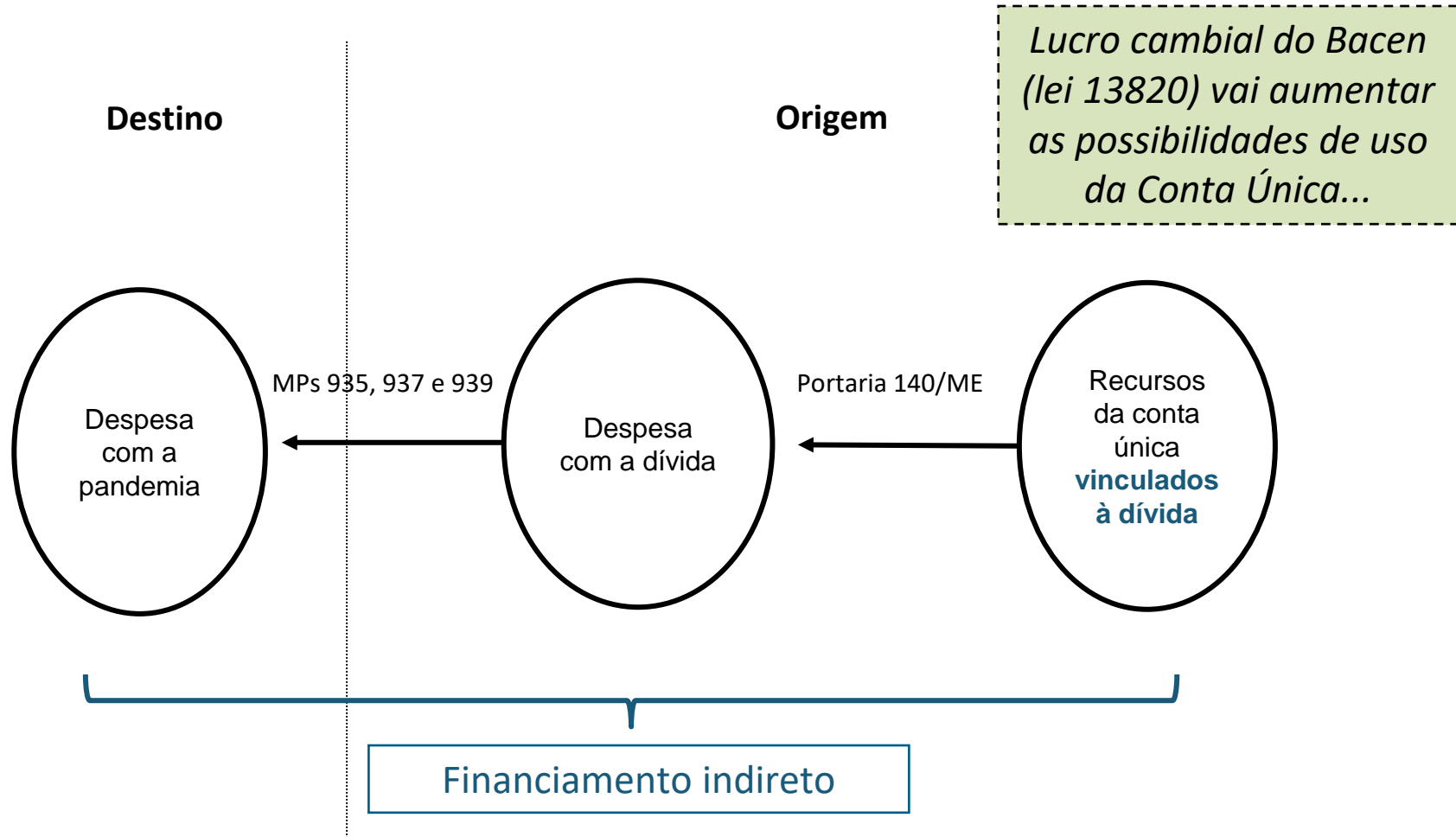
Fluxos acumulados no mês

R\$ milhões

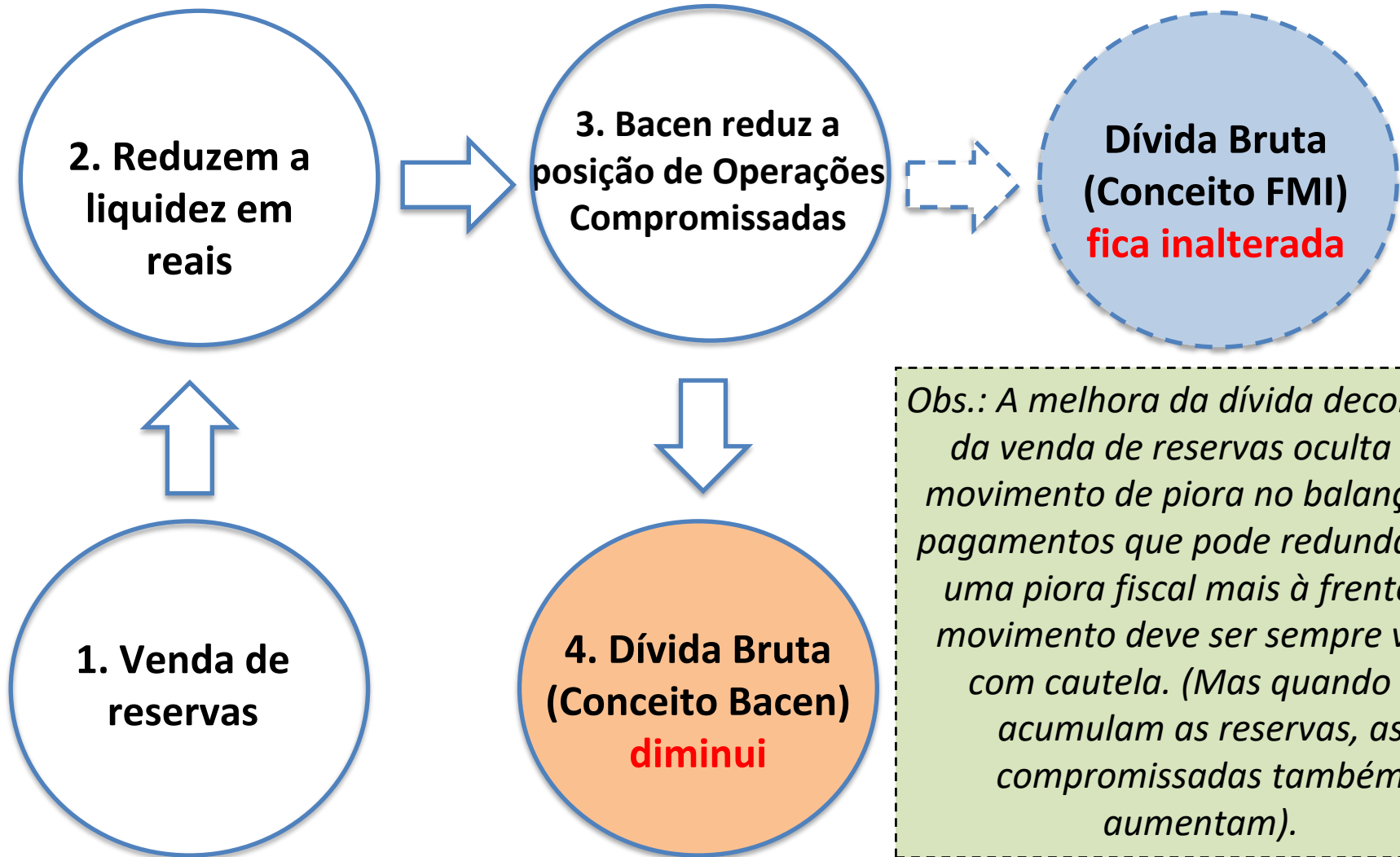
Período	Conta do Tesouro Nacional <sup>1/</sup>	Operações com títulos públicos federais		Operações do setor externo	Operações de redesconto do Banco Central	Depósitos de instituições financeiras <sup>2/</sup>	Operações com derivativos – ajustes	Outras contas <sup>3/</sup>	Variação da base monetária
		Mercado primário	Mercado secundário						
Dez	-43 976	-15 624	143 192	-46 839	-0	-6 660	-6928	-3 362	19 804
2020 Jan	-1 409	55 640	-60 868	424	-0	- 555	7615	527	1 373
Fev	-9 391	-19 912	2 142	1 416	7	2 335	7606	1 036	-14 762
Mar	11 994	124 900	-177 800	-90 992	-7	108 865	31259	-3 856	4 363
Abr	103 172	85 493	-98 326	-38 449	-0	-29 122	8340	-1 985	29 124
Mai 4	23 004	-9 593	-7 069	12	0	-4 561	3 806	- 153	5 446
5	41 673	-10 376	-52 165	17 350	-0	-4 524	9 029	- 136	852
6	49 184	-10 665	-56 336	17 351	-0	-4 489	10 816	1 391	7 252
7	58 818	-10 335	-60 754	17 355	-0	-4 370	16 160	999	17 873
8	61 323	-20 548	-47 322	17 355	0	-4 339	24 188	1 203	31 861

Obs.: - Conta Única, resgate líquido de títulos (+ uso do colchão de liquidez) e compulsórios levaram à necessidade de enxugamento **com aumento de compromissadas** (mercado secundário, na tabela), mesmo com efeito contracionista das operações do setor externo.





# A questão da venda de reservas



*Obs.: A melhora da dívida decorrente da venda de reservas oculta um movimento de piora no balanço de pagamentos que pode redundar em uma piora fiscal mais à frente. O movimento deve ser sempre visto com cautela. (Mas quando se acumulam as reservas, as compromissadas também aumentam).*



## IV. Projeções

# Variação real do PIB em 2020 (%)

## Tempo de distanciamento (em número de semanas)

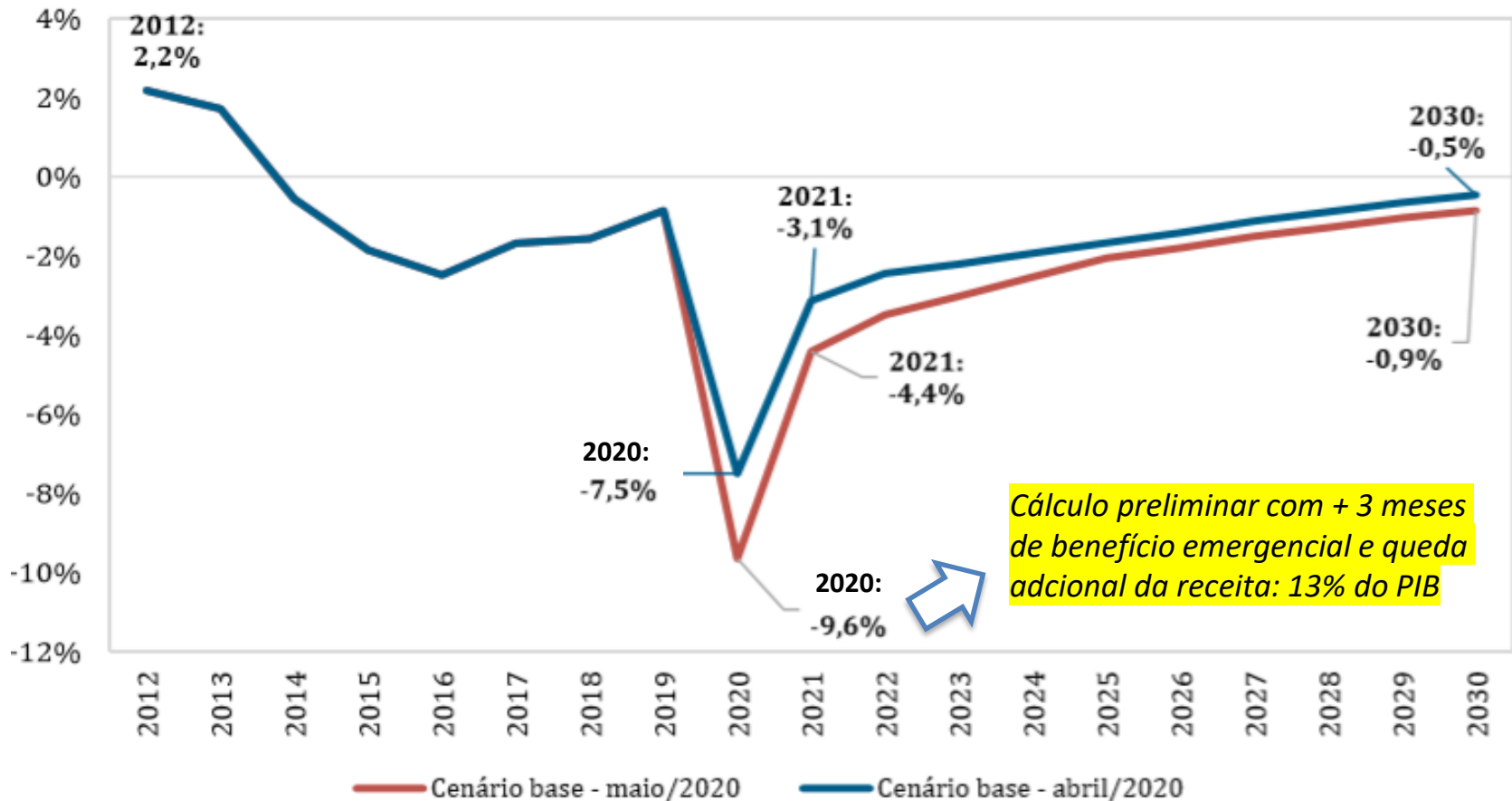
Percentual de redução da atividade	Mar	Mar	Abr	Abr	Abr	Abr	Mai	Mai	Mai	Mai	Jun	Jun	Jun	Jun	Jul	Jul	Jul	Jul	Ago	Ago	Ago	Ago
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
5%	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
10%	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
15%	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
20%	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.3
25%	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8
30%	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3	0.1	-0.0	-0.2	-0.3	-0.5	-0.6	-0.8	-0.9	-1.1	-1.2	-1.4
35%	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0	0.8	0.7	0.5	0.3	0.2	-0.0	-0.2	-0.4	-0.5	-0.7	-0.9	-1.0	-1.2	-1.4	-1.6	-1.7	-1.9
40%	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9	0.7	0.5	0.3	0.1	-0.1	-0.3	-0.5	-0.7	-0.9	-1.1	-1.3	-1.5	-1.7	-1.9	-2.1	-2.2	-2.4
45%	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8	0.5	0.3	0.1	-0.1	-0.3	-0.6	-0.8	-1.0	-1.2	-1.4	-1.7	-1.9	-2.1	-2.3	-2.5	-2.8	-3.0
50%	1.6	1.4	1.1	0.9	0.6	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.6	-0.8	-1.1	-1.3	-1.6	-1.8	-2.0	-2.3	-2.5	-2.8	-3.0	-3.3	-3.5
55%	1.6	1.3	1.1	0.8	0.5	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	-3.5	-3.8	-4.1
60%	1.6	1.3	1.0	0.7	0.4	0.1	-0.2	-0.5	-0.8	-1.1	-1.4	-1.7	-1.9	-2.2	-2.5	-2.8	-3.1	-3.4	-3.7	-4.0	-4.3	-4.6
65%	1.5	1.2	0.9	0.6	0.3	-0.0	-0.4	-0.7	-1.0	-1.3	-1.6	-1.9	-2.3	-2.6	-2.9	-3.2	-3.5	-3.9	-4.2	-4.5	-4.8	-5.1
70%	1.5	1.2	0.8	0.5	0.2	-0.2	-0.5	-0.9	-1.2	-1.6	-1.9	-2.2	-2.6	-2.9	-3.3	-3.6	-4.0	-4.3	-4.6	-5.0	-5.3	-5.7
75%	1.5	1.1	0.8	0.4	0.0	-0.3	-0.7	-1.1	-1.4	-1.8	-2.2	-2.5	-2.9	-3.3	-3.6	-4.0	-4.4	-4.7	-5.1	-5.5	-5.8	-6.2
80%	1.5	1.1	0.7	0.3	-0.1	-0.5	-0.9	-1.3	-1.7	-2.0	-2.4	-2.8	-3.2	-3.6	-4.0	-4.4	-4.8	-5.2	-5.6	-6.0	-6.4	-6.7
85%	1.4	1.0	0.6	0.2	-0.2	-0.6	-1.0	-1.5	-1.9	-2.3	-2.7	-3.1	-3.5	-3.9	-4.4	-4.8	-5.2	-5.6	-6.0	-6.5	-6.9	-7.3

Fonte: Relatório de Acompanhamento Fiscal da IFI (abril/20) –

<https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2020/abril/raf-relatorio-de-acompanhamento-fiscal-abr-2020>

# Trajetória esperada do déficit primário

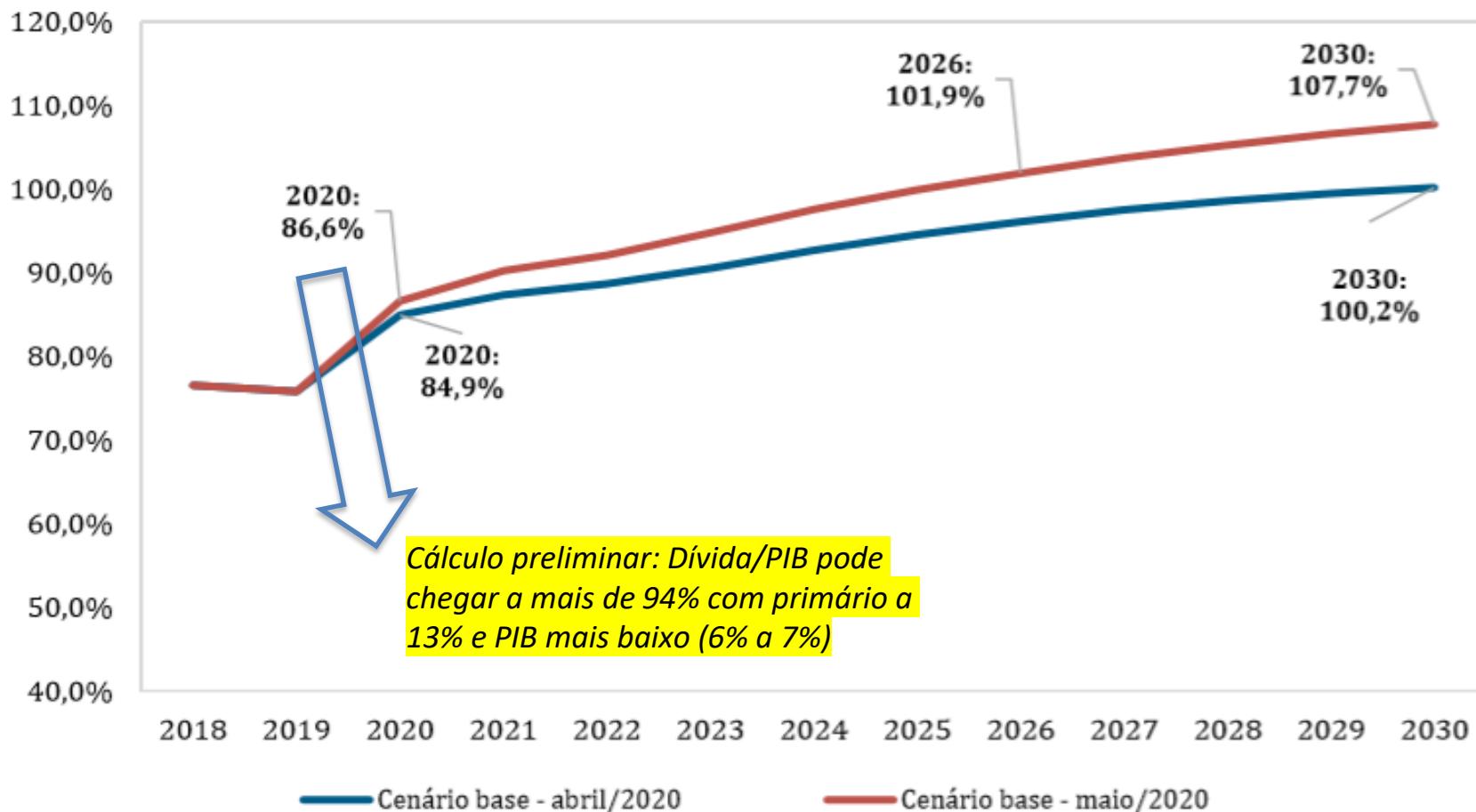
GRÁFICO 19. DÉFICIT PRIMÁRIO DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração e projeções: IFI.

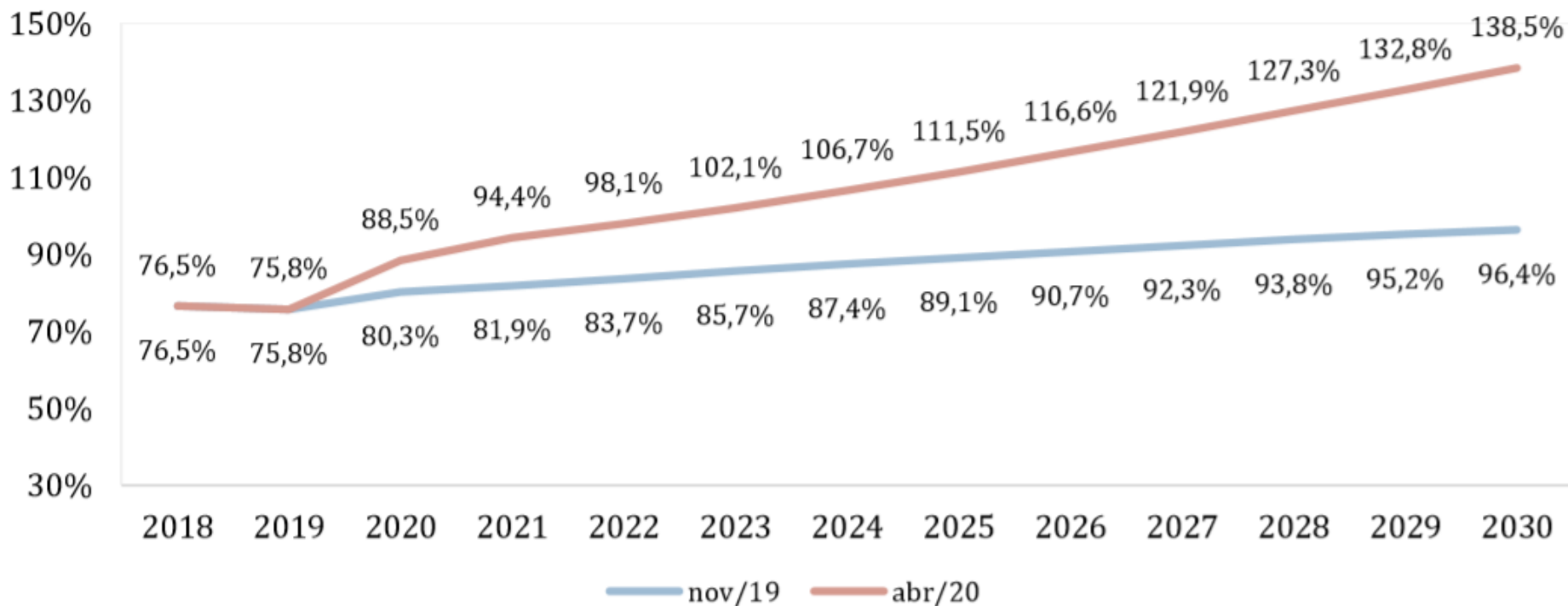
# Trajetória esperada da dívida bruta

GRÁFICO 20. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração e projeções: IFI.

**GRÁFICO 14. PROJEÇÕES PARA A DBGG NO RAF DE NOV/2019 VERSUS RAF DE ABRIL/2020 – PESSIMISTA**



# Regras fiscais e o retorno à “normalidade”

- **2020: caminho livre**
  - Meta de resultado primário: suspensão (DL 6/2020 - Calamidade)
  - Teto de gastos: exceção dos créditos extraordinários
  - Regra de ouro: suspensão (PEC do Orçamento de Guerra)
- **2021: mais restritivo**
  - Meta de resultado primário: flexível (PLDO 2021)
  - Teto de gastos:
    - Novas circunstâncias imprevisíveis e urgentes da covid: créditos extraordinários
    - Despesas que estejam previstas na tramitação do PLOA: sujeitas ao teto
    - Ou: rompimento + acionamento dos gatilhos
  - Regra de ouro:
    - ou: exceção da própria regra (autorização do Congresso por maioria absoluta)
    - suspensão se a calamidade for decretada também em 2021

- Para o após crise, começa a surgir a discussão de tributação de dividendos e de grandes fortunas, de maneira temporária, para ajudar a zerar o déficit primário
- Além disso, discute-se a importância da retomada da agenda de reformas, a exemplo da PEC Emergencial, que permitiria controlar mais diretamente a evolução do gasto obrigatório
- As regras fiscais não têm sido suficientes para promover um ajuste fiscal de boa qualidade
- O teto de gastos segue sendo a única âncora
- **Aacionar os gatilhos do teto seria um caminho importante para conduzir ajustes em gastos de pessoal e outras despesas obrigatórias**