

El financiamiento del déficit fiscal brasileño em la pandemia de Covid-19

Margarida Gutierrez

Antonio Licha

Marzo de 2021

Narrativa

La pandemia significó una fuerte expansión fiscal y un aumento de las expectativas sobre la trayectoria de la deuda pública.

La menor tolerancia al riesgo y la mayor preferencia por liquidez provocaron una contracción en la demanda por títulos públicos entre los meses de marzo y septiembre de 2020.

Dada la dificultad de emitir nuevos títulos, el Tesoro Nacional comenzó a utilizar su Cuenta Única en el BCB (Banco Central del Brasil) para financiar el aumento del déficit fiscal, aumentando la base monetaria.

Debido al régimen de Metas de Inflación, el BCB esterilizó parte de esta expansión de la base monetaria a través de operaciones de recompra. Otra parte acompañó el aumento de la demanda de moneda del sector privado.

Narrativa

¿Por qué los bancos comerciales aceptaron las operaciones de recompra del BCB y no los títulos del Tesoro nacional?

Por que las operaciones del Banco Central son activos con menos riesgo (y menos rentabilidad) y mas liquidez que los títulos públicos. Los bancos reemplazaron activos de mayor riesgo y menor liquidez por activos de menor riesgo y más liquidez.

Eses activos lastrearon la demanda por fondos de inversión del sector privado.

La credibilidad del BCB fue fundamental para ayudar a financiar el aumento del déficit fiscal brasileño.

Um modelo teórico de firma bancária simples



Definiciones

W portafolio del banco

D títulos públicos del Tesoro Nacional

C operaciones de recompra del Banco Central

$$\theta = D/W$$

Entonces:

$$W = D + C$$

$$\theta + (1 - \theta) = 1$$

Hipótesis

D (activo con riesgo y sin liquidez): $r_D \sim N(\rho, \sigma^2)$ y $L_D = 0$

C (activo sin riesgo y con liquidez): $i < \rho$ y $L_C > 0$

La utilidad de la cartera del banco es cuadrática:

$$U(R, L) = R - (\lambda/2) R^2 + \varphi L$$

Problema del banco comercial

El banco comercial

$$\max_{\theta} E(U) = [i + (\rho - i)\theta] - \frac{\lambda}{2}\theta^2\sigma^2 + \varphi(1 - \theta)L_C$$

Solución:

$$\theta = \frac{(\rho - i) - \varphi L_C}{\lambda \sigma^2}$$

Conclusión:

Aumento de la aversión al riesgo (λ) o de la preferencia por liquidez (φ), aumentan la demanda de operaciones de recompra de los bancos ($1 - \theta$).

Financiamiento del déficit fiscal



Siglas

NFSP: Necesidades de financiamiento del sector público

ΔM : variación de la base monetaria

ΔCUT : variación de la Cuenta Única del Tesoro Nacional

ΔD : variación de la Deuda Pública del Tesoro

ΔC : variación de las operaciones de recompra del Banco Central

Financiamento do déficit fiscal

$$\text{NFSP} = \Delta D + \Delta \text{CUT} \quad (1)$$

- Para alcanzar la meta de la tasa de interés Selic, el BCB esteriliza parte del ΔM por el uso de la CUT a través de ΔC :

$$\Delta \text{CUT} = \Delta M + \Delta C \quad (2)$$

- De (1) e (2)

$$\text{NFSP} = \Delta D + \Delta M + \Delta C \quad (3)$$

- Hipótesis:
 - a- Todo ΔM es para financiar el déficit público.
 - b- Encontramos ΔC por residuo.

Financiamiento del déficit público

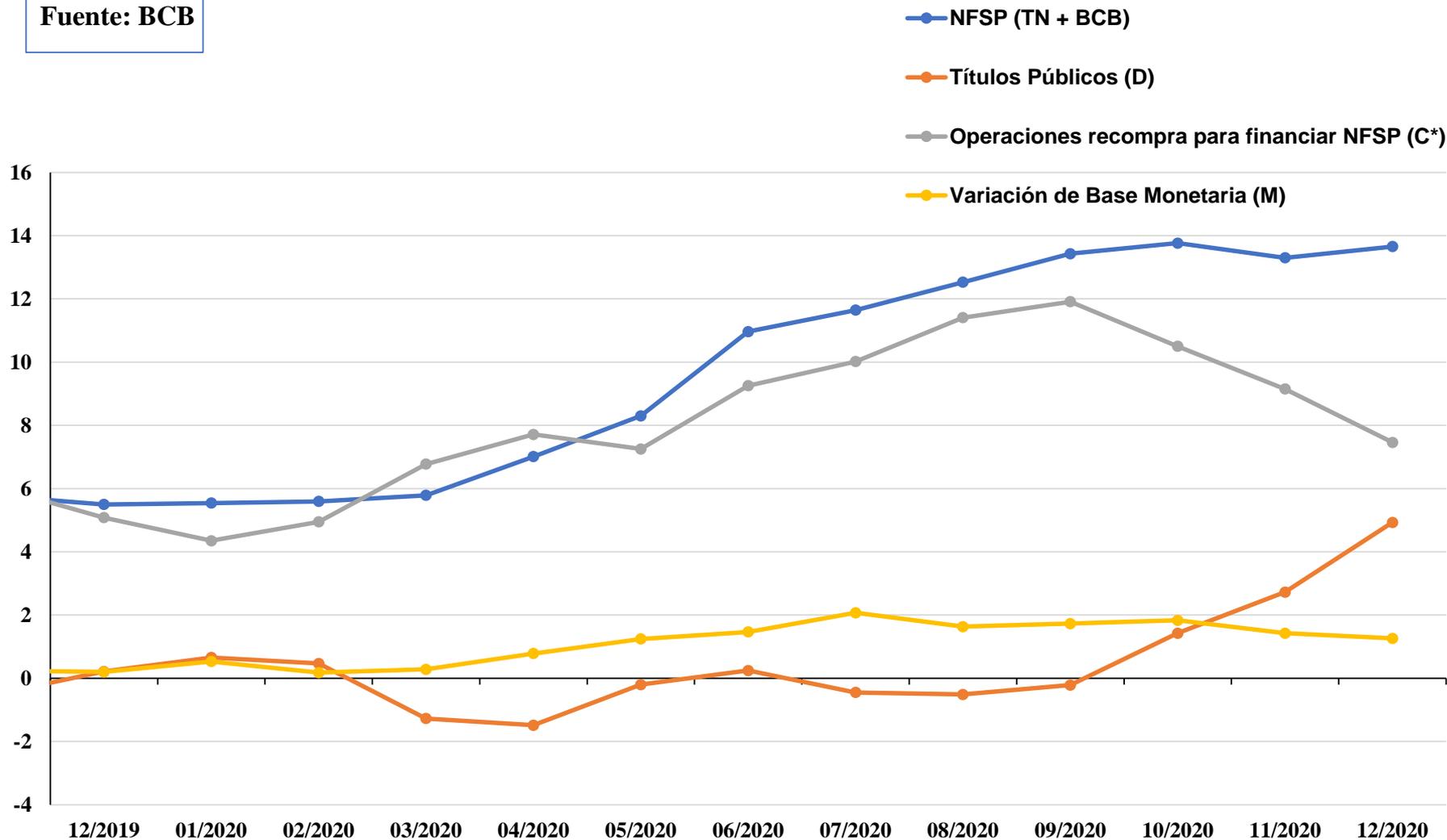
R\$ millones

	2019	Enero/Octubre 2020	Aumento	
			R\$ Millones	%
NFSP	399014	919446	520432	
ΔD	15720	49926	34206	7%
ΔM	14537	111234	96697	19%
ΔC^*	368757	758286	389529	75%

Financiamiento de la NFSP

Flujos de 12 meses - % del PBI

Fuente: BCB

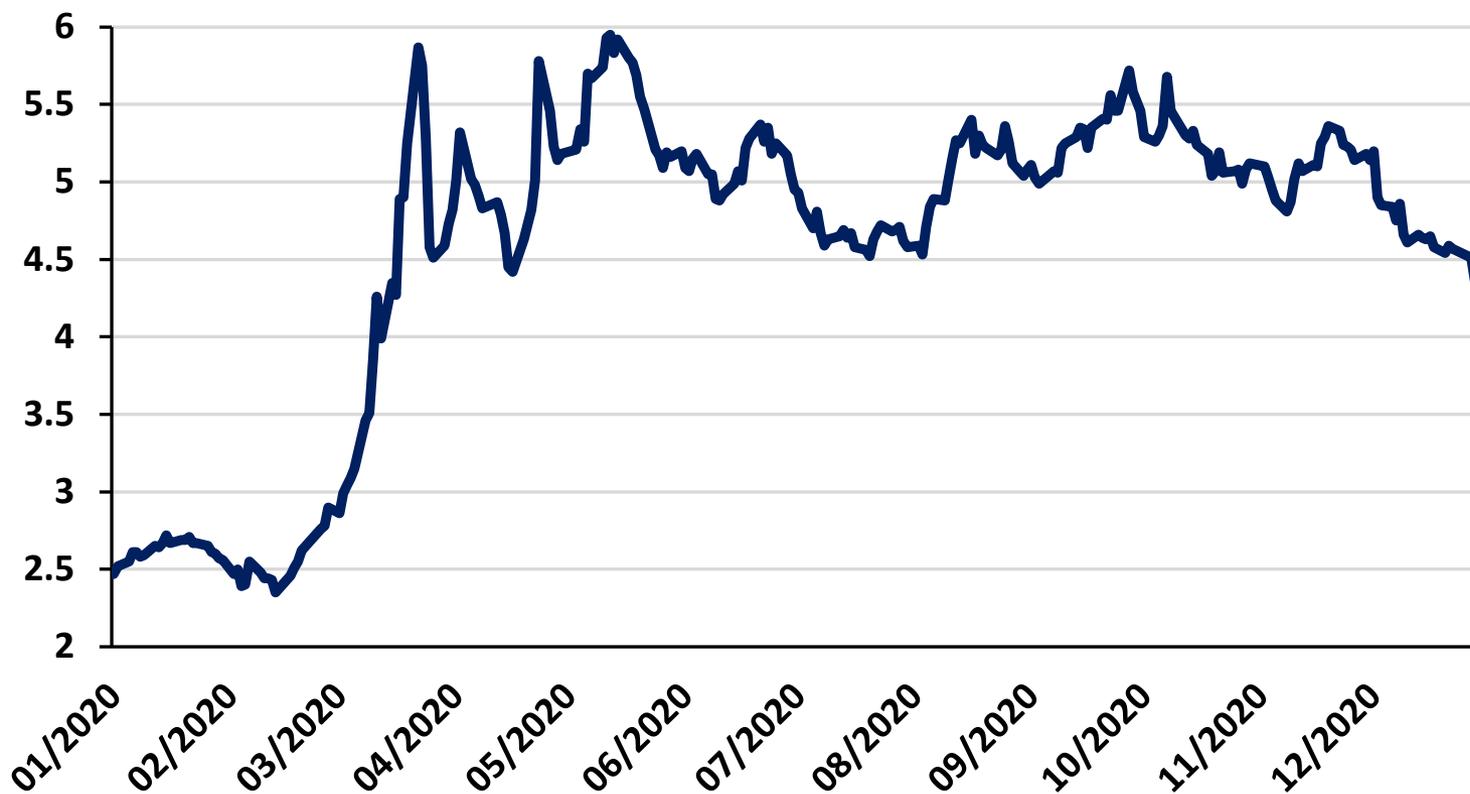


Indicadores de riesgo y liquidez



Spread Swap Pre-DI 10 años y 1 año

%



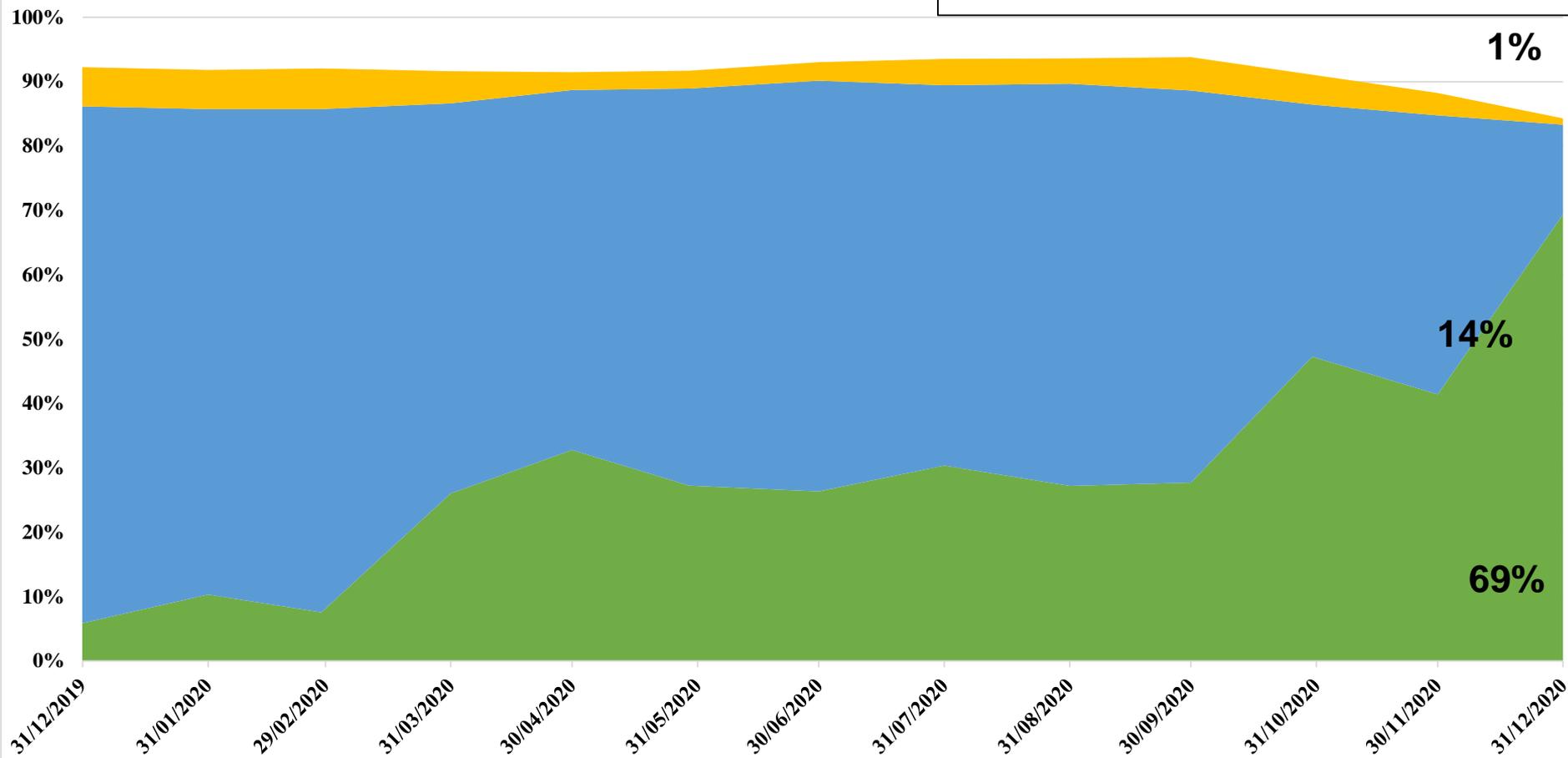
Fuente: B3

Plazo de Operaciones de Recompra (Prefijadas)

Participación relativa

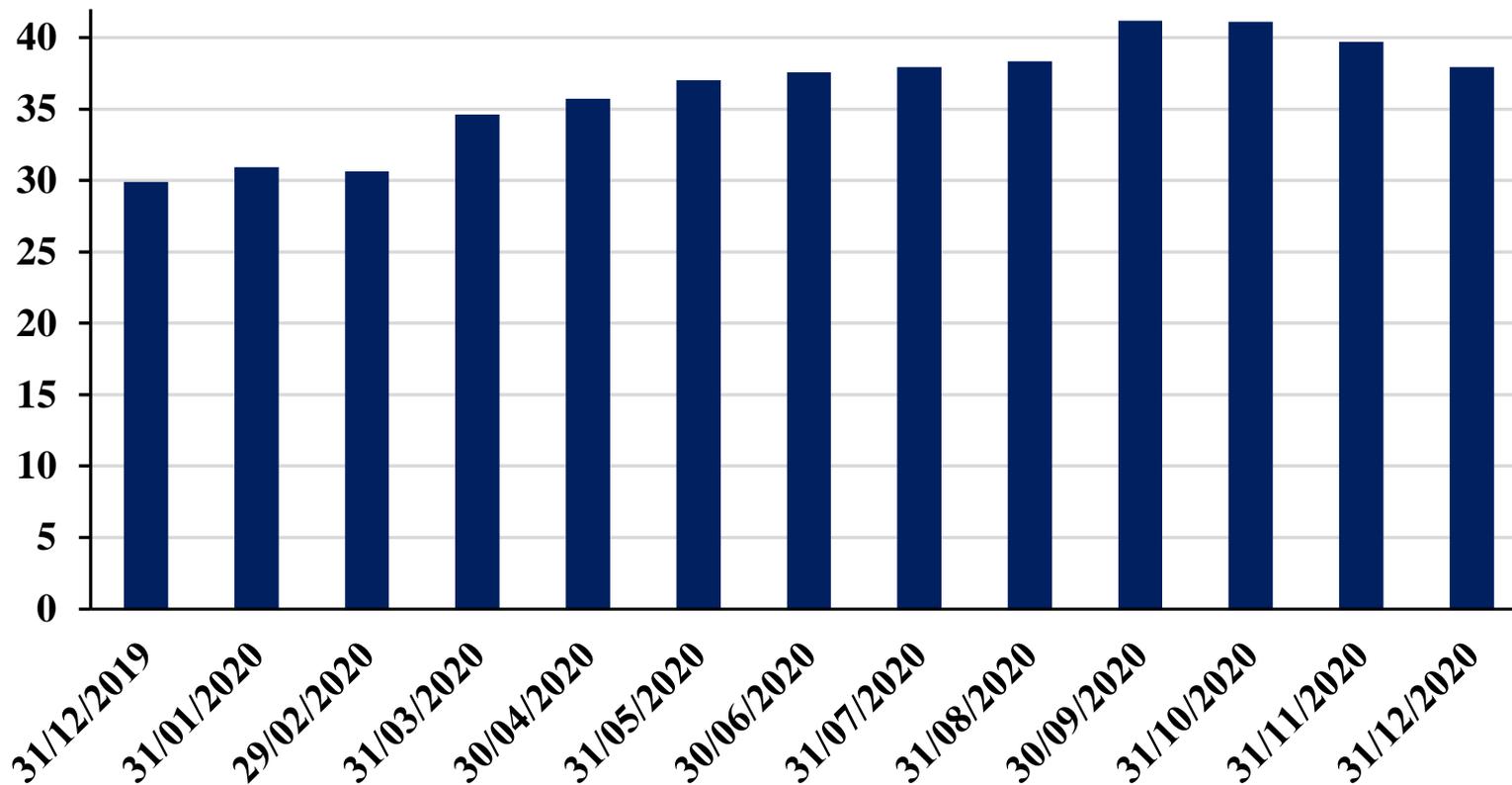
Fuente: BCB

- Prefijadas de 3 meses
- Prefijadas de 2 semanas hasta 2 meses
- Prefijadas hasta 13 días



Deuda pública del Gobierno Central a vencer en 12 meses

En % del PBI



Fuente: BCB

Ajustes Patrimoniales



Ajuste del sector privado

- La contrapartida macroeconómica del aumento del déficit público fue un aumento del ahorro privado.
- Los bancos usaron las operaciones de recompra para lastrear el aumento de la demanda por fondos de inversión.
- Este ajuste patrimonial puede ser visto del punto de vista macroeconómico.

Riqueza Financiera Neta por Sector (% del PBI)

Sectores	Variación Febrero-Diciembre 2020
Sector Privado (F + NF)	12.2
Sector Público (TN + BCB)	-13.1
Sector Externo	0.9

Obs: Ajustado por variación cambial

Fuente: Pires de Souza, F.E. (2021), *Panem et circenses: A propósito da Macroeconomia da pandemia*

Conclusión



- Las operaciones de recompra cumplieron un papel fundamental en el financiamiento del déficit fiscal.
- Son activos con rentabilidad e riesgo bajos y elevada liquidez que permiten ajustar los portafolios privados durante un período de crisis.
- Esos atributos dependen de la credibilidad de su emisor: el BCB.
- Si el BCB no esteriliza adecuadamente la expansión de la base monetaria, el aumento de las reservas bancarias reduciría la tasa Selic. El BCB perdería el control del proceso inflacionario.