

O financiamento do déficit fiscal brasileiro na pandemia do Covid-19¹

Margarida Gutierrez (COPPEAD/UFRJ)

Antonio Licha (IE/UFRJ)

Resumo

Este artigo analisa o financiamento do déficit fiscal brasileiro durante os primeiros meses da pandemia da Covid-19. Mostramos que entre os meses de março e setembro de 2020, o mercado para títulos públicos brasileiros ficou quase que totalmente fechado e que o financiamento do déficit fiscal foi feito através da Conta Única do Tesouro Nacional. O Banco Central do Brasil conseguiu esterilizar a expansão da base monetária utilizando operações compromissadas. As instituições financeiras e os investidores aceitaram ajustar seus portfólios com operações compromissadas devido ao menor risco e à maior liquidez desses ativos.

Rio de Janeiro, março de 2021

¹ Este trabalho está inserido na pesquisa do Grupo de Conjuntura e Economia Aplicada do IE/UFRJ denominada Macroeconomia da Pandemia.

Introdução

A pandemia da Covid-19 provocou uma resposta fiscal forte do governo brasileiro.² Segundo dados do Ministério de Economia, o impacto fiscal em 2020 foi de 7,5% do PIB entre reduções temporárias de impostos e aumento de gastos.³ Os estímulos fiscais brasileiros superaram a média dos países emergentes (4,3% do PIB) alcançando a média dos avançados (7,1% do PIB). Embora o pacote fiscal, associado a abrangentes medidas de cunho monetário e cambial, tenha tido papel fundamental na sustentação do nível de atividade e manutenção do emprego e da renda em 2020 (o PIB sofreu uma contração de apenas 4,1%, muito inferior à da maior parte dos países), a contrapartida foi o brutal agravamento do desequilíbrio fiscal, conforme a tabela 1.

Tabela 1: Indicadores Fiscais Selecionados

% PIB

	2019	2020
Resultado Primário	-0,84	-9,49
Resultado Fiscal	-5,79	-13,7
Dívida Bruta Governo Geral	74,26	89,28

Fonte: Banco Central do Brasil.

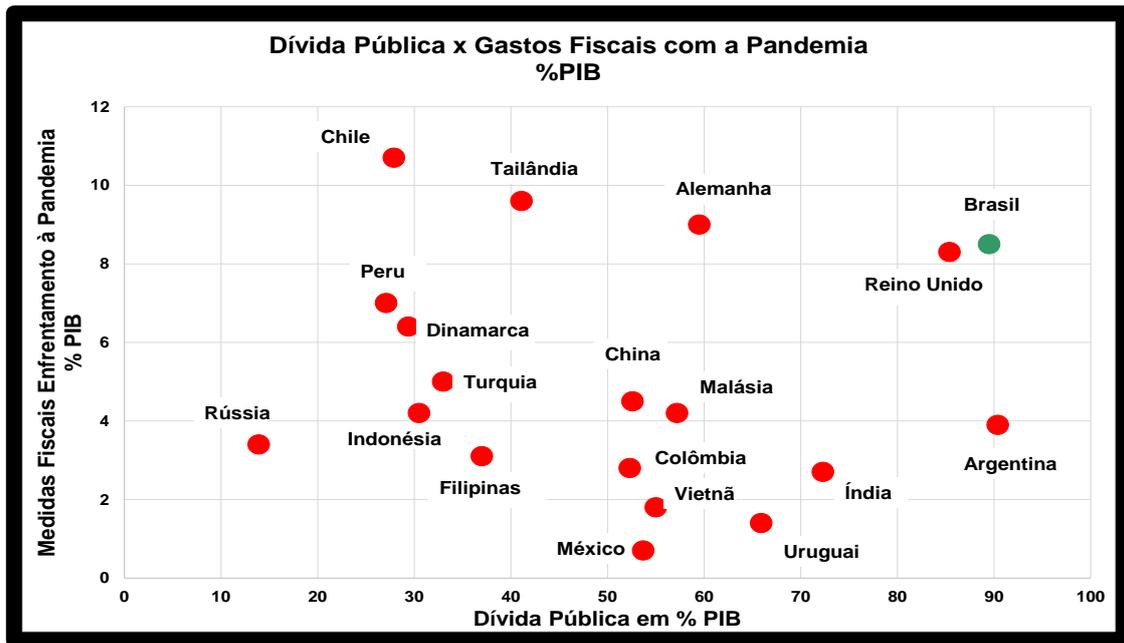
Segundo o critério do Fundo Monetário Internacional (FMI)⁴, a dívida pública brasileira em 2019 representava 89,5% do PIB, muito superior à média dos países emergentes (52,6% do PIB). Neste sentido, o Brasil entrou no combate à pandemia com uma situação fiscal já extremamente fragilizada. O gráfico 1, que correlaciona as medidas fiscais de enfrentamento à pandemia e a relação dívida pública e PIB, evidencia esse dilema.

² Para uma análise sobre visões alternativas da Macroeconomia da Pandemia ver, por exemplo, Baldwin e Weder di Mauro (2020) e Eichenbaum *et al.* (2020).

³ A resposta de política econômica brasileira acompanhou o realizado pela maioria dos países. Para uma síntese das respostas de política em diversos países ver International Monetary Fund (2020).

⁴ A metodologia do FMI inclui os títulos públicos na carteira do Banco Central na dívida bruta de governo geral.

Gráfico 1



Fonte: Elaboração própria com base no Fiscal Monitor do FMI, out/2020.

A elevada necessidade de financiamento do setor público, o aumento da dívida pública e as incertezas em relação aos rumos da política fiscal em 2021 provocaram um aumento da aversão ao risco e da preferência pela liquidez dos agentes econômicos a partir do mês de março de 2020. Essa mudança comportamental provocou vários efeitos nos mercados financeiros. A consequência mais relevante, para a nossa discussão, foi a elevação das taxas de juros dos títulos de prazos mais longos e, por isso, a estratégia do Tesouro Nacional de privilegiar a colocação de títulos curtos, como forma de evitar um aumento do serviço da dívida pública.

Nessas circunstâncias, o Tesouro Nacional, para garantir seu financiamento, recorreu aos recursos da sua Conta Única no Banco Central do Brasil. É claro que o uso dessa conta implica na expansão da base monetária. O Banco Central do Brasil precisou esterilizar parte dessa expansão monetária para permitir que a taxa de juros Selic, estabelecida pelo COPOM, seja mantida na sua meta.⁵ Por esse motivo, as operações compromissadas (colocação de títulos públicos de curto prazo em poder do Banco Central

⁵Esta expansão monetária, sem paralelo no passado recente da economia brasileira, levou a que o Banco Central do Brasil transferisse R\$ 375 bilhões para o Tesouro Nacional no mês de agosto de 2020, decorrente da valorização das reservas internacionais (efeito desvalorização cambial), e discutiu-se a possibilidade de transferir títulos do Tesouro Nacional para a carteira do Banco Central.

com compromisso de recompra) se expandiram rapidamente. De acordo com os dados apresentados pelo Banco Central do Brasil, as operações compromissadas do Banco Central equivalem a 13,1% do PIB em dezembro de 2019, tendo alcançado 16,7% do PIB em dezembro de 2020.

Nem toda a expansão da base monetária foi esterilizada. Houve um crescimento acentuado da base monetária em 2020 devido à expansão da demanda de moeda, em especial de boa parte da população brasileira, receptora dos auxílios emergenciais, e que não tem conta bancária. Assim, vimos um forte aumento do papel moeda emitido.⁶

O processo descrito mostra que uma parte substancial da elevação das despesas públicas e das necessidades de rolagem da dívida pública foi financiada pela expansão da base monetária e das operações compromissadas realizadas pelo Banco Central. As operações compromissadas podem ser consideradas como passivos quase-monetários. Outros países (como EUA) não utilizam este instrumento, mas reservas remuneradas para absorver o excesso de reservas dos bancos.

O encurtamento da dívida pública e o aumento das operações compromissadas tornam o financiamento do setor público extremamente frágil às circunstâncias vigentes não apenas por obrigar o Tesouro Nacional a ir frequentemente a mercado, mas também porque facilitam a migração de recursos aí aplicados para outros ativos (dólares e outros), caso os prêmios de risco se elevem.

O objetivo deste trabalho é analisar os canais de financiamento da expansão fiscal provocada pela Covid-19. Enfatizamos a mudança nas condições de financiamento do déficit fiscal brasileiro a partir da pandemia do Covid-19, mostrando que o aumento das despesas públicas levou à expansão da base monetária (em especial de papel moeda emitido) e das operações compromissadas do Banco Central. Em especial, analisamos os mecanismos de transmissão que levaram a um financiamento monetário da expansão fiscal durante a pandemia do Covid-19.

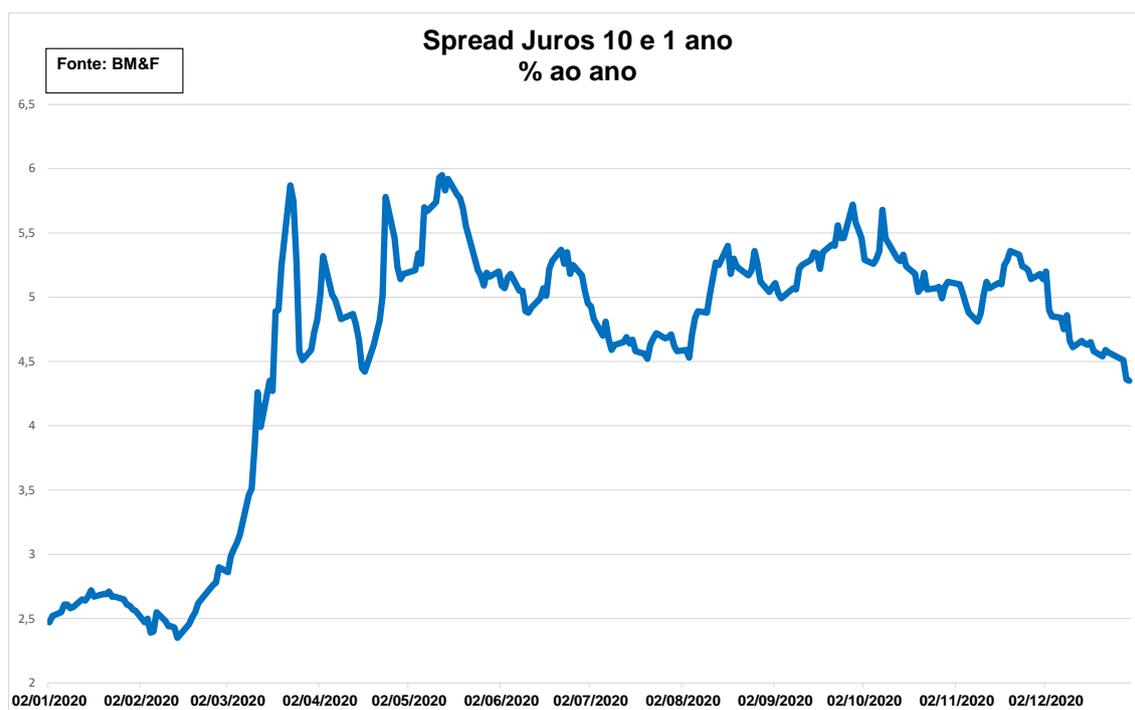
⁶ Esta intervenção é comumente conhecida como "dinheiro de helicóptero" e foi muito utilizada por diversos países durante a pandemia. Para uma análise conceitual desta opção ver Galí (2020).

1- Indicadores de risco e liquidez

Para caracterizar o período de aumento da aversão ao risco e de menor preferência pela liquidez utilizamos alguns indicadores de risco e liquidez. Como indicador de aversão ao risco propomos o *spread* do swap Pré-DI de 10 anos e 1 ano (gráfico 2) e como indicador de preferência pela liquidez a dívida bruta de governo geral a vencer em até 12 meses (gráfico 3).

Observamos que a partir de março de 2020 os dois indicadores aumentam substancialmente, mostrando maior aversão ao risco e maior preferência pela liquidez dos agentes econômicos. Por outro lado, a partir de outubro de 2020 os indicadores começam a cair, mas a partir de um patamar elevado.

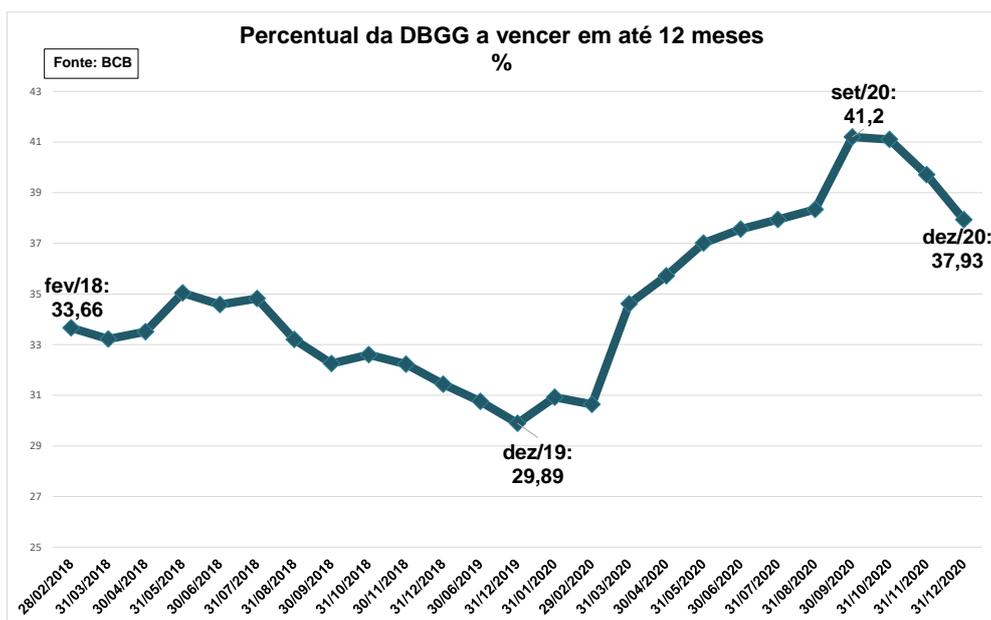
Gráfico 2



Fonte: Bolsa Mercantil e de Futuro (BM&F).

A queda do percentual de dívida pública a vencer em até 12 meses (gráfico 2) mostra uma normalização do mercado de títulos públicos, já que o Tesouro Nacional é capaz de voltar a colocar papéis com vencimentos mais longos.

Gráfico 3



Fonte: Banco Central do Brasil.

Concluimos que o período que vai de março a setembro de 2020 é caracterizado pelo aumento da aversão ao risco e da preferência pela liquidez gerados a partir dos efeitos provocados pela pandemia da Covid 19. Essa mudança comportamental levou a um fechamento parcial do mercado primário de títulos públicos. Analisemos conceitualmente essa retração da demanda de títulos públicos considerando um modelo de firma bancária.

2- Um modelo simples de firma bancária

Nesta seção estudamos, do ponto de vista teórico, o comportamento de um agente financeiro frente ao choque de risco e liquidez provocado pela Covid-19. Para isso, apresentamos um modelo simples de firma bancária.

Consideremos que um banco comercial pode formar sua carteira demandando um título público emitido pelo Tesouro Nacional ou uma operação compromissada emitida pelo Banco Central. Esses dois ativos não são substitutos perfeitos pois as operações compromissadas são ativos de prazos mais curtos e taxas de juros menores. Como destaca Pellegrini (2017, p. 5):

“As características esperadas dos que realizam operações compromissadas são propiciadas pela existência de mercados bem estruturados, com enorme

quantidade diária de transações, sistemas eletrônicos específicos de liquidação e custódia, procedimentos e títulos padronizados utilizados em garantia, regramento próprio etc. No caso das compromissadas envolvendo títulos públicos, as operações são efetivadas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic).” Podemos propor que as operações compromissadas são ativos com atributos diferentes dos títulos públicos e que possuem mais liquidez e menor risco. A partir desta proposição analisemos a demanda destes ativos por parte de um banco comercial num modelo teórico simples.

Seja W o portfólio da firma bancária, D é a demanda de títulos públicos do Tesouro Nacional e C a demanda de operações compromissadas do Banco Central. Então:

$$W = D + C$$

Seja $\theta = D/W$ a proporção de títulos públicos na carteira do banco. Logo:

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

Consideremos que D é um ativo com risco. Seu rendimento médio é $E(r_D) = \rho$ e a variância do rendimento médio é $\text{var}(r_D) = \sigma^2$. Por simplicidade, seja D um ativo sem liquidez e seu prêmio de liquidez é $L_D = 0$. Por outro lado, C é um ativo sem risco. Seu rendimento é i ($e i < \rho$). C é um ativo líquido e seu prêmio de liquidez é $L_C > 0$.

Seja R o rendimento da carteira do banco e $R = i\theta + \rho(1-\theta)$. Seja L o prêmio de liquidez da carteira e $L = L_C(1-\theta)$. Por último, supomos que a utilidade da carteira do banco (que depende de R e L) é quadrática:

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

O problema do banco comercial é determinar a composição da carteira que maximiza sua utilidade esperada, dadas as definições de R e L . Podemos escrever de forma compacta que o problema do banco comercial é:

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

A condição de primeira ordem do problema é: $\frac{\partial E(U)}{\partial \theta} = 0$. A solução do problema, dada pela proporção de títulos públicos na carteira do banco, é:

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

Concluimos que um aumento da aversão ao risco (λ) ou da preferência pela liquidez do banco (ϕ), aumentam a demanda de operações compromissadas dos bancos ($1-\theta$) e reduzem a demanda por títulos públicos (θ).

3- Financiamento do déficit público

Em situações de normalidade o Tesouro Nacional financia um déficit fiscal através da colocação de títulos públicos no mercado primário. Os preços, a maturidade e as outras características desses papéis (como indexação, pré ou fixados etc.) dependem da demanda dos investidores financeiros e das necessidades do Tesouro Nacional. Na pandemia, o encolhimento da demanda de títulos públicos levou o Tesouro Nacional a utilizar os recursos de sua Conta Única. Analisemos os mecanismos de financiamento do Tesouro Nacional

O Tesouro Nacional pode financiar seu déficit através da emissão de dívida pública (D) ou utilizando a Conta Única no Banco Central. Assim:

$$NFSP = \Delta D + \Delta CUT$$

onde NFSP são as necessidades de financiamento do setor público, ΔD é a variação da Dívida Pública do Tesouro e ΔCUT é a variação da Conta Única do Tesouro Nacional.

O uso da Conta Única significa uma expansão da base monetária, aumentando a liquidez no sistema bancário. Esse aumento pode levar a uma redução da taxa de juros negociada no mercado interbancário (Selic) provocando um afastamento da meta fixada pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Por esse motivo, o Banco Central deve esterilizar essa expansão monetária através do uso de operações compromissadas.

Como existe uma meta para a taxa Selic, a esterilização depende da demanda de reservas por parte dos bancos e da demanda do público por papel moeda emitido. É de se esperar que se a taxa Selic diminui (e de fato ela foi reduzida pelo Banco Central do Brasil durante a pandemia), a demanda por reservas bancárias e por papel moeda emitido aumente, levando a que o Banco Central precise colocar menos operações esterilizadas para manter a taxa de juros Selic.⁷

⁷ Dado que o Banco Central fixa a taxa de juros Selic, a oferta monetária é determinada a partir da demanda monetária. A oferta monetária é endógena.

Dado o regime de meta de inflação utilizado pelo Banco Central do Brasil, para alcançar a taxa de juros Selic, o Banco Central esteriliza parte do aumento da base monetária provocada pelo uso da Conta Única, através da colocação de operações compromissadas. Assim:

$$\Delta\text{CUT} = \Delta\text{M} + \Delta\text{C}$$

onde ΔM é a variação da base monetária e ΔC é a variação das operações compromissadas do Banco Central. Substituindo esta equação na anterior obtemos:

$$\text{NFSP} = \Delta\text{D} + \Delta\text{M} + \Delta\text{C}$$

Resumindo, o déficit fiscal pode ser financiado com a variação da dívida pública, da base monetária ou das operações compromissadas.

Para poder fazer a decomposição empírica das NFSP precisamos impor alguma hipótese, já que a expansão da base monetária pode ser provocada por outros fatores além do déficit público. Nossa hipótese de identificação é considerar que toda a expansão da base monetária foi utilizada para financiar o déficit público. Isto nos permite encontrar ΔC de forma residual na última equação (já que temos os dados de NFSP e ΔD). Interpretamos ΔC como a variação de operações compromissadas necessárias para esterilizar a expansão monetária decorrente do uso da Conta Única e chamamos de ΔC^* . A tabela 2 e o gráfico 4 apresentam os resultados encontrados.

Na tabela 2 vemos que, no período do auge do aumento da aversão a risco e da preferência pela liquidez dos agentes (março a setembro de 2020), 89% da NFSP foi financiada com operações compromissadas, refletindo as dificuldades do Tesouro Nacional na colocação de títulos em mercado e o obrigando ao uso dos recursos da CUT.

Tabela 2: Financiamento do déficit público

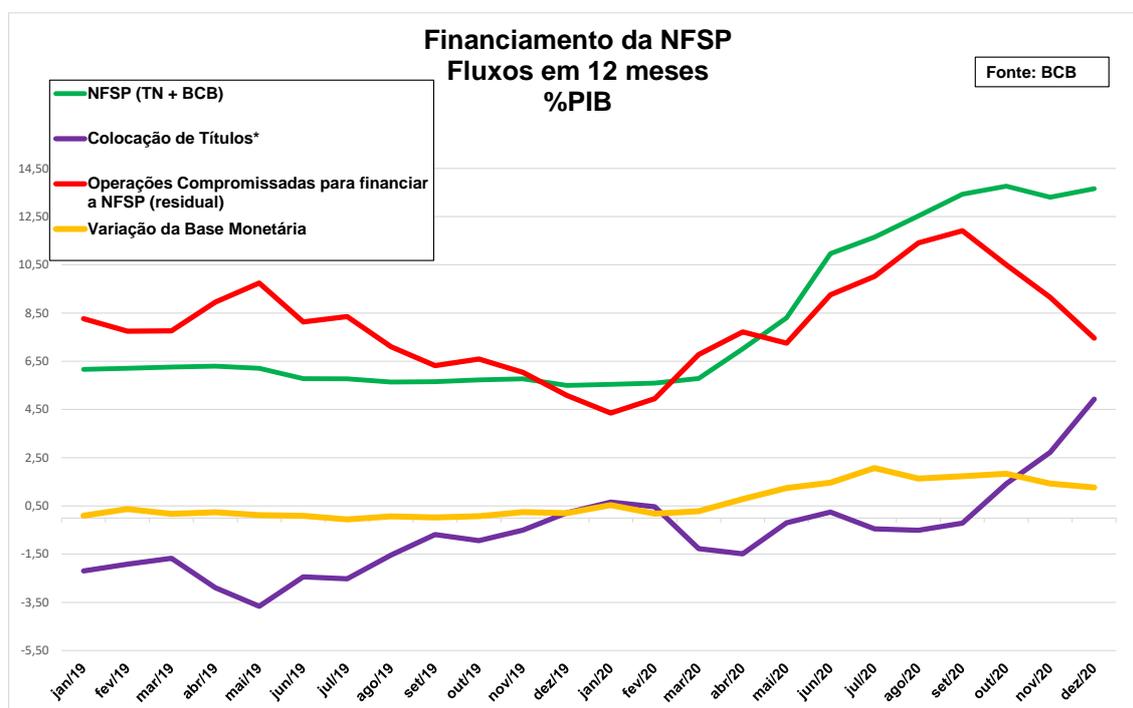
R\$ milhões

	2019	Jan/set 2020	2020
NFSP (TN+BCB)	399.014	989.381	1.011.923
ΔD	15.720	21.446	365.463
ΔM	14.537	92.150	93.612
ΔC^*	368.757	875.785	552.848

Fonte: Banco Central do Brasil.

No gráfico 4 fica clara a correlação forte que existe no período de março a outubro de 2020 entre as necessidades de financiamento do setor público e as operações compromissadas.

Gráfico 4



Fonte: Banco Central do Brasil.

A partir de outubro de 2020 temos uma clara mudança de tendência do processo, já que o financiamento clássico do déficit público, através da colocação de títulos

públicos, aumenta substancialmente. Isto evidencia um ambiente percebido como de menor risco em torno ao desequilíbrio fiscal e à evolução da crise do coronavírus.

Nesta seção analisamos o financiamento do setor público. Mas, que aconteceu com os outros setores da economia que deveram se ajustar suas situações patrimoniais? Apresentamos esses ajustes na seção próxima.

4- Ajuste do setor privado

A contrapartida macroeconômica do aumento do déficit público foi um aumento da poupança privada. Pires de Souza (2021) analisa e quantifica o comportamento do setor privado (financeiro, F, e não financeiro, NF) entre os meses de fevereiro e outubro de 2020 e mostra que aconteceu uma forte variação patrimonial. Na tabela 3 vemos que a riqueza financeira líquida do setor privado aumentou em 12,2% do PIB, quase que em linha com a redução da riqueza líquida do setor público (considerando o Governo Central, TN+BCB). Notemos que o aumento da riqueza líquida do setor externo é pequeno, destacando que quase todo o ajuste macroeconômico do déficit público brasileiro foi realizado através do setor privado doméstico.

Tabela 3: Riqueza Financeira Líquida por Setor
% do PIB

Setores	Varição Fevereiro-Dezembro 2020
Setor Privado (F + NF)	12,2
Setor Público (TN + BCB)	-13,1
Setor Externo	0,9

Fonte: Pires de Souza, F.E. (2021). Observação: A variação da riqueza financeira líquida foi ajustada pela variação cambial.

Este ajuste patrimonial, visto do ponto de vista macroeconômico, mostra que o setor privado aumentou a demanda de ativos e que parte desse aumento pode ser explicado pela demanda de operações compromissadas dos bancos comerciais. Estes agentes, por sua vez, desenvolveram fundos lastreados nessas operações que foram

oferecidos a seus clientes. É claro que as taxa de juros desses fundos de investimento foram negociadas nos seus mercados pelos aplicadores e bancos.

Resumindo, a contraface da expansão fiscal foi um aumento da poupança privada que demandou ativos financeiros lastreados nas operações compromissadas dos bancos.

5- Comentários finais

A Covid-19 afetou o financiamento do déficit fiscal brasileiro entre os meses de março e setembro de 2020 e a especificidade do caso brasileiro foi o uso da Conta Única da União por parte do Tesouro Nacional e das operações compromissadas por parte do Banco Central do Brasil. Logo, o Banco Central do Brasil assumiu um papel importante no financiamento fiscal. Mas, só foi possível assumir este papel porque ele dispunha de um instrumento financeiro que foi aceito pelos bancos.

As operações compromissadas cumpriram um papel fundamental por serem ativos com risco baixo e liquidez elevada que permitiram ajustar os portfólios privados durante um período de estresse financeiro. Esses atributos dependem da credibilidade de seu emissor. Sem essas operações, o Banco Central do Brasil não teria conseguido esterilizar adequadamente a expansão da base monetária gerada pelo uso da Conta Única e o aumento das reservas bancárias reduziria a taxa de juros Selic. Nesse contexto, o Banco Central do Brasil perderia o controle do processo inflacionário e fragilizaria o regime de metas de inflação. A credibilidade do Banco Central do Brasil permitiu fazer essa “travessia” sem provocar nenhuma ruptura nas condições financeiras brasileiras e só afetando o tamanho, a estrutura e as taxas de juros da dívida pública.

De qualquer forma, o encurtamento dos prazos da dívida pública e das operações compromissadas tornaram a situação patrimonial do setor público mais frágil, não apenas por obrigar ao Tesouro Nacional e ao Banco Central do Brasil a ir mais frequentemente a mercado, mas também porque facilitaram a migração de recursos aplicados para outros ativos (dólares e outros), caso acontecesse uma agudização do estresse financeiro.

Referências bibliográficas

- Baldwin, R. e Weder di Mauro, B. (2020), *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*, VoxEU.org Book, CEPR Press, London.
- Banco Central do Brasil (2020), *Cartas circulares* divulgadas no período de março a agosto, vários números.
- Eichenbaum, M.S., Rebelo, S. e Trabandt, M. (2020), *The Macroeconomics of Epidemics*, Working Paper 26882, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, March, in <http://www.nber.org/papers/w26882>.
- Galí, J. (2020), Helicopter money: The time is now, in Baldwin, R. e Weder di Mauro, B. (2020), *Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes*, VoxEU.org Book, CEPR Press, London.
- International Monetary Fund (2020), *Policy Responses to Covid-19*, in <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>.
- Pellegrini, J.A. (2017), As Operações Compromissadas do Banco Central, Instituição Fiscal Independente, Estudo Especial, outubro, Nº 3.
- Pires de Souza, F.E. (2021), *Panem et circenses: A propósito da Macroeconomia da pandemia*, mimeo.
- Secretaria do Tesouro Nacional (2020), *Transparência do COVID*, publicações de junho, julho e agosto.