

Nota Técnica  
n.º 10/2008

**AVALIAÇÃO DAS POLÍTICAS  
MONETÁRIA, CREDITÍCIA E  
CAMBIAL**

**EXERCÍCIO 2007**

**AUDIÊNCIA PÚBLICA COM O  
PRESIDENTE DO BANCO CENTRAL  
DO BRASIL (ART. 9º, § 5º DA LRF)**

**Núcleo de Assuntos Econômico-Fiscais**

***Flávio Leitão Tavares  
José Fernando Cosentino Tavares  
Márcia Rodrigues Moura***

28 de Maio de 2008

Endereço na Internet:

<http://www.camara.gov.br/internet/orcament/principal/>

e-mail: [conof@camara.gov.br](mailto:conof@camara.gov.br)

Todos os direitos reservados. Este trabalho poderá ser reproduzido ou transmitido na íntegra, desde que citado a autor e a Consultoria de Orçamento da Câmara dos Deputados. São vedadas a venda, a reprodução parcial e a tradução, sem autorização prévia por escrito da Câmara dos Deputados. Este trabalho é de inteira responsabilidade de seus autores, não representando necessariamente a opinião da Câmara dos Deputados.



## I – INTRODUÇÃO

1. A LRF determina que o Banco Central avalie o cumprimento dos objetivos e metas das políticas monetária, creditícia e cambial em reunião conjunta das comissões temáticas pertinentes do Congresso<sup>1, 2</sup>.
2. Essa avaliação tem sido prejudicada porque o Anexo da LDO, que deveria contemplar “os objetivos das políticas monetária, creditícia e fiscal, bem como os parâmetros e as projeções para seus principais agregados e variáveis, e ainda as metas de inflação, para o exercício subsequente”, não atende seu propósito. A precariedade do citado Anexo<sup>3</sup> impossibilita comparação com os resultados alcançados pelo Banco Central.
3. A LDO todo ano prevê, em consonância com a LRF, o encaminhamento de relatório ao Congresso, demonstrando o impacto e o custo fiscal das operações do Banco Central.<sup>4</sup> Esse relatório nunca foi entregue.<sup>5</sup>
4. Esta Nota tratará dos principais aspectos indicados na LRF e LDO, e ainda tópicos atuais, pertinentes à atuação do Banco Central, para o debate parlamentar. Observa-se que constitui atualização da Nota Técnica nº 26/2007, que tratou da avaliação da políticas monetária, creditícia e cambial no primeiro semestre de 2007, principalmente quanto a valores, desde que as tendências e conseqüências das referidas políticas não sofreram alterações desde então. Em especial, as considerações sobre fundos soberanos foram em grande parte transcritas da nota anterior.

---

<sup>1</sup> Lei Complementar n.º 101, de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), art. 9º, § 5º: “No prazo de noventa dias após o encerramento de cada semestre, o Banco Central do Brasil apresentará, em reunião conjunta das comissões temáticas pertinentes do Congresso Nacional, avaliação do cumprimento dos objetivos e metas das políticas monetária, creditícia e cambial, evidenciando o impacto e o custo fiscal de suas operações e os resultados demonstrados nos balanços.” Determina ainda a LRF (art. 7º): “§2º O impacto e o custo fiscal das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil serão demonstrados trimestralmente, nos termos em que dispuser a lei de diretrizes orçamentárias da União. ... §3º Os balanços trimestrais do Banco Central do Brasil conterão notas explicativas sobre os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional e da manutenção das reservas cambiais e a rentabilidade de sua carteira de títulos, destacando os de emissão da União.”

<sup>2</sup> As Comissões pertinentes são as de Economia, Indústria e Comércio; de Finanças e Tributação; e de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados; as Comissões de Fiscalização e Controle e de Assuntos Econômicos do Senado Federal; e a Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização.

<sup>3</sup> O Anexo VII da LDO 2007 historia o passado. Grande parte do Anexo tece considerações sobre a condução da política monetária de 2004 a 2006, apenas um parágrafo se refere a 2007, e nada é dito sobre 2008 e 2009.

<sup>4</sup> Lei 11.439/06, de 29 de dezembro (LDO 2007): “Art. 118. O impacto e o custo fiscal das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil na execução de suas políticas serão demonstrados: I - nas notas explicativas dos respectivos balanços e balancetes trimestrais, a serem encaminhados ao Congresso Nacional até 60 (sessenta) dias do encerramento de cada trimestre, que conterão os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional e da manutenção das reservas cambiais e a rentabilidade de sua carteira de títulos, destacando os de emissão da União; e II - em relatório a ser encaminhado ao Congresso Nacional no mínimo até 10 (dez) dias antes da reunião conjunta prevista no art. 9º, § 5º, da Lei Complementar n.º 101, de 2000.”

<sup>5</sup> O Banco encaminha apenas cópias das “Demonstrações Financeiras” e suas Notas Explicativas, já publicadas na internet com antecedência, e, às vésperas da reunião conjunta, cópia da apresentação que o Presidente da Autarquia fará na audiência. As Consultorias teriam melhores condições de assessoramento aos parlamentares, na preparação para o debate, se de fato algum relatório fosse encaminhado 10 dias antes.



## II – RESULTADOS DO BANCO CENTRAL

5. No exercício de 2007, o resultado do Banco Central foi negativo em R\$ 47,5 bilhões, como resume a Tabela abaixo.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO - EXERCÍCIO DE 2007		R. 2	
Em milhares de reais			
	Notas	2007	2006 (Republicado)
<b>OPERAÇÕES EM MOEDAS ESTRANGEIRAS</b>		<b>(23.288.254)</b>	<b>(2.644.750)</b>
Receitas com juros		2.313.452	1.769.184
Despesas com juros		(589.023)	(289.505)
(=) Resultado líquido com juros	26	1.724.429	1.479.679
Ganhos (perdas) com instrumentos financeiros classificados como Valor Justo a Resultado, destinados à negociação	27	(20.557.617)	(2.269.443)
Ganhos (perdas) com moedas estrangeiras	29	(4.453.066)	(1.854.986)
<b>OPERAÇÕES EM MOEDA LOCAL</b>		<b>(23.588.024)</b>	<b>(10.330.032)</b>
Receitas com juros		41.731.045	44.907.708
Despesas com juros		(57.347.826)	(50.095.284)
(=) Resultado líquido com juros	26	(15.616.781)	(5.187.576)
Ganhos (perdas) com instrumentos financeiros classificados como Valor Justo a Resultado, destinados à negociação	27	(8.301.235)	(5.589.931)
Ganhos (perdas) com instrumentos financeiros classificados como Valor Justo a Resultado, por designação da administração	28	2.189.993	2.570.478
Ganhos (perdas) com posições de investimentos		-	(619.610)
Ganhos (perdas) com operações referenciadas em moedas estrangeiras	29	(1.860.001)	(1.503.394)
<b>OUTRAS RECEITAS</b>	30	<b>2.739.947</b>	<b>1.877.576</b>
<b>OUTRAS DESPESAS</b>	30	<b>(3.379.808)</b>	<b>(2.295.554)</b>
<b>RESULTADO NO PERÍODO APURADO PELAS NIIFs</b>	31	<b>(47.514.139)</b>	<b>(13.392.761)</b>
<b>Informação Suplementar não Exigida pelas NIIFs</b>			
<b>RESULTADO NO PERÍODO APURADO PELAS NIIFs</b>		<b>(47.514.139)</b>	<b>(13.392.761)</b>
Resultado de variação cambial e swaps		(55.595.166)	(15.545.014)
<b>RESULTADO LÍQUIDO DE VARIAÇÃO CAMBIAL E SWAPS</b>		<b>8.081.027</b>	<b>2.152.253</b>

(As Notas Explicativas são parte integrante das Demonstrações Financeiras)

6. Até o 1º semestre de 2007, o prejuízo foi de R\$ 30,3 bilhões e, por conseguinte, de R\$ 17, 2 bilhões no segundo semestre.

7. De acordo com a legislação aplicável (ver também nota 39.a às Demonstrações), o resultado negativo do 1º semestre deveria ser coberto pelo Tesouro Nacional em janeiro de 2008, por meio da entrega de títulos públicos federais ao Bacen. De fato, a Lei Orçamentária de 2008 consigna em dotação específica recursos para esse fim<sup>6</sup>. Entretanto, ocorreu a antecipação da cobertura do prejuízo ainda em 2007, com a abertura de crédito no Orçamento de 2007, no valor de R\$ 33,9 bilhões. Esses recursos suplementaram a dotação inicial de R\$

<sup>6</sup> Ver, na Lei Orçamentária de 2008 operação especial intitulada “Cobertura do Resultado Negativo Apurado no Banco Central do Brasil (Lei Complementar nº 101, de 2000)”, com dotação de pouco mais de R\$ 35,2 bilhões, prevendo-se encargos sobre o valor originalmente apurado.



14,6 bilhões, destinada a cobertura do prejuízo do 1º semestre de 2006<sup>7</sup>. Não há informação sobre o porquê dessa antecipação atípica<sup>8</sup>.

8. O ressarcimento do resultado negativo do 2º semestre deverá ser consignado em dotação específica no orçamento de 2010.

9. O resultado negativo em 2007 decorreu predominantemente, da apreciação do real frente às moedas estrangeiras – em relação ao dólar norte-americano foi de 17% no ano. O resultado teria sido positivo, de R\$ 8,1 bilhão, se não se somassem as perdas cambiais decorrentes da variação de ativos em moeda estrangeira e com os swaps reversos. Entretanto, as notas explicativas não discriminam quanto do prejuízo de R\$ 55,6 bilhões é devido a cada uma dessas causas. Estima-se que as perdas decorrentes da variação cambial foram de R\$ 47,3 bilhões e dos swaps de R\$ 8,3 bilhões.

10. Existe um descasamento entre ativos e passivos em moedas estrangeiras do Banco Central, de R\$ 320,4 bilhões, que é afetado pela variação cambial. Observa-se ainda que, no ano, a diferença patrimonial aumentou em R\$ 137,4 bilhões, principalmente pela compra, para o ativo, de R\$ 152,9 bilhões em títulos de emissão de tesouros e agências governamentais estrangeiras, mediante o uso de moeda estrangeira adquirida pelo Banco Central no mercado interno. Houve redução de R\$ 14,4 bilhões no volume de depósitos a prazo em instituições financeiras de fora do país<sup>9</sup>.

11. Nos contratos de *swap* reverso<sup>10</sup>, as instituições financeiras se comprometem a pagar ao Banco Central a variação do câmbio ocorrida no período. O Banco Central, por sua vez, paga aos bancos juros, que acompanham a taxa Selic. Esses títulos são chamados de "reversos" porque a operação, antes, mais comum era o Banco Central receber uma taxa de juros e pagar a variação do câmbio.

12. A aposta do Banco Central na variação cambial tem por objetivo melhorar ou, pelo menos, sustentar a cotação do dólar, sem que, ao mesmo tempo, seja necessária a compra de volumes consideráveis da moeda estrangeira. A colocação desses contratos no mercado pelo Banco Central equivale à compra de dólares no mercado futuro. Por isso, a cotação sobe quando o Banco faz leilões de novos contratos. É como se houvesse aumentado a procura pela moeda norte-americana. Quando se trata de mera rolagem de papéis anteriores, o impacto positivo na cotação do dólar é pequeno ou nulo.

---

<sup>7</sup> O resultado do Banco Central no exercício de 2007 foi negativo em R\$13,2 bilhões, sendo R\$ 12,5 bilhões no 1º semestre. A dotação inicial de R\$ 14,6 bilhões inclui encargos de cerca de R\$ 2 bilhões.

<sup>8</sup> O resultado do Banco Central, segundo a LRF (art. 7º, § 1º), se positivo (a regra existe desde 1999), exige a transferência à União até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação pelo Conselho Monetário Nacional do balanço semestral em que for apurado; se negativo, deve constar como despesa do orçamento da União, sendo paga pelo Tesouro ao Banco até o décimo dia útil do exercício financeiro subsequente à aprovação do balanço semestral. Tal como redigido na LRF, constarão de lei orçamentária imediatamente seguinte os ressarcimentos correspondentes a resultados de primeiros semestres, se negativos.

<sup>9</sup> Ver em Balanço Patrimonial (fls. 1 das Demonstrações Financeiras), no ativo em moedas estrangeiras, "Títulos" e "Depósitos a Prazo em Instituições Financeiras".

<sup>10</sup> Troca, em inglês – no caso, troca de riscos entre quem emite, o Banco Central, e quem toma o papel.



13. O resultado de 2007 segue-se a perda contabilizada de quase R\$ 13,4 bilhões, em 2006, e de R\$ 10,5 bilhões, em 2005.<sup>11</sup> No exercício de 2006, o resultado negativo foi explicado também pela apreciação do real (8,7%) e pelo descasamento entre ativos e passivos cambiais. O resultado em 2006 teria sido positivo em R\$ 2,2 bilhões, se, também, excluísas as perdas com essa apreciação e com os *swaps* reversos, que somaram R\$ 15,5 bilhões.

14. No 1º trimestre de 2008, o resultado foi positivo em R\$ 5,2 bilhões, em razão principalmente de ganhos, R\$ 10,5 bilhões, com a variação dos preços dos títulos estrangeiros que compõem o ativo do Bacen. Verificou-se no período desvalorização, de 1,3%, do dólar norte-americano em relação ao real e valorização do euro, de 5,8%. A variação de preço dos ativos inclui ainda juros e marcação a mercado. Esses ganhos sobrepujaram as perdas com juros e *swaps* nas operações em moeda local, de R\$ 5,3 bilhões.

15. A situação se inverteu ao final de abril. O resultado até esse mês tornou-se negativo em R\$ 15,4 bilhões. Os títulos estrangeiros acumularam perda de R\$ 6,8 bilhões e as perdas com juros e *swaps*, nas operações em reais, somaram R\$ 9,1 bilhões. Apartada a perda com variação cambial e *swaps*, de R\$ 16,8 bilhões, o resultado líquido seria de R\$ 1,4 bilhão. O dólar se desvalorizou, no quadrimestre, 4,7% e o euro valorizou 1%.

16. Deve-se esperar outra vez, em 2008, resultado negativo, haja vista expectativa de mais aumento da taxa básica de juros para conter a inflação. Também espera-se a continuidade de acumulação de reservas internacionais pelo Banco Central para evitar queda ainda maior do dólar e que os contratos de *swap* reverso, visando sustentar ainda a cotação do dólar, deverão continuar a ocasionar prejuízo.

### III – POLÍTICA CREDITÍCIA

17. Não há meta formal para a política creditícia. Tem-se salientado, contudo, a importância do desenvolvimento do mercado de crédito para dar suporte ao processo de dinamização da atividade econômica.

18. O volume de crédito atingiu R\$ 936 bilhões, ou 34,7% do PIB, em dezembro de 2007, e R\$ 1.017,6 bilhões, ou 36,1% do PIB em abril de 2008, como mostra a Tabela a seguir.

---

<sup>11</sup> Ver em <http://www.bcb.gov.br/htms/infina/be200612/dezembro2006.pdf>.



## OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO, 2005-2008

	Dez 2005		Dez 2006		Dez 2007		Abr 2008		Variação %			
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	Dez/05 / Dez/04	Dez/06 / Dez/05	Dez/07 / Dez/06	Abr/08 / Dez/07
Crédito do Sistema Financeiro	607.023	28,13	732.590	30,69	935.973	34,72	1.017.582	36,13	21,50	20,69	27,76	8,72
Crédito ao Setor Público	20.556	0,95	18.872	0,79	18.833	0,70	19.509	0,69	6,99	(8,19)	(0,21)	3,59
Crédito ao Setor Privado	586.467	27,18	713.718	29,90	917.140	34,02	998.073	35,44	22,08	21,70	28,50	8,82
Indústria	138.947	6,44	164.581	6,89	213.815	7,93	237.369	8,43	11,01	18,45	29,91	11,02
Habitação	29.081	1,35	35.689	1,50	45.852	1,70	49.441	1,76	12,83	22,73	28,48	7,83
Rural	65.955	3,06	77.681	3,25	89.211	3,31	94.021	3,34	12,74	17,78	14,84	5,39
Comércio	64.514	2,99	78.433	3,29	97.648	3,62	104.541	3,71	17,44	21,57	24,50	7,06
Pessoas Físicas	188.784	8,75	235.816	9,88	314.353	11,66	343.165	12,19	38,36	24,91	33,30	9,17
Crédito Consignado	31.704	1,47	48.149	2,02	64.685	2,40	70.289	2,50	80,81	51,87	34,35	8,66
dos quais: INSS	10.935	0,51	17.525 <sup>(1)</sup>	0,73	22.609	0,80	...	...	395,80	60,27	22,45	...
Aquisição de Veículos	50.685	2,35	63.475	2,66	81.481	3,02	84.185	2,99	...	25,23	28,37	3,32
Demais	106.395	4,93	124.192	5,20	168.186	6,24	188.691	6,70	(10,52)	16,73	35,42	12,19
Outros Serviços	99.185	4,60	121.518	5,09	156.262	5,80	169.536	6,02	24,65	22,52	28,59	8,50

Fonte: Boletins do Banco Central e Ministério da Previdência Social. Elaboração dos autores.

<sup>(1)</sup> [http://www.mpas.gov.br/pg\\_secundarias/paginas\\_perfis/emprestimo\\_consignado\\_02.asp](http://www.mpas.gov.br/pg_secundarias/paginas_perfis/emprestimo_consignado_02.asp)

19. O rápido crescimento de 2007 (4 p.p.) não arrefeceu no primeiro quadrimestre de 2008 que já é 1,4 p.p. superior ao verificado em dezembro. O aumento das operações de crédito tem sido citado por analistas como fator da maior da lucratividade do setor financeiro e também como forte propulsor da demanda interna.

20. A contínua expansão do crédito é associada à estabilidade econômica; a melhores condições de sua oferta, por meio de alongamento de prazos; bem como ao bom desempenho do mercado de trabalho, com elevação da massa salarial. Essa expansão acontece mesmo diante da recente elevação nas taxas de juros, do spread bancário e das alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras e da CSLL.

21. Muitos analistas vêem contradição entre os objetivos das políticas monetária e creditícia. Alegam que a expansão do crédito, sobretudo ao consumo, provoca pressão sobre os preços e, por conseguinte, as taxas de juros precisam ser mais altas do que necessitariam, não houvesse maior procura

22. No final de março de 2008, foi noticiada a intenção do Executivo de estabelecer limites para os prazos de financiamento como forma de frear o consumo e reduzir pressão sobre os preços. O Ministro da Fazenda, entretanto, fez um desmentido oficial afirmando que a preocupação se referia à qualidade do crédito concedido e que em reuniões com o empresariado seriam discutidas medidas para estimular os investimentos em setores que operam com capacidade instalada elevada, tais como o automotivo, de aço e de cimento, de forma a elevar a oferta e garantir estabilidade nos preços.

23. O crédito ao setor público continua em queda, representando em dezembro de 2007 R\$ 18,8 bilhões, ou 0,7% do PIB. Governos estaduais e municipais respondem por quase 80% deste total. Diante dos limites fixados pelo Conselho Monetário Nacional, a tendência é de que o crédito ao setor público permaneça contido.

24. O crédito ao setor privado, por outro lado, depois de crescer 21,7% em 2006, subiu mais 28,5%, alcançando R\$ 917,1 bilhões em 2007.





25. O principal destaque continua sendo o financiamento dos gastos de consumo, via crédito às pessoas físicas, que cresceu 33,3%, representando em dezembro de 2007 R\$ 314,4 bilhões, ou 33,5% do crédito total. Este comportamento é amparado pelo bom momento do mercado de trabalho, com crescimento da massa salarial e expectativa positiva do consumidores quanto à manutenção do emprego e evolução da economia.
26. As modalidades com menores taxas de juros e prazos mais longos têm puxado a evolução do crédito às pessoas físicas. O crédito consignado em dezembro de 2007 alcançou R\$ 64,7 bilhões. Em abril de 2008, R\$ 70,3 bilhões.
27. Os financiamentos para aquisição de veículos representaram R\$ 81,5 bilhões em dezembro de 2007, com crescimento de quase 28,4% em relação a dezembro de 2006. Segundo informações do setor automobilístico, 70% das vendas são realizadas com financiamento, cujo prazo médio passou de 39 meses em 2006 para 42 meses em 2007.
28. Os recursos concedidos ao segmento outros serviços somaram R\$ 156,3 bilhões, alta de 28,6% em relação a dezembro de 2006, com ênfase para as operações com os ramos de energia e telecomunicações.
29. As taxas de inadimplência permanecem em queda: para pessoas jurídicas era de 2,7% em dezembro de 2006, 2% em dezembro de 2007 e 1,8% em abril de 2008; para pessoas físicas, 7,6% em dezembro de 2006, 7% em dezembro de 2007 e em abril de 2008<sup>12</sup>.
30. No segmento de crédito com recursos livres destacam-se as operações de leasing que cresceram em 2007 117% para as pessoas físicas e 69% para as pessoas jurídicas. No primeiro quadrimestre de 2008 o crescimento foi de 29% e 21%, respectivamente. Esse comportamento tende a se acirrar com a elevação do IOF, uma vez que estas operações não estão sujeitas ao tributo.

#### **IV – POLÍTICA MONETÁRIA**

31. A meta de inflação para 2007, definida pelo Conselho Monetário Nacional, foi de 4,5% com intervalo de tolerância de 2,0 p.p. O IPCA atingiu 4,46%, representando o quarto ano seguido de cumprimento da meta, embora tenha havido pequena elevação da inflação se comparado a 2006 (3,14%).
32. A meta estabelecida era coerente com crescimento do PIB de 4,75% e Selic média de 14%. O crescimento do PIB foi maior (5,42%) e a Selic média menor (11,88%).
33. Para consecução da meta, o BC continuou valendo-se da fixação da taxa de juros Selic. Ao longo do exercício, a Selic caiu de 13% a. a. em janeiro para 11,25% a. a. em setembro, tendo permanecido assim até março de 2008.
34. O medo da aceleração da inflação, em consequência de expansão da atividade econômica, fez com que o Banco Central não só interrompesse a trajetória de queda da taxa básica de juros em setembro, como iniciasse processo de alta em abril, 11,75% a. a.

<sup>12</sup> Ver Nota para imprensa – Política Monetária e Operações de Crédito do SFN (Banco Central).

35. O mercado, após fase otimista até o final de 2007, voltou a prever taxas elevadas de inflação, como mostra a Tabela seguinte. No mês de maio de 2008, há significativa deterioração das expectativas, sobretudo após a divulgação do IGP-di que passou de 0,70% em março para 1,12% em abril e do IGP-10 de maio que atingiu 1,52%.

EXPECTATIVAS DO MERCADO (FOCUS) PARA A INFLAÇÃO, 2008 E 2009  
(%)

Data da Pesquisa	Índice					
	IPCA		IGP-DI		IPA-DI	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
03/09/2007	4,00	4,00	4,00	4,00	4,20	4,00
01/10/2007	4,10	4,00	4,00	4,00	4,30	4,10
01/11/2007	4,10	4,00	4,00	4,00	4,23	4,00
03/12/2007	4,10	4,00	4,11	4,00	4,30	4,00
02/01/2008	4,30	4,00	4,50	4,00	4,50	4,00
01/02/2008	4,44	4,20	4,90	4,20	5,00	4,30
03/03/2008	4,41	4,30	5,19	4,20	5,37	4,40
01/04/2008	4,48	4,30	5,62	4,31	5,77	4,40
02/05/2008	4,86	4,49	6,28	4,50	6,69	4,50
23/05/2008	5,24	4,50	8,66	4,50	9,46	4,50

Fonte: Banco Central do Brasil.

36. A inflação medida pelo IPCA, referência para a meta do Banco Central, está acelerando. A taxa mensal de abril (0,55%) foi a maior do ano, e mais do que o dobro do verificado no mesmo mês de 2007. Nos 12 meses encerrados em abril de 2008 o IPCA acumulou alta de 5,04%, acima do centro da meta. Apesar disso, a ata da última reunião do Copom reconhece que a inflação tende a continuar evoluindo segundo a trajetória da meta.

37. Por outro lado, a inflação medida pelo IGP-di continua se comportando muito mal. Em doze meses até abril de 2008, variou 10,24%, enquanto foi de 4,61% em 2007. Esse aumento reflete principalmente a inflação do índice de preços no atacado (IPA-di), que, na mesma base de comparação, passou de 5,27% para 12,82%, puxado pelo forte aumento no preço dos itens agrícolas (em doze meses até abril atingiu 27,90%, ante 11,01% observados em abril de 2007) e também pelos preços industriais (passaram de 3,55% no acumulado até abril de 2007 para 7,96% em abril de 2008).

38. Conforme destacado no último Relatório de Inflação<sup>13</sup>, "as elevações nos índices de difusão, nas diferentes medidas de núcleos e nos indicadores dos preços por atacado de produtos industriais sugerem movimento mais disseminado, ao menos em parte decorrente de pressões de demanda, na alta de preços."

13

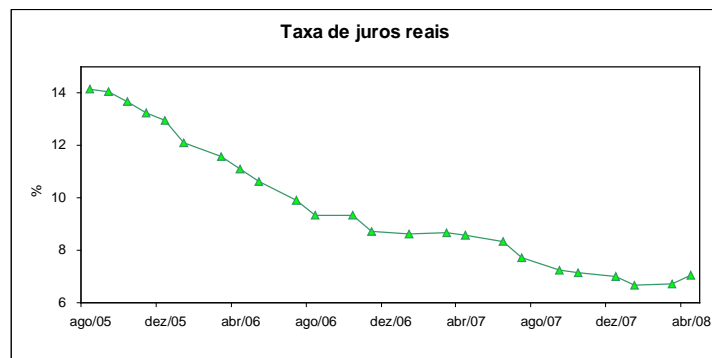
<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2008&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR&id=relinf200803>



Sinalização que indica nova alta da taxa de juros e que talvez o atual ciclo de aperto monetário não seja tão curto quanto se admitia até um mês atrás.

39. Outros fatores que preocupam o Copom, expressamente citados na ata, são a expansão da demanda doméstica com a possibilidade de surgimento de restrições de oferta setoriais, a expansão do crédito e o crescimento das transferências governamentais.

40. O Gráfico seguinte mostra a evolução dos juros reais, medidos pela taxa Selic e expectativa de IPCA para os doze meses seguintes, na ocasião de cada fixação pelo Copom, desde agosto de 2005.



41. Depois de queda contínua ao longo de todo o período, a taxa real de juros *ex ante* em abril de 2008 voltou a assumir postura ascendente, tendo chegado a 7,1%.

## V – CUSTO DE MANUTENÇÃO DAS RESERVAS E O FUNDO SOBERANO

42. As demonstrações financeiras do Banco Central referentes a 2007, apresentam o custo da manutenção das reservas cambiais, de expressivos R\$ 43,2 bilhões, calculado na forma da Tabela seguinte.

### CUSTO DE MANUTENÇÃO DAS RESERVAS CAMBIAIS PELO BANCO CENTRAL, 2007

Período	Reservas Internacionais		Custo		
	Saldo Médio (R\$ mil)	Rentabilidade (%)	Captação (%)	Manutenção	
				(%)	(R\$ mil)
1º Trimestre	202.824.391	(2,62)	2,01	4,63	9.390.769
2º Trimestre	250.051.484	(5,49)	2,05	7,54	18.853.882
1º Semestre	-	-	-	-	28.244.651
3º Trimestre	301.917.160	(0,92)	1,92	2,84	8.574.447
4º Trimestre	307.254.454	(0,03)	2,05	2,08	6.390.893
2º Semestre					14.965.340
<b>Total do Ano</b>					<b>43.209.991</b>

Fonte: Demonstrações Financeiras do Banco Central, 2007 .



43. A rentabilidade das reservas brasileiras é negativa. Esse cálculo considera a taxa a que essas reservas são aplicadas em títulos de tesouros e agências governamentais estrangeiros e a variação do real frente às principais moedas no período.
44. Frente ao dólar norte-americano, a apreciação do real (R\$ 2,14 em 31/12/2006) foi de 17,3% no ano (R\$ 1,77 em 31/12/2007) e de 1,1% no 1º trimestre de 2008 (R\$ 1,75 em 31/03/2008).
45. O custo de manutenção das reservas soma à rentabilidade negativa o custo de captação de recursos para compra de moeda estrangeira com a qual os títulos estrangeiros foram adquiridos.
46. As reservas em moedas estrangeiras continuam aumentando, R\$ 330 bilhões (US\$ 196 bilhões) em abril de 2008, como resultado das intervenções no mercado de câmbio com o propósito de impedir maior valorização do real. As reservas, já estão em patamar confortável para reduzir a vulnerabilidade do País a crises externas, não se justificando mais a aquisição de divisas para esse fim. A política monetária, com taxas básicas de juros elevadas e alto retorno financeiro<sup>14</sup>, conjugasse com a melhora dos fundamentos da economia brasileira<sup>15</sup>, chancelada pela obtenção de grau de investimento, e estimula a entrada de dólares, derrubando-lhes a cotação.
47. Alternativa para reduzir o custo de manutenção dessas reservas consiste em obter rentabilidade mais alta que a proporcionada por títulos emitidos por tesouros estrangeiros para ao menos parte delas (assegurada liquidez e segurança). Diversos países, com esse propósito, têm constituído os chamados “fundos soberanos” para aplicação de suas reservas.
48. Os “fundos soberanos de riqueza” são propriedade dos estados e compostos de ativos fixos e instrumentos financeiros, tais como ações e títulos de crédito emitidos por governos ou empresas. São entidades (bancos centrais, fundos oficiais de investimento, fundos de pensão ou fundos petrolíferos) encarregadas de administrar a poupança do país, composta por ouro, depósitos em moeda estrangeira e direitos especiais de saque (do Fundo Monetário Internacional) detidos por bancos centrais e autoridades monetárias, além de outros patrimônios estatais, como fundos de pensão e fundos petrolíferos. Têm por objetivo maximizar a rentabilidade de suas aplicações no longo prazo. Muitos bancos centrais possuem reservas que excedem amplamente suas necessidades de liquidez ou de administração das moedas estrangeiras, levando-os a diversificar sua carteira de aplicações, com até mesmo derivativos.
49. Esses fundos geralmente são criados nos casos em que o governo tem superávit nominal e nenhuma dívida externa. Nem sempre é possível ou aconselhável, para evitar inflação, transformar em consumo ou investimento o excedente de liquidez do estado, nem internalizar a moeda externa, convertendo-a

---

<sup>14</sup> A entrada de dólares decorre de superávit na balança comercial, de investimentos diretos e também de investimento em carteira, este último influenciado mais fortemente pelo diferencial dos juros internos em relação ao de outros países, notadamente dos EUA.

<sup>15</sup> A condição para os investidores é excelente. O País possui uma das maiores taxas básicas de juros e é certificado como seguro.



em moeda local. Uma dessas situações ocorre quando o país depende da exportação de produtos primários e pretende atenuar e compensar ("equalizar") o efeito das oscilações cíclicas de demanda externa ou de preços de seus produtos nas receitas públicas, ou redistribuir os ganhos com gerações futuras. Outra situação é quando há uma riqueza a administrar, como fundos de pensão públicos.

50. Para alguns países a acumulação de riqueza resulta dos altos preços do petróleo e do gás, casos dos exportadores de energia como a Rússia, Noruega, Nigéria, Kwait e os Emirados Árabes. Para outros, o acúmulo de riqueza deriva de elevados superávits em suas balanças comerciais, casos da China e do Japão. No caso brasileiro, a razão subjacente e principal que motiva o acúmulo de reservas é o diferencial da taxa de juros interna em relação a dos demais países.

51. Embora, a razão da acumulação de riqueza e os objetivos para criação dos fundos sejam diferentes, a obtenção de melhor rentabilidade é ponto comum em todos os casos. No caso brasileiro, um objetivo consistiria em reduzir o custo de manutenção das reservas internacionais, por meio da aplicação em ativos que dêem retorno superior ao de títulos governamentais estrangeiros. O estado brasileiro não acumula riqueza; ao contrário, tem déficit fiscal nominal.

52. Mantidas as atuais políticas monetária e cambial, continuará a haver acúmulo de reservas. Nesse caso, os recursos que já ultrapassam o necessário para preservar a invulnerabilidade brasileira a crises externas poderiam ser aplicados em carteira com características de liquidez, risco e rentabilidade diferentes das aplicações atuais.

53. Como a taxa básica da economia brasileira é elevada, a obtenção de rentabilidade que lhe seja superior, mesmo em aplicações em papéis privados, parece difícil<sup>16</sup>. A criação de um fundo constituído de recursos que tenha custos de captação maior do que o retorno de suas aplicações, portanto deficitário, só se justificaria por consequência da política monetária, mormente quando o esforço governamental é no sentido de obter superávit primário para cobrir, mesmo que parcialmente, o serviço da dívida pública. Também não é compatível com a experiência brasileira, que ainda não está claramente proposta, o fato de não termos poupança a ser transferida para gerações futuras.

54. Em 13 de maio, o governo anunciou a criação do Fundo Soberano do Brasil, que será composto por receitas fiscais, via excesso de superávit primário (além dos 3,8% do PIB estipulados na LDO) e por emissão de títulos do Tesouro. O Fundo comprará dólares no mercado interno e emprestará a empresas brasileiras no exterior. Pretende atingir múltiplos objetivos, entre eles: conter a valorização do real em auxílio ao Banco Central, aumentar a rentabilidade dos ativos em moeda estrangeira do setor público (redução do custo de manutenção das reservas internacionais), promover a internacionalização das empresas brasileiras e formar poupança pública.

55. No tocante à formação de poupança, observa-se que a arrecadação federal ultrapassará, em 2008, as previsões mais otimistas e que a obtenção de superávit

---

<sup>16</sup> O diferencial entre os juros interno e externo favorece, inclusive, o "carry trade", que consiste em obter empréstimos em moedas de países com taxas de juros baixas, como o Japão, e aplicar os recursos em países com taxas elevadas, como o Brasil.



primário mais elevado auxiliará o Banco Central em sua responsabilidade de manter a inflação dentro da meta. Ao retirar recursos da sociedade e não devolvê-los, via aumento de seus gastos, o governo contribuiria para reduzir a demanda agregada, diminuindo as pressões inflacionárias.

## VI – OPERAÇÕES COMPROMISSADAS

56. A compra, pelo Banco Central, de dólares no mercado interno acarreta aumento de moeda em circulação que necessita, então, ser esterilizada. O controle da liquidez é realizado por meio de operações de mercado aberto. Para “enxugar” a liquidez, o Banco Central realiza a venda de títulos públicos de sua carteira com compromisso de recompra com prazos curtos.<sup>17</sup>

57. Segundo o balanço patrimonial do Banco Central, o saldo das operações com compromisso de recompra, em moeda local, somavam, em dezembro de 2007, R\$190,2 bilhões, aumento de R\$ 112,3 bilhões em relação a dezembro de 2006. Da comparação deste montante com o total despendido na aquisição de títulos estrangeiros e depósitos a prazo em instituições estrangeiras, de R\$ 138,4 bilhões, infere-se que as operações de mercado aberto estão financiando praticamente o aumento das reservas internacionais.

58. A Tabela abaixo traz a composição da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), segundo estatística do Tesouro Nacional, somada às operações de mercado aberto neste ano.

---

<sup>17</sup> As operações de venda com recompra (*repo*) são normalmente operações de curto prazo nas quais o Bacen vende instrumentos financeiros com um acordo de pagar os recursos captados por meio da compra desses instrumentos em uma data futura, pelo mesmo preço acrescido de uma taxa de juros. Nas operações de compra com revenda (*reverse repo*) o Bacen compra instrumentos financeiros com o acordo de revendê-los em uma data futura.



## DPMFi POR TIPO DE RENTABILIDADE SOMADA ÀS OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO

Tipo de Rentabilidade	Dez/2006		Dez/2007		Abr/2008	
	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%
Prefixados	395,04	34,25	456,97	32,86	414,32	28,29
Taxa Selic	439,88	38,13	448,63	32,26	468,06	31,96
Índices de Preços	246,43	21,36	321,65	23,13	336,72	22,99
Câmbio <sup>(1)</sup>	(12,05)	(1,04)	(28,00)	(2,01)	(26,41)	(1,80)
TR	24,19	2,10	25,62	1,84	26,03	1,78
Outros	-	-	-	-	-	-
Subtotal	1.093,49	94,80	1.224,87	88,08	1.218,72	83,20
Oper. Mercado Aberto	60,03	5,20	165,81	11,92	246,01	16,80
Até 1 mês	5,80	0,50	(1,46)	(0,10)	52,52	3,59
Mais de 1 mês	54,23	4,70	167,27	12,03	193,49	13,21
Total	1.153,52	100,00	1.390,68	100,00	1.464,73	100,00

Fonte: Relatório Mensal da Dívida Pública Federal, abril de 2008, Tesouro Nacional. Elaboração dos autores.

<sup>(1)</sup> Valor de referência para ajuste de *swap* foi incorporado ao estoque de cambiais.

59. Observa-se na Tabela aumento de R\$ 80,2 bilhões nas operações de mercado aberto entre dezembro de 2007 e abril de 2008. Em termos relativos, a participação das operações compromissadas no total da dívida pública interna era de 5,2% em dezembro de 2006, de 11,9% em dezembro de 2007 e de 16,8% em abril de 2008.

60. O aumento da participação relativa de operações compromissadas, lastreadas por títulos públicos com compromisso de recompra no curto prazo, entretanto, é contrária ao objetivo do Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública – PAF, de alongar o prazo médio da dívida pública. Em particular, observa-se que em abril de 2008, o resgate líquido de títulos do Tesouro foi de R\$ 46,4 bilhões, em virtude da não aceitação por parte do Tesouro das taxas demandadas pelo mercado. Por outro lado, as operações compromissadas em moeda local aumentaram em R\$ 44,6 bilhões.