



# Análise de Conjuntura

Boletim periódico da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados

Os textos são da exclusiva responsabilidade de seus autores. O boletim destina-se a promover discussões sobre temas de conjuntura e não reflete a posição de parlamentares, de suas assessorias ou do corpo técnico da Câmara dos Deputados.

NESTA EDIÇÃO: 1. Reservas internacionais e operações compromissadas.  
2. Receitas federais em queda e aumento do IOF.

## Reservas internacionais e operações compromissadas: até quando o benefício compensará o custo?

*A partir de 2006, o Bacen vem intensificando o uso das operações compromissadas para controlar o excesso de liquidez monetária, sobretudo em razão do forte influxo de capital externo nos anos recentes. No fim de 2005, essas operações somavam 1,7% do PIB. Em agosto de 2009, essa proporção já correspondia a quase 15%.*

*Não por coincidência, a partir de 2006, o ritmo de acumulação de divisas internacionais mudou de patamar. No fim de 2005, o montante das reservas cambiais, pelo conceito de liquidez, correspondia a 6% do PIB. Desde então, essa razão vem crescendo continuamente, atingindo, após breve recuo em 2008, quase 16% em setembro de 2009.*

*O elevado nível de reservas internacionais desempenhou importante papel na fase mais aguda da crise, sinalizando maior solidez financeira do País para o capital externo, mitigando, na medida do possível, sua fuga, e, dessa maneira, permitindo a adoção de políticas públicas anticíclicas, diferentemente do ocorrido em crises anteriores.*

*Contudo, o alto custo dessas reservas e a expectativa de forte entrada de dólares nos próximos meses amplificam o debate sobre a conveniência de se manter em curso a mesma política dos últimos anos.*

Operações compromissadas são aquelas em que ocorre uma compra de um ativo financeiro à vista concomitante ao compromisso de sua revenda em data futura ou uma venda à vista concomitante ao compromisso de sua recompra em data futura.

### **Expediente**

Boletim de Análise de Conjuntura (BAC). Ano 1, nº 35. Quinta-feira, 29 de outubro de 2009.

Colaboraram neste número: Marcelo Barroso Lacombe (coordenador), Aurélio Guimarães Cruvinel e Palos e Murilo Rodrigues da Cunha Soares.

*O Boletim de Análise de Conjuntura é uma publicação da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. Destina-se a promover o debate sobre temas de conjuntura e não reflete a posição de parlamentares, de suas assessorias ou do corpo técnico da Câmara dos Deputados, incluída a Consultoria Legislativa.*

## Efeito colateral do acúmulo de reservas: aumento das operações compromissadas

No relacionamento do Bacen com o mercado, as operações em que a autoridade monetária assume a ponta vendedora de títulos públicos ou moeda estrangeira têm-se configurado como importante instrumento de política monetária e, mesmo indiretamente, cambial.

Nos últimos anos, os avanços econômicos e o fortalecimento de instituições que levaram a maiores responsabilidades fiscal e previsibilidade da política monetária colocaram a economia brasileira na mira do capital externo, aumentando consideravelmente o influxo de divisas para o País. Considerando somente os investimentos estrangeiros diretos (IED), aqueles que entram no País para aquisição de participações mais permanentes no capital de empresas e como tal são registrados no Banco Central, a média em 2007/2008 foi de quase US\$ 40 bilhões anuais. Nos cinco anos anteriores, essa média não ultrapassou a marca dos US\$ 20 bilhões anuais.

Para esterilizar a entrada massiva de recursos, o Bacen tem optado por não usar diretamente sua carteira de títulos. Ao passo em que converte dólares em reais e aumenta suas reservas internacionais, a autoridade monetária vem lançando mão de vendas de títulos com compromisso de recompra para enxugar o excesso de liquidez monetária e, assim, cumprir a meta de taxa Selic estabelecida pelo Copom. Essas operações têm-se repetido e crescido significativamente desde o início de 2006, conforme o gráfico a seguir:



A razão entre operações compromissadas e PIB vinha decrescendo até 2005, ano em que esta proporção atingiu um vale de 1,7% em dezembro. Desde 2006, essa trajetória inverteu-se com o forte crescimento das operações compromissadas, atingindo, em julho de 2009, quase 15,0% do PIB.

Vale ressaltar que o Tesouro Nacional fixa o Plano Anual de Financiamento, no qual são estabelecidas as metas (montante, composição e prazos) para o seu endividamento. Todavia, as operações compromissadas do Banco Central não se submetem a esse planejamento. Essas operações são predominantemente de curto de prazo e referenciadas na taxa Selic. Portanto, este indexador voltou a ter a mesma participação na composição da dívida que se buscou diminuir ao longo dos anos.

O volume de divisas externas em relação ao PIB seguiu padrão semelhante, com vale de 6,0% em abril de 2006 e pico de 15,7% em agosto de 2009. Houve uma breve interrupção da trajetória em 2008, pois, no auge da crise, o Bacen vendeu moeda estrangeira no mercado interno com compromisso de recompra. Naquele momento, o objetivo era o de prover adequada liquidez de dólares, fornecendo linhas de curto prazo no mercado de câmbio.

O grande volume de reservas acumuladas a partir de 2006 foi importante na superação da fase mais difícil da crise financeira. Com reservas internacionais correspondentes, em média, a 13,5% do PIB, os investidores perceberam que, diferentemente do ocorrido em crises anteriores, o Bacen oferecia totais condições para garantir a conversibilidade de seus recursos. Tanto quanto possível, a fuga de capitais foi minimizada. A confiança na condução da política econômica permitiu ao Governo, até mesmo, a adoção de medidas anticíclicas, com desonerações tributárias e ampliação de despesas.

Passado o “pitiatismo” financeiro, as reservas cambiais retomaram sua tendência de crescimento e não há sinais de que isso possa mudar no curto prazo. Em 2009, mesmo sob reflexos da crise, espera-se a entrada de US\$ 25 bilhões em IED até o fim do ano. Em 2010, diante de taxas de juros internacionais diminutas, esses ingressos deverão intensificar-se e alcançar US\$ 33 bilhões (Relatório Focus).

No curto prazo, a cereja desse bolo de dólares injetados ficará por conta das ofertas públicas de ações. Nas duas maiores já ocorridas em 2009, Visanet e Santander captaram mais de R\$ 22 bilhões, dos quais boa parte atribuída a investidores estrangeiros. Para 2010, aguarda-se a capitalização da Petrobrás, que deverá superar US\$ 50 bilhões. A título comparativo, a maior oferta pública internacional já realizada alcançou US\$ 24 bilhões, pelo *Royal Bank of Scotland*. Em prazo mais longo, há a expectativa de forte influxo de dólares pela exploração do Pré-Sal.

### Mas em que o ingresso de dólares poderia ser ruim?

No curto prazo, a valorização do real tende a reduzir a competitividade externa de nossa economia e a deprimir o saldo das transações correntes. Para evitar tal efeito, o Bacen provavelmente aumentaria ainda mais as reservas internacionais e cortaria o excesso de liquidez monetária, conforme preconiza o regime de metas de inflação, ampliando os lançamentos de operações compromissadas.

Ocorre que essa “troca” custa caro e, por isso, leva ao aumento do endividamento público. As reservas externas concentram-se precipuamente em títulos da dívida norteamericana com vencimento em até cinco anos, cujas taxas caíram significativamente nos últimos meses. Cerca de 20% dos *treasuries* detidos pelo Bacen vencem em menos de doze meses e rendem menos de 0,5% ao ano.

As operações compromissadas, por outro lado, custam taxa Selic ao Bacen. A diferença entre juros internos e externos gera um gravame elevado que tem contribuído para ampliar a dívida bruta do governo. De 2008 para cá, a dívida bruta do governo geral em proporção do PIB já cresceu impressionantes 10 pontos percentuais, atingindo 66,56% em agosto de 2009, em grande parte pela aceleração do ritmo de crescimento das operações compromissadas.

Hoje o setor público é credor líquido em dólares. Caso confirmada a tendência de desvalorização da moeda norteamericana no curto prazo, as reservas acumuladas perderiam valor, elevando também a dívida líquida.

Diante disso, surgem questionamentos quanto à conveniência de se manter a política de acumulação de reservas internacionais por meio de operações compromissadas. Em artigo de setembro de 2009, Bruno Saraiva e Otaviano Canuto calcularam que, se mantida a taxa de acumulação de reservas observada em 2007 (o que, na avaliação deles, não seria muito difícil), o Brasil já terá acumulado US\$ 350 bilhões em divisas externas no fim de 2010.

Segundo os autores, entre 2006 e 2008 a política de acumulação de reservas poderia até ser discutida quanto a seu grau de eficiência, isto é, se os custos da manutenção dessas reservas poderiam ser mais que compensados por seus benefícios, vale ressaltar, difíceis de quantificar. Agora, passada a histeria da crise e uma vez recompostos os níveis anteriores de recursos, acumulações adicionais poderiam ser questionadas tanto quanto ao seu objetivo de garantir solidez financeira como quanto à sua efetividade em manter a apreciação do real sob controle.

Nesse sentido, a Fazenda vem buscando outras maneiras para evitar a excessiva valorização da moeda brasileira.

### IOF sobre investimentos estrangeiros: primeiro *round*?

Em 20 de outubro de 2009, foi editado o Decreto nº 6.983, que estabeleceu a alíquota do IOF em 2% sobre “liquidações de operações de câmbio para ingresso de recursos no País, realizadas por investidor estrangeiro, para aplicação no mercado financeiro e de capitais”.

A nova tributação alcançará as operações de renda fixa, com títulos públicos e privados, e as de renda variável, em especial as aquisições de ações em bolsas (chamadas de operações de *portfolio*). Os IED foram poupados. A medida provocou intenso debate.

Os opositores alegam ter havido quebra das regras do jogo, com perda da confiança do investidor estrangeiro no País. Afirmam que medidas como essa

são inócuas, verdadeiras brincadeiras de “gato” e “rato”, e que o mercado sempre é capaz de contornar as dificuldades impostas pelo governo, por exemplo utilizando os *American Depositary Receipts* (ADRs) de empresas brasileiras.

Os apoiadores consideram o IOF de 2% um primeiro passo no sentido de se evitar o derretimento do dólar. Enxergam meritório o afastamento de investidores de curtíssimo prazo, uma vez que a tributação impõe uma “quarentena” para retorno do capital. Para evitar vazamentos, sugerem uma tributação com escopo mais geral, alcançando outras operações de ingresso de moeda estrangeira. Alguns recomendam a constituição de fundos soberanos especiais, que permitam a utilização dos dólares diretamente no exterior, sem a conversão em reais.

Mas a ampla repercussão do aumento do IOF – desproporcional, dada a tibieza da alíquota escolhida – tem razão de ser. Além de interesses privados que foram feridos, há um desconforto decorrente da percepção mais ou menos generalizada de que o modelo macroeconômico em vigor (meta de inflação, câmbio livre e superávit primário) será duramente testado com as condições do pós-crise.

Por um lado, os robustos resultados fiscais que caracterizaram a política econômica nos últimos anos não deverão se repetir por um bom tempo, seja pela dificuldade em se restabelecer o patamar anterior da arrecadação tributária, seja pela ressurgimento do ativismo fiscal no enfrentamento da crise do *subprime*, seja pela proximidade das eleições presidenciais.

Por outro, com os juros externos reais negativos, nossa taxa Selic torna-se muito “apetitosa” para os aplicadores em renda fixa. Para os investidores em ações e ativos reais, Índia e China seriam os países preferidos, afinal a crise não lhes interrompeu o crescimento econômico. Porém, indianos e chineses são menos liberais com o capital estrangeiro.

Consenso mesmo parece haver em pelo menos dois pontos:

- (1) O IOF de 2% será insuficiente para deter o grande dinheiro, que parece ter (novamente) escolhido o Brasil um de seus países prediletos.
- (2) A apreciação potencial do real é de tamanha magnitude que mesmo os analistas mais visceralmente contrários ao novo IOF, sugerem a adoção de alguma medida em seu lugar. A recomendação campeã é a redução de gastos públicos. Palpitam alguns pela retomada das reformas estruturais, como a tributária, a previdenciária, a trabalhista, etc., como se fosse fácil realizá-las às vésperas das eleições.

## Estagnação da arrecadação federal

*Divulgada pela Receita Federal a arrecadação total de setembro de 2009: R\$ 51,5 bilhões, com perda nominal de 7,4% em relação ao ano passado. A despeito da recuperação dos indicadores econômicos, trata-se da maior redução na comparação mensal interanual para o exercício.*

*Técnicos do órgão estimam em R\$ 4 bilhões anuais o potencial de arrecadação da elevação do IOF sobre investidores estrangeiros, montante insuficiente para reverter esse queda.*

### A arrecadação federal não reage a despeito da melhora do ambiente econômico

O PIB brasileiro do 2º trimestre cresceu 7,8% anualizados em relação ao trimestre anterior, interrompendo a recessão técnica. Em agosto de 2009, foram criados 242 mil novos postos de trabalho no mercado formal (CAGED), superando, pela primeira vez desde a eclosão da crise, o desempenho do mesmo mês do ano antecedente. Também em agosto, a utilização da capacidade instalada da indústria superou os 80% pela primeira vez no ano. Quase todos os demais indicadores econômicos exibem algum grau de recuperação.

Nada obstante, as receitas federais continuam fracas. Em setembro de 2009, a arrecadação federal foi de R\$ 51,5 bilhões, com perda nominal de 7,4% e real de 11,3% (IPCA) em relação ao ano passado e de R\$ 483,6 bilhões, no período de janeiro a setembro de 2009, com perda nominal de 3,1% e real de 7,8% (IPCA) em relação ao mesmo período do ano passado.

Trata-se do pior resultado, quando comparadas as receitas mensais de 2009 e de 2008. Além das explicações que já vinham sendo apontadas em boletins anteriores (redução da atividade econômica, aumento das compensações tributárias, desonerações implementadas para o combate à crise, fim da CPMF e ocorrência de receitas extraordinárias em 2008), a Receita Federal agrega um outro fator de frustração de receitas: o aumento da “inadimplência aberta”. Entenda-se isso como a inadimplência voluntariamente informada pelo próprio contribuinte na declaração prestada ao fisco (DCTF). No período entre janeiro a agosto de 2009, o saldo em aberto foi de R\$ 4,7 bilhões, 70% maior do que o registrado do mesmo período do ano passado.

Se o “devo não nego, pago quando puder” elevou-se dessa maneira, não é difícil imaginar o que aconteceu com os planejamentos tributários (elisões fiscais realizadas dentro dos limites da lei) e com as evasões e sonegações fiscais (fora da lei).

Com o aumento do IOF sobre o investidor estrangeiro, a Receita Federal conta com um dinheirinho extra: algo como quatro bilhões de reais anuais, segundo técnicos do órgão. Mas a facilidade com que se pode evitar essa tributação pode frustrar essa estimativa. Realmente, tempos de crise são difíceis para as administrações tributárias.