



Nota Técnica  
n.º 26/2007

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

**PRIMEIRO SEMESTRE DE 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***

29 de Outubro de 2007

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.

---

<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; das Comissões de Fiscalização e Controle e de Assuntos Econômicos do Senado Federal; e da 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. O máximo que afirma para o futuro é que “Em 2006 e em 2007, a política monetária continuará a ser conduzida de forma consistente com o regime de metas para a inflação, priorizando a manutenção da estabilidade macroeconômica, condição fundamental para o crescimento sustentado da economia. A meta para a inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional tanto para 2006 como para 2007 é de 4,5%, com intervalo de tolerância de mais 2 p.p. e de menos 2 p.p.”

<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 1º semestre de 2007, o resultado do Banco Central foi negativo em cerca de R\$ R\$ 30,3 bilhões, como resume a Tabela abaixo.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO SINTÉTICA INTERMEDIÁRIA - 1º SEMESTRE DE 2007  
Em milhares de Reais

fl. 2

	Notas	1º SEM/2007	1º SEM/2006 (Republicado)
<b>OPERAÇÕES EM MOEDAS ESTRANGEIRAS</b>		<b>(19.527.571)</b>	<b>(5.216.888)</b>
Receitas com juros		5.482.058	2.777.397
Despesas com juros		(146.313)	(217.370)
(=) Resultado líquido com juros	14	5.335.745	2.560.027
Ganhos (perdas) com ativos financeiros classificados como Valor Justo a Resultado	15	(1.429.916)	(1.032.921)
Ganhos (perdas) com moedas estrangeiras	16	(23.433.400)	(6.743.994)
<b>OPERAÇÕES EM MOEDA LOCAL</b>		<b>(10.306.965)</b>	<b>(7.060.984)</b>
Receitas com juros		20.609.872	43.095.435
Despesas com juros		(26.264.901)	(25.913.573)
(=) Resultado líquido com juros		(5.655.029)	17.181.862
Ganhos (perdas) com ativos financeiros classificados como Valor Justo a Resultado	15	(3.340.796)	(22.743.731)
Ganhos (perdas) com investimentos		-	(160.711)
Ganhos (perdas) com operações referenciadas em moedas estrangeiras	16	(1.311.140)	(1.338.404)
<b>PROVISÕES LÍQUIDAS</b>		<b>-</b>	<b>(11.019)</b>
<b>OUTRAS RECEITAS</b>		<b>908.324</b>	<b>534.980</b>
<b>OUTRAS DESPESAS</b>		<b>(1.378.698)</b>	<b>(1.117.816)</b>
<b>RESULTADO NO PERÍODO APURADO PELAS NIIF's</b>		<b>(30.304.910)</b>	<b>(12.871.727)</b>
<b>Informação Suplementar não Exigida pelas NIIF's</b>			
<b>RESULTADO NO PERÍODO APURADO PELAS NIIF's</b>		<b>(30.304.910)</b>	<b>(12.871.727)</b>
Resultado de variação cambial e swaps		(29.219.899)	(11.885.803)
<b>RESULTADO LÍQUIDO DE VARIAÇÃO CAMBIAL E SWAPS</b>	17	<b>(1.085.011)</b>	<b>(985.924)</b>

(As Notas Explicativas são parte integrante das Demonstrações Financeiras Sintéticas Intermediárias)

Fonte: “Demonstrações financeiras-contábeis”, em <http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be200706/junho2007.pdf>.

6. De acordo com a legislação aplicável (ver também nota 17), o resultado negativo deste 1º semestre será coberto pelo Tesouro Nacional em janeiro de 2008, por meio da entrega de títulos públicos federais ao Bacen.<sup>6</sup> Permanecendo negativo o resultado no 2º semestre, como já indicam os demonstrativos do 3º trimestre deste exercício, o ressarcimento será consignado em dotação específica no orçamento de 2009.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Ver, no projeto de lei orçamentária de 2008 (PL 30, de 2007-CN) 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.

<sup>7</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



7. O resultado negativo decorreu, predominantemente, da apreciação do real frente às moedas estrangeiras, de 11% no 1º semestre. O prejuízo do semestre teria sido bem menor, de R\$ 1,1 bilhão, se não se somassem as perdas cambiais decorrentes da variação de ativos em moeda estrangeira (R\$ 24,7 bilhões) e com os *swaps* reversos (R\$ 4,5 bilhões).
8. Existe um descasamento entre ativos e passivos em moedas estrangeiras do Banco Central, de R\$ 284,5 bilhões, que é afetado pela variação cambial. Observa-se ainda que, neste 1º semestre, a diferença patrimonial aumentou em R\$ 101,5 bilhões, principalmente pela compra, para o ativo, de R\$ 96,8 bilhões em títulos de emissão de tesouros e agências governamentais estrangeiras e pelo aumento de R\$ 8,2 bilhões no volume de depósitos a prazo em instituições financeiras de fora do país<sup>8</sup>, mediante o uso de moeda estrangeira adquirida pelo Banco Central no mercado interno.
9. Nos contratos de *swap* reverso<sup>9</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.
10. 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>10</sup>
11. Esse resultado do 1º semestre segue-se a perda contabilizada de quase R\$ 13,2 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 teria sido positivo em R\$ 2,4 bilhões, se, também, excluísse as perdas com essa apreciação e com os *swaps* reversos, que somaram R\$ 15,4 bilhões.
12. A expectativa para o 2º semestre de 2007 é de novo e expressivo resultado negativo, haja vista a crescente acumulação de reservas internacionais pelo Banco Central, para evitar a queda ainda maior da cotação do dólar.

---

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. Essa é a forma de compensar o BC, evitando-lhe diminuição patrimonial, pelas perdas decorrentes da execução de suas políticas. Tal como redigido na LRF, constarão de lei orçamentária imediatamente seguinte apenas ressarcimentos correspondentes a resultados de primeiros semestres, se negativos

<sup>8</sup> Ver em Balanço Patrimonial Sintético Intermediário (fls. 1 das Demonstrações Financeiras), no ativo e no passivo em moedas estrangeiras, "Títulos" e "Depósitos a Prazo em Instituições Financeiras".

<sup>9</sup> Troca, em inglês – no caso, troca de riscos entre quem emite, o Banco Central, e quem toma o papel.

<sup>10</sup> Por exemplo, o Banco Central deverá proximamente rolar dívidas que vencem em 10 de novembro, totalizando US\$ 2,5 bilhões.

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



13. A previsão do mercado para o câmbio no final do ano é de R\$ 1,82 por dólar<sup>12</sup> (apreciação do real de 5,8%), já tendo caído para R\$ 1,77 em 26 de outubro – menor cotação desde 1º de agosto de 2000. Foram adquiridos, até 30 de setembro, mais R\$ 34,2 bilhões de títulos estrangeiros e o resultado do Banco Central no período de julho a setembro foi negativo em R\$ 10,9 bilhões (R\$ 14,9 bilhões de perdas com a variação cambial e swaps).

### III – POLÍTICA CREDITÍCIA

14. 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.

15. O volume de crédito atingiu R\$ 800 bilhões, ou 32,4% do PIB, em junho de 2007, como mostra a Tabela a seguir.

OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO, 2005-2007												
	Dez 2005		Dez 2006		Jun 2007		Set 2007		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	Jun/07 / Dez/06	Set/07 / Dez/06
Crédito do Sistema Financeiro	607.023	28,13	732.590	30,83	799.910	32,35	854.133	33,15	21,50	20,69	9,19	16,59
Crédito ao Setor Público	20.556	0,95	18.872	0,79	18.640	0,75	18.310	0,71	6,99	(8,19)	(1,23)	(2,98)
Crédito ao Setor Privado	586.467	27,18	713.718	30,03	781.270	31,59	835.823	32,44	22,08	21,70	9,46	17,11
Indústria	138.947	6,44	164.581	6,93	176.448	7,14	191.104	7,42	11,01	18,45	7,21	16,12
Habitação	29.081	1,35	35.689	1,50	40.322	1,63	42.698	1,66	12,83	22,73	12,98	19,64
Rural	65.955	3,06	77.681	3,27	81.830	3,31	83.998	3,26	12,74	17,78	5,34	8,13
Comércio	64.514	2,99	78.433	3,30	83.220	3,37	87.970	3,41	17,44	21,57	6,10	12,16
Pessoas Físicas	188.784	8,75	235.816	9,92	269.925	10,92	292.525	11,35	38,36	24,91	14,46	24,05
Crédito Consignado	31.704	1,47	48.149	2,03	57.030	2,31	60.857	2,36	80,81	51,87	18,45	26,39
dos quais: INSS	10.935	0,51	17.525 <sup>(1)</sup>	0,74	20.110	0,81	21.460	0,83	395,80	60,27	14,75	22,45
Aquisição de Veículos	50.685	2,35	63.475	2,67	71.053	2,87	76.125	2,95	...	25,23	11,94	19,93
Demais	106.395	4,93	124.192	5,23	141.842	5,74	155.543	6,04	(10,52)	16,73	14,21	25,24
Outros Serviços	99.185	4,60	121.518	5,11	129.525	5,24	137.527	5,34	24,65	22,52	6,59	13,17

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

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

16. O percentual alcançado ao fim do semestre é 1,5 p.p. superior aos 30,8% verificados em dezembro de 2006. Em setembro de 2007, o volume de crédito aumentou mais 0,8 p.p., alcançando 33,1% do PIB. O aumento das operações de crédito tem sido citado por analistas como fator da maior lucratividade do setor financeiro.

17. A atual trajetória expansionista do crédito vem sendo associada à estabilidade econômica; a melhores condições de sua oferta, por meio de alongamento de prazos e redução das taxas de juros; bem como ao bom desempenho do mercado de trabalho, com elevação da massa salarial.

<sup>12</sup> Ver relatório de mercado em <http://www4.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20071019.pdf>.



18. O crédito ao setor público continua em queda, representando em junho de 2007 R\$ 18,6 bilhões, ou 0,75% 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.

19. O crédito ao setor privado, por outro lado, depois de crescer 21,7% em 2006, em setembro, em relação a dezembro de 2006, subiu mais 17,1%, alcançando R\$ 835,8 bilhões.

20. O principal destaque continua sendo o financiamento dos gastos de consumo, via crédito às pessoas físicas, que cresceu 24% até setembro de 2007, representando neste último mês R\$ 292,5 bilhões.

21. As modalidades com menores taxas de juros e prazos mais longos têm puxado a evolução do crédito às pessoas físicas, contribuindo para a redução do *spread* e para a melhoria do perfil de endividamento. O crédito consignado em setembro de 2007 alcançou R\$ 60,9 bilhões, quase o dobro do contratado em dezembro de 2005. Os financiamentos para aquisição de veículos representaram R\$ 76,1 bilhões em setembro, com crescimento de quase 20% em relação a dezembro de 2006.

22. 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. O Banco Central defende<sup>13</sup> que a evolução do crédito é robusta e sustentável, uma vez que a oferta potencial de crédito é suficientemente estável para atender à demanda agregada, embora já demonstre preocupação quanto a sua influência sobre a taxa de inflação.

#### **IV – PARADA NA QUEDA DA TAXA DE JUROS**

23. Nos termos da Nota à Imprensa divulgada após a última reunião do Copom, “avaliando a conjuntura macroeconômica, o Copom decidiu, por unanimidade, fazer uma pausa no processo de flexibilização da política monetária e manter a taxa Selic em 11,25% ao ano, sem viés”.

24. O mercado, após fase otimista em meados do ano, voltou a prever taxas elevadas de inflação, como mostra a Tabela.

---

<sup>13</sup> Ver “Relatório de Inflação” de setembro de 2007.

## EXPECTATIVAS DO MERCADO (FOCUS) PARA A INFLAÇÃO, 2007 E 2008

(%)

Data da Pesquisa	Índice					
	IPCA		IGP-DI		IPA-DI	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
02/01/2007	4	4,1	4,3	4,05	4,48	4,28
01/02/2007	4,08	4	4,25	4	4,28	4,2
01/03/2007	3,88	4	4	4	4,16	4,09
02/04/2007	3,87	4	4,01	4	4	4
02/05/2007	3,67	4	3,64	4	3,42	4
01/06/2007	3,5	4	3,42	4	3,35	4
02/07/2007	3,65	4	3,5	4	3,09	4
01/08/2007	3,75	4	3,48	4	3,06	4
03/09/2007	3,93	4	4,18	4	3,98	4,2
01/10/2007	4	4,1	5,36	4	5,68	4,3
19/10/2007	3,91	4,1	5,76	4	6,06	4,23

Fonte: Banco Central do Brasil.

25. O medo da aceleração da inflação, em consequência de expansão da atividade econômica, fez com que o Banco Central interrompesse a trajetória de queda da taxa básica de juros, o que afetou fortemente, mais uma vez, a cotação do dólar. Com a decisão, interrompeu-se o processo de queda dos juros, que já durava 2 anos. Especialistas acreditam que nova queda somente ocorrerá em 2008, apesar de haver mais uma reunião do Conselho este ano (4 e 5/12).

26. A inflação medida pelo IPCA, referência para a meta do Banco Central, está acelerando. A taxa mensal de agosto (0,47%) foi recorde no ano, mas retornou a patamar aceitável em setembro (0,18%) e em outubro (IPCA-15 de 0,24%). No entanto, nos 12 meses encerrados em setembro de 2007 o IPCA acumulou 4,15%, enquanto em mesmo período do ano passado foi 3,7%. Apesar disso, reconhece a ata da última reunião do Copom, que a inflação tende a continuar evoluindo segundo a trajetória de metas.

27. Por outro lado, a inflação medida pelo IGP-DI continua se comportando mal, e preocupa o Banco Central. Em agosto, foi de 1,39%, e em setembro, de 1,17%, taxas mais altas que em qualquer outro mês dos dois últimos anos. Em doze meses até setembro de 2007, o IGP-DI variou 6,16%, enquanto foi de 3,16% em 2006. Esse aumento reflete principalmente a inflação do índice de preços no atacado (IPA-DI), que, na mesma base de comparação, passou de 3,13% para 6,92%, puxado pelo forte aumento no preço dos itens agrícolas (em doze meses até setembro atingiu 19,50%, ante 1,98% observados em setembro de 2006). Conforme destacado nas Notas de reuniões anteriores do Copom, os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.



28. Outros fatores que preocupam o Comitê, expressamente citados na ata, são a expansão do crédito e o crescimento das despesas federais, em particular com salários e transferências de renda, que aquecem a demanda.

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

29. As demonstrações financeiras do Banco Central referentes ao 1º semestre de 2007, apresentam o custo da manutenção das reservas cambiais no semestre, de expressivos R\$ 33,3 bilhões<sup>14</sup>, calculado na forma da Tabela seguinte.

CUSTO DE MANUTENÇÃO DAS RESERVAS CAMBIAIS PELO BANCO CENTRAL, 2007

Período	Reservas Internacionais		Captação (%)	Custo	
	Saldo Médio (R\$ mil)	Rentabilidade (%)		Manutenção	
				(%)	(R\$ mil)
1º Trimestre	203.930.558	(2,63)	2,02	4,65	(9.482.771)
2º Trimestre	257.475.621	(5,47)	3,77	9,24	(23.790.747)
1º Semestre	-	-	-	-	(33.273.518)
<u>Memorando:</u>					
3º Trimestre	302.062.822	(0,90)	1,92	2,82	(8.518.172)

Fonte: Demonstrações Financeiras do Banco Central, 2007.

30. A rentabilidade das reservas brasileiras é negativa e decrescente. 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.

31. Frente ao dólar norte-americano, a apreciação do real (R\$ 2,14 em 31/12/2006) foi de 6,45% no 1º trimestre (R\$ 2,05 em 30/03/2007) e de 4,27% no 2º trimestre de 2007 (R\$ 1,93 em 30/06/2007).

32. O custo de manutenção das reservas foi crescente no semestre. Esse custo soma à rentabilidade negativa o custo de captação de recursos para compra de moeda estrangeira com a qual os títulos estrangeiros foram adquiridos.

33. As reservas em moedas estrangeiras têm aumentado rapidamente, com o duplo propósito de reduzir a vulnerabilidade do País a crises externas e impedir maior valorização do real. A política monetária, com taxas básicas de juros ainda elevadas e alto retorno financeiro<sup>15</sup>, conjuga-se com a melhora dos fundamentos da

<sup>14</sup> O custo de manutenção das reservas, calculado pelo Banco Central para o primeiro semestre, é quase equivalente ao total dos investimentos autorizados com recursos dos orçamentos fiscal e da seguridade para todo o ano de 2007, R\$ 36,9 bilhões, cuja execução, sabe-se, ficará bem abaixo disto.

<sup>15</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.



economia brasileira, e estimula a entrada de dólares, derrubando-lhes a cotação. As reservas continuam aumentando no 3º trimestre, embora com custo menor.

34. 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.

35. Há pouco mais de uma semana noticiou-se que as autoridades da área econômica estariam prestes a propor ao Congresso a constituição de um fundo brasileiro dessa natureza, seguro, porém mais rentável, com aplicação inicial de R\$ 10 bilhões, depois que as reservas alcançassem U\$ 180 bilhões. Foi dito pela Imprensa que nossas autoridades entendiam ser esse montante o mínimo a manter aplicado em condições de segurança e alta liquidez usuais, para que não se prejudique o alcance do grau de investimento.

36. 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, cuja origem são 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.

37. *Sovereign wealth funds* é expressão em inglês que vem sendo citada com cada vez mais freqüência a partir de 2005, acompanhando o crescimento rápido das poupanças dos estados.<sup>16</sup> Mais cedo ainda, no início deste século, os bancos centrais já acumulavam volumes substanciais de ativos em moedas diversificadas. Entidades com finalidades específicas foram encarregadas de investir esses valores em ativos financeiros não tradicionais. Dependendo da fonte consultada, esses fundos somam entre US\$ 2 trilhões e US\$ 2,5 trilhões, contra quase US\$ 5,2 trilhões de reservas.

38. Um aspecto freqüentemente levantado pelos analistas é o de que os bancos centrais que acumularam volumes consideráveis de reservas possam paulatinamente começar a atuar como administradores de fundos soberanos, além de suas tradicionais funções.

---

<sup>16</sup> Esses fundos têm sido duramente criticados por significarem risco para a estabilidade do mercado financeiro internacional. Na reunião do G-7 de 19 de outubro de 2007, os representantes dos países do grupo pediram maior transparência quanto à composição do patrimônio e às regras operacionais, e ainda que o FMI e o Banco Mundial elabore um manual de boas práticas para esses fundos. Existe também a preocupação dos países ricos quanto aos objetivos desses fundos estatais, que pode ser não os ganhos financeiros mais elevados, e sim políticos, mediante o controle de setores produtivos estratégicos.

39. Esses fundos geralmente são criados nos casos em que o governo tem superávit fiscal 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 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.

40. 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.

41. Embora, a razão da acumulação de riqueza e o propósito principal para criação dos fundos sejam diferentes, a obtenção de melhor rentabilidade é ponto comum em todos os casos. No caso brasileiro, o propósito principal 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 fiscais nominais.

42. Todavia, mantidas as atuais políticas monetária e cambial, continuará a haver acúmulo de reservas. Nesse caso, se os recursos ultrapassarem o necessário para preservar a invulnerabilidade brasileira a crises externas, o excesso poderia ser aplicado em carteira com características de liquidez, risco e rentabilidade diferentes das aplicações atuais.

43. 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>17</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.

## **VI – OPERAÇÕES COMPROMISSADAS**

44. 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.

---

<sup>17</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.



45. Para “enxugar” a liquidez, o Banco Central realiza a venda de títulos públicos de sua carteira com compromisso de recompra com prazos curtos.<sup>18</sup> Nem os títulos do Tesouro vendidos e recomprados, nem as operações por eles garantidas integram as estatísticas da dívida pública do Banco Central,.

46. Segundo o balanço patrimonial do 1º semestre, o saldo das operações com compromisso de recompra, em moeda local, somavam, em 30/06/2007, R\$157,0 bilhões, aumento de R\$ 79,1 bilhões em relação a 31/12/2006. Da comparação deste montante com o total despendido na aquisição de títulos estrangeiros e depósitos a prazo em instituições estrangeiras, de R\$ 105,0 bilhões<sup>19</sup>, infere-se que as operações de mercado aberto estão financiando praticamente o aumento das reservas internacionais.

47. A Tabela abaixo traz a composição da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), somada às operações de mercado aberto neste ano.

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

Tipo de Rentabilidade	Dez/2006		Jun/2007		Set/2007	
	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%
Prefixados	395,04	34,25	464,06	34,74	442,42	32,13
Taxa Selic	439,88	38,13	450,78	33,75	450,83	32,74
Índices de Preços	246,43	21,36	286,31	21,44	308,10	22,38
Câmbio <sup>(1)</sup>	(12,05)	(1,04)	(29,68)	(2,22)	(27,62)	(2,01)
TR	24,19	2,10	27,44	2,05	27,11	1,97
Outros	-	-	-	-	-	-
Subtotal	1.093,49	94,80	1.198,91	89,76	1.200,84	87,21
Oper. Mercado Aberto	60,03	5,20	136,76	10,24	176,08	12,79
Até 1 mês	5,80	0,50	10,20	0,76	7,56	0,55
Mais de 1 mês	54,23	4,70	126,56	9,48	168,52	12,24
Total	1.153,52	100,00	1.335,67	100,00	1.376,92	100,00

Fonte: Relatório Mensal da Dívida Pública Federal, setembro de 2007, Tesouro Nacional. Elaboração dos autores.

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

48. Observa-se na Tabela aumento de R\$ 76,8 bilhões nas Operações de Mercado Aberto entre dezembro de 2006 e junho de 2007<sup>20</sup>. A tendência de crescimento se mantém no terceiro trimestre de 2007. Em setembro, as operações somavam R\$ 168,52 bilhões, um acréscimo de R\$ 42,0 bilhões. Em termos relativos,

<sup>18</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.

<sup>19</sup> Ver item 3 desta Nota.

<sup>20</sup> Esse valor equivale ao aumento no Compromisso de Revenda de R\$ 79,1 bilhões, obtido no Balanço Patrimonial do Banco Central de 30/07/2007.



a participação das operações compromissadas no total da dívida pública interna era de 5,2% em dezembro de 2006, de 10,2% em junho e de 12,8% em setembro de 2007.

49. 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.