



**CÂMARA DOS DEPUTADOS**  
**Consultoria de Orçamento e Fiscalização Financeira**

5  
0  
0  
5 / 2005  
Nota Técnica

**AUDIÊNCIA PÚBLICA COM O  
PRESIDENTE DO BANCO CENTRAL  
DO BRASIL**

**AVALIAÇÃO DAS POLÍTICAS  
MONETÁRIA, CREDITÍCIA E CAMBIAL  
(ART. 9º, § 5º DA LRF)**

**Núcleo de Assuntos Econômico-Fiscais**

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

Junho/2005

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 Lei de Responsabilidade Fiscal determina<sup>1</sup> que o BC avalie o cumprimento dos objetivos e metas das políticas monetária, creditícia e cambial em reunião conjunta das comissões temáticas pertinentes do Congresso<sup>2</sup>. A audiência abordará também: (a) os resultados da autoridade monetária no semestre anterior apurados no balanço e os determinantes desses resultados<sup>3</sup>; (b) o impacto e o custo fiscal das operações da autarquia; e o (c) o comportamento das finanças públicas, principalmente da dívida.
2. A LRF não previu o encaminhamento de relatório ao Congresso. Essa exigência consta da LDO<sup>4</sup>. O relatório deve abordar os desvios verificados em relação aos parâmetros projetados no Anexo de Metas Fiscais, bem como o impacto líquido dos custos das operações com derivativos e de outros fatores no endividamento público. O relatório chegou à Comissão de Orçamento na forma de fotocópias de diapositivos.
3. Foram também encaminhadas à Comissão as “Demonstrações Financeiras”, referentes ao segundo semestre de 2004.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Lei Complementar n.º 101, de 2000, 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> Essa reunião deveria ter ocorrido até 31 de março. 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 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. 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 resarcimentos correspondentes a resultados de primeiros semestres, se negativos.

<sup>4</sup> Lei n.º 10.707, de 30 de julho de 2003: “Art. 104. 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 a serem encaminhados ao Congresso Nacional até 60 (sessenta) dias do encerramento de cada trimestre; ... 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. ... Parágrafo único. No relatório de que trata o inciso II deste artigo serão analisados, especialmente, os desvios verificados em relação aos parâmetros projetados no Anexo de Metas Fiscais desta Lei e o impacto líquido do custo das operações com derivativos e de outros fatores no endividamento público.”

<sup>5</sup> Ver ainda no site do BC em <http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be200412/9completo.pdf> e <http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be200412/5notimp.pdf>.



## II – RESULTADOS DO BANCO CENTRAL

4. No segundo semestre de 2004 o BC apresentou resultado negativo de R\$ 258,3 milhões. No primeiro semestre o resultado foi positivo em R\$ 2.795,7 milhões e no exercício de 2004, R\$ 2.537,4 milhões.
5. Segundo as novas normas contábeis, o resultado comparativo é apresentado na tabela seguinte, extraída das “Demonstrações Financeiras”.

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO				
Em milhares de reais	2º SEM/2004	2º SEM/2003	2004	2003
ÓPERAÇÕES EM MOEDAS ESTRANGEIRAS	<u>16.791.2661</u>	<u>166.6761</u>	<u>13.336.9251</u>	<u>17.659.7201</u>
Receitas com juros	1.903.887	1.694.294	3.449.527	4.225.586
Despesas com juros	(1.749.830)	(2.175.209)	(3.522.310)	(4.059.293)
(=) Resultado líquido com juros	154.057	(480.915)	(72.783)	166.293
Ganhos/perdas com posições de negociação	(133.701)	319.410	(838.775)	2.184.630
Ganhos/perdas com moedas estrangeiras	(6.811.622)	94.829	(2.425.367)	(10.010.843)
ÓPERAÇÕES EM MOEDA LOCAL	<u>6.783.967</u>	<u>8.438.664</u>	<u>5.042.532</u>	<u>39.073.479</u>
Receitas com juros	23.396.249	29.697.940	45.956.181	61.586.413
Despesas com juros	(17.845.943)	(27.309.168)	(40.335.536)	(50.132.972)
(=) Resultado líquido com juros	5.550.306	2.388.772	5.620.645	11.453.441
Ganhos/perdas com posições de negociação	6.701.662	5.969.354	2.835.140	33.354.346
Ganhos/perdas com operações referenciadas em moedas estrangeiras	(5.468.001)	80.538	(3.413.253)	(5.734.308)
PROVISÕES LÍQUIDAS	431.313	920.606	1.767.511	2.356.808
OUTRAS RECEITAS	547.705	411.587	1.279.861	909.532
OUTRAS DESPESAS	(1.229.990)	(2.567.623)	(2.215.550)	(3.361.747)
RESULTADO NO PERÍODO	<u>(258.271)</u>	<u>7.136.558</u>	<u>2.537.429</u>	<u>31.318.352</u>

6. A tabela da pagina seguinte, extraída da Nota para a Imprensa, mostra resumidamente os principais componentes do resultado no segundo semestre.

7. O resultado negativo do segundo semestre de 2004 deveu-se predominantemente à apreciação do real frente ao dólar (14,6%), uma vez que o ativo em moedas estrangeiras é superior ao passivo (resultado negativo nas operações com correção cambial). Com a queda do valor dessa cesta de moedas, a perda foi de R\$ 12.279,6 milhões. Não obstante, o resultado das operações da autarquia foi ainda positivo, de R\$ 1.689 milhões.

8. Contribuíram principalmente para atenuar as perdas com variação cambial as operações de swap. Elas, que haviam trazido prejuízo de R\$ 287,1 milhões no 1º semestre de 2004, representaram neste segundo semestre lucro de R\$ 8.036,9 milhões em decorrência de o BC estar em posição líquida comprada (ativo em taxa de juros e passivo em variação cambial, que foi negativa).



Resultado do Banco Central do Brasil em 2004 (R\$ mil)	
Resultado do 1º Semestre	2.795.700
Resultado do 2º Semestre	(258.271)
Operações	1.688.996
Swap	8.036.855
Juros	5.704.363
Variação Cambial	(12.279.623)
Outras	227.401
Impacto da Mudanças Contábeis	(1.947.267)
<b>Resultado do Exercício</b>	<b>2.537.429</b>

Fonte: Nota para o Imprensa (<http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be200412/5notimp.pdf>).

9. Novas adaptações da contabilidade do BC às normas internacionais implicaram impacto contábil negativo de R\$ 1.947,3 milhão, dos quais R\$ 1.469 milhão relativo à marcação a mercado<sup>6</sup>. Esta perda mais que anulou os ganhos com as operações do BC e o saldo no semestre terminou negativo,

10. Mais uma fase do projeto de adaptação do BC às normas internacionais de contabilidade foi concluída, o que facilitará a comparação de suas demonstrações com a de outros bancos centrais. A desvantagem é a de que temporariamente séries históricas ficarão prejudicadas.

### III – CUMPRIMENTO DOS OBJETIVOS E METAS DAS POLÍTICAS MONETÁRIA, CREDITÍCIA E CAMBIAL

#### POLÍTICA MONETÁRIA

11. A meta de inflação para 2004, definida pelo Conselho Monetário Nacional, foi de 5,5% (medida pelo IPCA), com intervalo de tolerância de 2,5%.

12. Dado que o IPCA atingiu 7,6%, a meta foi cumprida, situação que não se repetia desde 2000, conforme Tabela na página seguinte.

13. A meta estabelecida era coerente com crescimento do PIB de 3,5% e Selic média de 15,95. Ao cabo do exercício, constatou-se crescimento do PIB de 4,9% e Selic média de 16,24%.

14. Para consecução da meta, o BC continuou valendo-se da fixação da taxa de juros Selic. A despeito da elevação da Selic nos quatro últimos meses de 2004, a mesma permaneceu todo o ano, à exceção de dezembro, inferior às taxas praticadas em 2003 e em 2002.

<sup>6</sup> Ver diapositivo 6 da apresentação em *power point*.

### Sistema de Metas para a Inflação (Em %)

Meta	Inflação (IPCA)				Crescimento do PIB		
	Intervalo de Tolerância	Meta Ajustada	Realizado	Cumprimento da Meta ?	LDO	LOA	Realizado
1999	8,0	2,0	...	8,94	Sim	...	0,79
2000	6,0	2,0	...	5,97	Sim	2,60	...
2001	4,0	2,0	...	7,67	Não	4,50	...
2002	3,5	2,0	...	12,53	Não	4,50	1,93
2003	4,0	2,5	8,5	9,30	Não	4,00	0,54
2004	5,5	2,5	...	7,60	Sim	3,50	4,94
2005	4,5	2,5	5,1	...	...	4,00	...
2006	4,5	2,0	...	...	4,50	...	...
2007	4,5	2,0	...	...	4,50	...	...

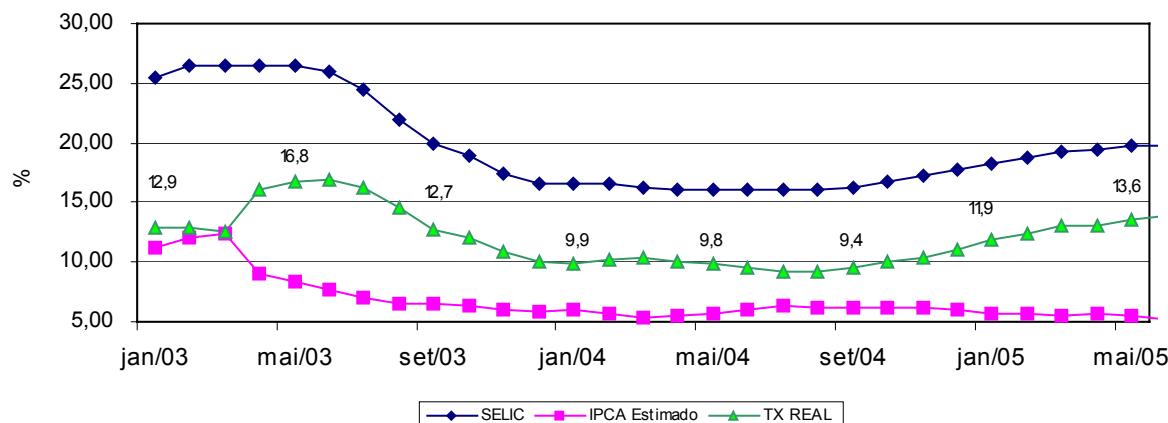
Fonte: Banco Central do Brasil, LDOs e LOAs.

15. A meta inflacionária em 2004 foi atingida, diferentemente dos anos anteriores, com taxa nominal de juros inferior e atividade econômica em aceleração em relação a anos anteriores<sup>7</sup>.

16. 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, nos anos de 2003, 2004 e início de 2005.

17. Praticamente ao longo de todo o ano, as taxas nominal e real de juros permaneceram em patamares inferiores ao de 2003. No entanto, em virtude de pressões inflacionárias, a partir de setembro de 2004 a taxa Selic foi seguidamente majorada, crescimento este que só foi contido em junho de 2005, quando a taxa real atingiu 13,9% ao ano. Em maio de 2005, a taxa real foi de 13,6%, conforme demonstrado abaixo.

### Evolução da Taxa Real de Juros



<sup>7</sup> O PIB cresceu 1,93% em 2002, 0,54% em 2003 e 4,94% em 2004.



## SISTEMA DE METAS PARA INFLAÇÃO, CHOQUES DE OFERTA E NÚCLEO DE INFLAÇÃO: 2004 A 2007

18. A meta foi cumprida em 2004 dentro do intervalo de tolerância, a despeito de choques de oferta e da inércia inflacionária. Os preços administrados (ou monitorados), estabelecidos em contrato ou reajustados por órgão público, tiveram aumento médio de 10,2% no ano, enquanto que os preços livres, de 6,5%<sup>8</sup>.

19. Os preços administrados são insensíveis às condições de oferta e demanda e não sofrem influência da política monetária. Como respondem por cerca de 28,7% do IPCA<sup>9</sup> (essa proporção pode variar moderadamente), os instrumentos da política monetária atuam apenas sobre os outros 71,3% do índice oficial de preços.

20. Esses preços compreendem aqueles que são indexados à inflação passada, formalmente (caso dos contratos de eletricidade e de telefonia, cujos preços estão vinculados ao IGP e respondem por 7,45% do IPCA) ou informalmente (serviços de transportes, tributos municipais e estaduais etc., representando 14,65% do IPCA), e os dos derivados de petróleo (ajustados de acordo com seus preços internacionais e com a taxa de câmbio, e respondem por 6,6% do IPCA).

21. Em 2004, dos 7,6% de variação do IPCA, 2,9 pontos de percentagem foram causados pelos preços administrados. Os 4,7 pontos percentuais restantes espelham a ação da política monetária apenas sobre os preços livres. Pode-se conjecturar, simplificadamente, que se todos os preços fossem livres, com a mesma política monetária obter-se-ia uma inflação menor, de cerca de 6,5%; alternativamente, para restringir a inflação aos mesmos 7,6% de IPCA, a taxa Selic poderia ter sido menor.

22. Choques (negativos) de oferta aumentam os custos de produção, sejam choques exógenos (elevação dos preços internacionais do petróleo e das *commodities* que importamos e exportamos) ou a correção dos preços administrados.

23. Os instrumentos de política monetária não combatem o choque de oferta em si, mas visam os efeitos indiretos ou secundários desse choque (“repasses”). Os choques de oferta implicam uma mudança nos preços relativos e aumentos da taxa básica de juros (política monetária ativa) têm a finalidade de impedir a recomposição de salários e das margens de lucro. Supostamente, os efeitos diretos dos choques de oferta são acomodados no intervalo de tolerância das metas.

<sup>8</sup> Banco Central do Brasil. 2005. Política Monetária, Creditícia e Cambial e Impacto Fiscal de suas Operações. 2º Semestre de 2004

<sup>9</sup> Banco Central do Brasil. Indicadores Econômicos. Tabela I.8. Junho de 2005.



24. Discutem-se há tempo alternativas, além do intervalo de tolerância, para a acomodação da inércia inflacionária e de aumentos provocados por choques de oferta dentro do sistema de metas de inflação.

25. A alternativa mais debatida tem sido a adoção de uma medida do núcleo da inflação, em lugar do IPCA cheio, para fins da fixação da meta. Muitos analistas afirmam que, mesmo assim, choques de oferta deverão ser combatidos com a política monetária, sob pena, caso contrário, de esses choques se incorporarem ao núcleo. O núcleo de inflação pode ser apurado segundo diferentes métodos de cálculo e explicitamente exclui o preço de bens e serviços considerados sujeitos a grandes oscilações ("voláteis"), como alimentos (sazonalidade), energia e impostos indiretos, e ainda os preços administrados.

26. Outra alternativa é usar a previsão da inflação para os 12 próximos meses como meta. Caso este método tivesse sido adotado no Brasil, teríamos hoje a expectativa dos investidores (Relatório de Mercado de 24 de junho) de pouco menos de 5% em 2005, com a qual comparar a meta.

27. Em 2005, para IPCA estimado de 6%, os preços administrados deverão subir 7,5%<sup>10</sup>, respondendo por cerca de 2,2% da inflação do ano. Os demais preços, sobre os quais se concentrará todo o esforço da política monetária, deverão subir apenas 5,4%.

28. Em 2006, mantida a atual situação, os preços administrados deverão contribuir para atenuar a inflação. Os choques de oferta por conta desses preços passarão de negativos para positivos, uma vez que o IGP está em queda e o mercado estima que ficará abaixo do IPCA.

29. Não obstante, nada impede que os atuais contratos de concessões para os setores de energia elétrica e telefonia venham a ser alterados a partir de 2006. Está em discussão o emprego de índices setoriais, em lugar de índices gerais, para o reajuste das tarifas públicas. (Hoje a inflação passada, medida pelo IGP, serve de base para a atualização. O IGP incorpora as variações de preços no atacado, da construção civil e ao consumidor.) Cogita-se também da introdução de um amortecedor nos reajustes de preços, de forma que esse fator, calculado a partir dos ganhos de produtividade obtidos pelas empresas concessionárias, reduza a inércia inflacionária.

## POLÍTICA CREDITÍCIA

30. Não foi estabelecida uma meta formal para a política creditícia. Todavia o objetivo era de ampliar a participação do crédito no PIB para o que

---

<sup>10</sup> Relatório de Mercado, de 24 de junho de 2005.



contribuiria, entre outras providências, a aprovação da Lei de Falências. Também se propôs o redirecionamento do crédito, especialmente no que se refere às pequenas e médias empresas.

31. O volume de crédito atingiu 26,2% do PIB em 2004. Esse percentual é 0,4 p.p. superior aos 25,8% verificados no ano anterior, mas ainda inferior aos 26,6% do PIB, observados em 2001, e menos ainda que em 2000 (27,8%).

32. A Tabela a seguir traz, com mais detalhes, a evolução do crédito no período de 2000 a 2004.

	TOTAL DE OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO									
	2000		2001		2002		2003		2004	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Crédito do Sistema Financeiro	321.007	27,80	333.656	26,57	379.523	23,91	411.392	25,76	485.014	26,15
Crédito ao Setor Público	12.562	1,09	9.844	0,78	13.481	0,85	14.983	0,94	19.202	1,04
Crédito ao Setor Privado	308.445	26,72	323.812	25,79	366.042	23,06	396.409	24,82	465.812	25,12
Indústria	85.907	7,44	98.979	7,88	115.868	7,30	116.868	7,32	124.939	6,74
Habitação	55.966	4,85	23.948	1,91	24.081	1,52	25.056	1,57	25.775	1,39
Rural	27.086	2,35	26.136	2,08	34.671	2,18	44.861	2,81	55.293	2,98
Comércio	31.936	2,77	36.653	2,92	39.974	2,52	43.285	2,71	54.667	2,95
Pessoas Físicas	61.039	5,29	77.689	6,19	81.943	5,16	94.431	5,91	125.691	6,78
Outros Serviços	46.511	4,03	60.407	4,81	69.505	4,38	71.908	4,50	79.447	4,28

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil.

33. O principal destaque foi o crédito para pessoas físicas, que aumentou de 5,9% em 2003 para 6,8% do PIB em 2004, impulsionado pela extensão dos empréstimos consignados em folha de pagamento aos trabalhadores regidos pela Consolidação das Leis Trabalhistas (CLT) e aos aposentados e pensionistas do INSS<sup>11</sup>. Segundo levantamento do Banco Central<sup>12</sup>, entre fevereiro de 2004 e fevereiro de 2005, essa modalidade de crédito aumentou 98,7%, alcançando R\$ 13,6 bilhões, dos quais R\$ 3,6 bilhões tomados por beneficiários do INSS<sup>13</sup>.

34. O crédito ao comércio também aumentou entre 2003 e 2004, de 2,7% para 3,0%. Diferentemente, o crédito à indústria caiu 0,6 p.p. do PIB no último ano. Também ficaram menores os créditos para habitação, de 1,6% para 1,4%, e outros serviços, de 4,5% para 4,3%. Já o crédito ao setor público e ao setor rural apresentam contínuo crescimento desde 2001.

35. Muitos analistas vêm contradição entre os objetivos das políticas monetária e creditícia. Alegam que a expansão do crédito, sobretudo ao consumo, provoca crescimento dos preços e, por conseguinte, as taxas de juros precisam ser elevadas para além do anteriormente necessário.

<sup>11</sup> Ver Lei n.º 10.820, de 17 de dezembro de 2003, e Lei n.º 10.953, de 27 de setembro de 2004.

<sup>12</sup> Ver “Relatório de Inflação”, de março de 2005.

<sup>13</sup> Em maio de 2005, o crédito consignado em folha atingiu R\$ 17,8 bilhões, dos quais R\$ 6,8 bilhões emprestados a aposentados e pensionistas do INSS.



36. Foram adotadas outras medidas de caráter institucional. Foi criado o Sistema de Informações de Crédito (SCR) que objetiva melhorar a supervisão bancária, garantir maior rapidez e redução de custos das instituições financeiras na concessão de crédito e, por conseguinte, reduzir a inadimplência e os juros ao tomador final.

37. A Lei n.º 10.931, de agosto de 2004, que dispôs sobre o patrimônio de afetação de empreendimentos imobiliários também foi instituída com o objetivo de aperfeiçoar o mercado de crédito, garantir maior eficiência e rapidez nas execuções de empréstimos.

38. Já a Lei de Falências (Lei n.º 11.101), só sancionada em 2005, visa proteger os credores, valorizar o sistema de garantias reais e aumentar a segurança jurídica do crédito ao setor empresarial.

39. Dentro do objetivo de ampliar a participação do crédito na economia, pretendia-se reduzir o “spread” bancário, diminuindo os custos de financiamento.

40. O “spread” bancário, diferença entre as taxas de juros de captação e as cobradas do tomador, apresentou redução entre dezembro de 2003 e dezembro de 2004, de 30% a.a., para 27,2% a.a.<sup>14</sup>. Esses percentuais são relativos às operações de crédito com recursos livres realizadas com pessoas físicas e jurídicas. A redução de 2,8 pontos percentuais é muito pequena para influenciar os custos de financiamento, além do que, no início de 2005, o “spread” tornou a subir.

41. Além de elevado, o “spread” apresenta variações significativas dependendo do tomador. Para pessoas jurídicas, o “spread”, no final de 2004, era de 13% a.a. (14,4% a.a. em 2003), enquanto que para pessoas físicas era de 43,9% a.a. (50,8% a.a. em 2003).

42. As variações são grandes também para um mesmo tomador, dependendo da finalidade do empréstimo. Assim, no final de 2004, para as empresas, em operações com taxas pré-fixadas, o “spread” variava de 34,9% a.a., “hot money”, a 4,9%, a.a., “vendor”. E para as pessoas físicas, a amplitude era maior, 127,8% a.a. no cheque especial e 18,1% a.a. na aquisição de veículos.

43. O “spread” bancário é composto por despesas administrativas, impostos indiretos (CPMF), risco de crédito (inadimplência), IR/CSLL e lucro do banco. Assim, para reduzir o “spread” e, consequentemente, incrementar a atividade econômica, cabem medidas sobre cada um desses componentes.

---

<sup>14</sup> Banco central do Brasil.



44. Uma maior concorrência entre as instituições financeiras pode resultar em menores despesas administrativas e margens de lucro equivalentes às das demais atividades não financeiras da economia. Há ainda, os que advoguem a redução dos tributos que incidem sobre a atividade bancária, como forma de reduzir seus custos.

### **POLÍTICA CAMBIAL**

45. Também não há meta formal para a política cambial. Estava implícita a defesa e o aperfeiçoamento do regime de livre flutuação e a redução da volatilidade cambial.

46. No segundo semestre de 2004 houve apreciação de 14,6% do real em relação ao dólar.

47. A desvalorização do dólar frente às demais moedas é um fenômeno mundial. No entanto, os países reagem de diferentes maneiras frente a esta situação: alguns mantêm sua taxa de câmbio fixa; outros impõem limitações à movimentação de capital; e há aqueles que adotam a livre flutuação e maior liberalização cambial, exemplo seguido pelo Brasil.

48. A despeito da valorização cambial frente ao dólar, a balança comercial apresentou-se bastante favorável com saldo de US\$ 33,7 bilhões, crescimento de 36% em relação ao ano anterior. O saldo em conta corrente foi de US\$ 11,7 bilhões.

49. Na esteira do excesso de liquidez internacional, os investimentos estrangeiros diretos também apresentaram expressivo aumento (79%), tendo atingido US\$ 18 bilhões.

50. O Banco Central adquiriu, em 2004, US\$ 5,3 bilhões que se somaram às reservas internacionais. Estas reservas, no conceito de liquidez internacional, atingiram US\$ 52,9 bilhões.

### **CENÁRIO MACROECONÔMICO REFERENCIAL PARA O ESTABELECIMENTO DAS METAS**

51. No tocante ao atingimento de metas referenciais traçadas pelo governo para o ano de 2004, conforme Tabela da página seguinte, consideráveis avanços foram obtidos.



VARIÁVEIS ECONÔMICO-FISCAIS SELECIONADAS, 2002 - 2004

	Realizado		2004		
	2002	2003	LDO	LOA	Realizado
Crescimento do PIB (% a.a.)	1,93	0,54	3,50	4,00	4,94
Câmbio (R\$/US\$, média)	2,93	3,07	3,46	3,37	2,93
Câmbio (R\$/US\$, dezembro)	3,53	2,89	3,56	3,40	2,65
Preços IPCA (% a.a.)	12,53	9,30	5,50	5,50	7,60
Preços IGP-DI (% a.a.)	26,41	7,67	7,50	7,50	12,14
Dívida Líquida (% do PIB)	55,50	57,18	55,07	...	51,60
Conta Corrente (US\$ milhões)	(7,64)	4,18	...	...	11,67
Balança Comercial (US\$ milhões)	13,12	24,79	...	...	33,69
Invest. Estrangeiro Direto (US\$ milhões)	16,57	10,14	...	...	18,16
Resultado Primário do Setor Público (% do PIB)	3,89	4,25	4,25	4,25	4,58

Fonte: Banco Central do Brasil e Secretaria de Orçamento Federal. Elaboração dos autores.

52. A despeito dos índices de preços terem se situado acima do esperado, a meta de inflação (prevista em 5,5%) foi cumprida dentro da margem permitida (7,6%). A atividade econômica, depois de patinar em 2003, cresceu de forma vigorosa, suplantando as expectativas (4,9%, em lugar de 4%). O superávit primário atingiu 4,6% do PIB.

53. A dívida líquida do setor público, como proporção do PIB, caiu pela primeira vez nos últimos dez anos, de 2003 (57,2%) para 2004 (51,6%). Para tanto, contribuíram o expressivo crescimento do PIB, a apreciação cambial e o superávit primário.

54. Relativamente ao setor externo, apesar de taxas de câmbio do dólar em 2004 inferiores à previsão, foi possível reduzir a vulnerabilidade do País.

#### IV – IMPACTO E CUSTO FISCAL DAS OPERAÇÕES DO BC

55. O relatório do Banco Central é bastante sucinto quanto ao impacto e custo fiscal de suas operações, restringindo-se a apresentar seu resultado contábil. Caberia, entretanto, apresentar análise sobre o custo e o impacto fiscal:

- a) da manutenção de um nível elevado de reservas cambiais, cuja remuneração seja inferior à da dívida pública interna;
- b) da desvalorização do real sobre a dívida pública interna indexada ao câmbio (hoje, bastante diminuto em função da redução da exposição cambial);
- c) da política de juros reais elevados sobre a dívida pública; e
- d) da política de juros reais elevados sobre o crescimento da economia.



## V – ATENDIMENTO A OUTRAS EXIGÊNCIAS DA LRF

### VI. a – CUSTO DA REMUNERAÇÃO DAS DISPONIBILIDADES DO TESOURO

56. O custo da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional foi, no primeiro semestre de 2004, de R\$ 11.479,0 milhões, e no segundo semestre, de R\$ 6.385,8 milhões (R\$ 17.864,8 milhões no semestre).

57. A remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional é feita pela taxa média de rentabilidade dos títulos públicos federais existentes na carteira do Banco Central, excluído o resultado da marcação a mercado, e correspondeu a 9,7% no primeiro semestre, e 5,6% no segundo semestre.

58. Essa remuneração é bem diferente do custo médio da Dívida Pública Mobiliária Federal em Mercado (DPMFi), conforme Tabela seguinte, que foi de 18,1% e 14,7% no primeiro e segundo semestre, respectivamente. Tal discrepância decorre da composição das duas carteiras.

#### COMPARAÇÃO ENTRE TAXAS DE REMUNERAÇÃO DA CONTA ÚNICA E CUSTO MÉDIO DA DPMFi

(Em percentual)

	2002		2003		2004	
	1º sem	2º sem	1º sem	2º sem	1º sem	2º sem
Remuneração da conta única	18,61	18,51	3,95	10,13	9,68	5,56
Custo médio da DPMFi <sup>(1)</sup>	29,88	89,80	18,01	19,49	18,13	14,69
Custo médio da DPMFi <sup>(2)</sup>	18,24	25,37	26,08	20,18	17,48	16,86

Fonte: Demonstrações Financeiras do Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional.

<sup>(1)</sup> Média aritmética simples do custo médio mensal anualizado da DPMF em poder do público. Inclui títulos indexados ao câmbio.

<sup>(2)</sup> Média aritmética simples do custo médio mensal da DPMF em poder do público. Exclui títulos indexados ao câmbio.

59. Em termos da dívida consolidada, a remuneração paga pelo Banco Central não tem maiores implicações, uma vez que o resultado da autarquia é transferido ao Tesouro Nacional.

60. Todavia, quando as emissões de títulos públicos superam os resgates para formação do chamado “colchão de liquidez”, alguns entendem existir um custo fiscal implícito, porém de difícil mensuração. Tratar-se-ia de elevação da dívida além da real necessidade, com a conseqüente assunção de seus encargos, justificada pela incerteza quanto às possibilidades e condições de refinanciamento em momentos futuros. A incerteza quanto à medida do custo fiscal dessa estratégia seria sanada se houvesse maior transparência por parte dos administradores da dívida.

61. Em dezembro de 2004, o saldo da conta única no Banco Central era de R\$ 158 bilhões. Se todo esse recurso precisasse ser utilizado para o serviço da dívida, estaria assegurado o pagamento dos títulos vincendos nos quatro primeiros meses do ano. A rigor o “colchão de liquidez” é apenas uma parte



do saldo da conta única, uma vez que nesse montante incluem-se recursos já descentralizados e comprometidos com outras despesas.

## VI. b – CUSTO DA MANUTENÇÃO DAS RESERVAS CAMBIAIS

62. O custo da manutenção das reservas cambiais (LRF, § 3º do art. 7º) é calculado pela diferença entre a taxa de rentabilidade das reservas e a taxa média de captação apurada no passivo do Banco. No trimestre de outubro a dezembro (saldo médio diário de R\$ 140.787,2 milhões), as reservas internacionais apresentaram rentabilidade negativa de 2,9%, em função, principalmente, da apreciação do real no trimestre. Considerando que esta correção acarretou resultado positivo no passivo (1,2%), o resultado líquido das reservas foi negativo em 4,1% (R\$ 5.765,2 milhões). Somado ao resultado do 3º trimestre, a rentabilidade das reservas no semestre foi negativa em 11,22%, equivalente a R\$ 16.213,8 milhões.

### CUSTO DE MANUTENÇÃO DAS RESERVAS CAMBIAIS

	Reservas Internacionais		Custo Médio do Passivo	Custo de Manutenção das Reservas Internacionais	
	Saldo Médio (R\$ mil)	Rentabilidade (%)		(%)	(R\$ mil)
3º Trimestre	150.174.979	(6,8)	0,2	(7,0)	(10.448.574)
4º Trimestre	140.787.208	(2,9)	1,2	(4,1)	(5.765.236)
2º Semestre	145.481.094	(9,8)	1,4	(11,2)	(16.213.810)

Fonte: Demonstrações Financeiras do Banco Central

## VI. c – RENTABILIDADE DA CARTEIRA DE TÍTULOS, DESTACANDO-SE OS DE EMISSÃO DA UNIÃO

63. Na mesma Nota Explicativa, há quadro demonstrando a rentabilidade de sua carteira de títulos, destacando os de emissão da União, igualmente pedido pela LRF. No terceiro trimestre, o resultado foi positivo. No caso de títulos da União, houve ganho de R\$ 5.940,7 milhões; no caso de títulos de emissão própria, o ganho foi de R\$ 1.066,4 milhões. No quarto trimestre, o ganho líquido foi para os títulos da União de R\$ 6.510,3 e para os de emissão própria R\$ 640,1 milhões. No semestre o ganho foi de R\$ 14.157,5 milhões em decorrência dos juros, para os títulos da União, e da correção cambial negativa, para os de emissão própria.