

# Análise Mensal

Nº 22 - Outubro de 2013

**O custo de carregamento das reservas  
internacionais**

**O efeito “pass-through”: um teste para a  
reputação do Banco Central**

# Análise Mensal

Nº 22 - Outubro de 2013

## EDITORES

João Basílio Pereima Neto  
Fernando Motta Correia  
Alexandre Alves Porsse

## COORDENAÇÃO EXECUTIVA

Luiz Carlos Ribeiro Neduziak

## EQUIPE TÉCNICA

Felipe Gomes Madruga  
Joaquim Israel Ribas Pereira  
Pedro Américo Vieira  
Fernanda Hauptmann de Almeida

## UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

### REITOR

Zaki Akel Sobrinho

### DIRETOR DO SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Ana Paula Cherobim

### CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

João Basílio Pereima Neto

### COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS- GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (PPGDE/UFPR)

Fernando Motta Correia



Esta e outras edições da **Análise Mensal** estão disponíveis para  
download em: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



# Revista ECONOMIA & TECNOLOGIA

ISSN 2238-4715 [impresso]  
ISSN 2238-1988 [on-line]

## APRESENTAÇÃO

A **Análise Mensal** é uma publicação realizada pela equipe técnica da Revista Economia & Tecnologia (RET), é divulgada toda última semana de cada mês e está disponível para download no endereço: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de dois temas relevantes de conjuntura macroeconômica que estejam em evidência nas agendas nacional e internacional. Todo o conteúdo é debatido e escrito coletivamente pela equipe técnica da RET, sendo que as opiniões emitidas são de responsabilidade dos Editores.

O primeiro artigo desta edição da Análise Mensal chama a atenção para o elevado montante de reservas internacionais alcançado pelo Brasil nos últimos anos e também busca observar os possíveis custos dessa escolha pelo governo brasileiro. Através da projeção de dois cenários distintos buscou-se quantificar os custos para o país dessa política, que até o momento ainda não vem sendo questionado por analistas.

O segundo artigo discute o efeito 'pass-through', isto é, a influência da variação cambial sobre a inflação, e a relação com a reputação do Banco Central. Como a volatilidade cambial é de difícil previsão e isso irá influenciar a política de metas de inflação, a dúvida que paira é se o Banco Central irá ajustar seus instrumentos com o objetivo de minimizar os efeitos.

## Boa Leitura!

João Basílio Pereima  
Editor-Chefe (E-mail: [ret@ufpr.br](mailto:ret@ufpr.br))



## O custo de carregamento das reservas internacionais

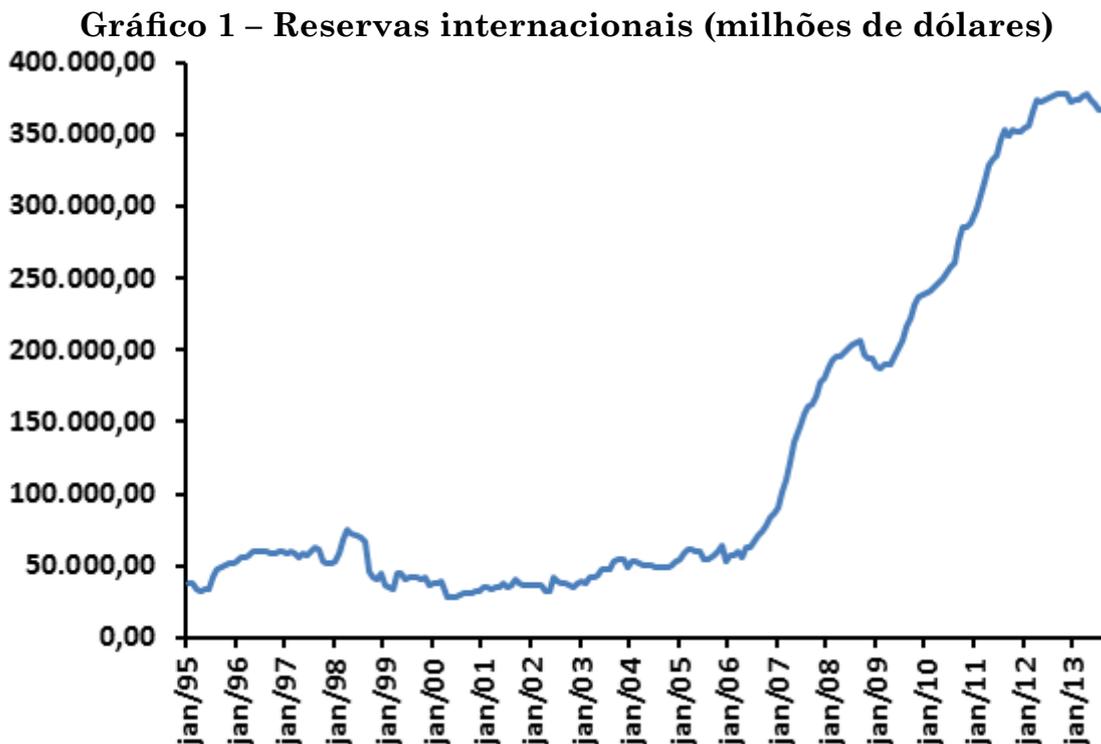
O governo brasileiro dispõe atualmente de quase 370 bilhões de dólares em sua conta reservas internacionais<sup>1</sup>. O crescimento no nível de reservas está alinhado a um fenômeno internacional característico de economias em desenvolvimento, a saber, o acúmulo de numerário sob o argumento de que os benefícios marginais de se carregar reservas superam os seus custos marginais. Segundo a tabela 1, o Brasil, no que toca à posse de reservas cambiais, ocupa a quinta colocação geral, considerados os países desenvolvidos e em desenvolvimento, e a segunda posição dentro do grupo dos países em desenvolvimento, ficando atrás apenas da Rússia.

**Tabela 1 – Posição de Reservas Internacionais (agosto/2013)**

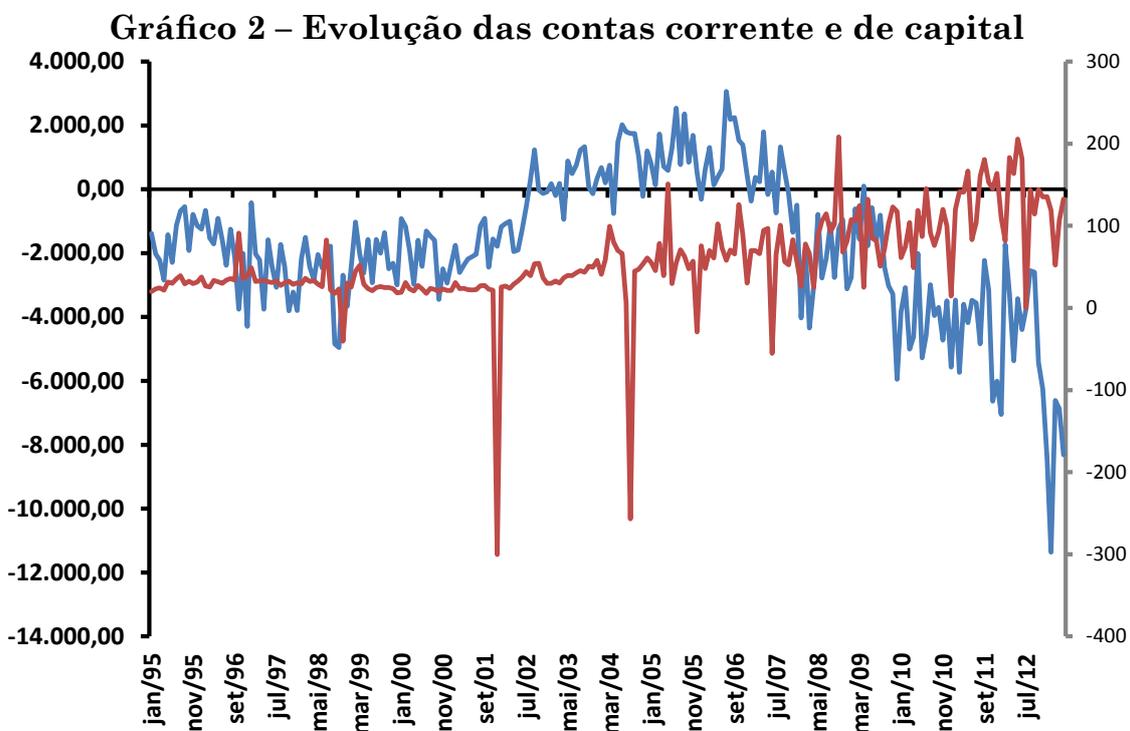
Posição	País	Reservas (US\$)	País em desenvolvimento	Reservas (US\$)
1º	Japão	1.254.204,00	Rússia	509.673,62
2º	EURO	811.358,44	Brasil	367.001,63
3º	Suíça	520.216,11	China (Hong Kong)	303.902,00
4º	Rússia	509.673,62	Índia	275.491,00
5º	Brasil	367.001,63	México	173.520,28

Conforme sugere o gráfico 1, a evolução do nível de reservas internacionais doméstico manteve-se constante até o ano de 2006, apresentando, a partir de então, uma trajetória explosiva de crescimento. O acúmulo desse valor tem-se dado em decorrência dos sucessivos superávits na conta de capitais, responsáveis pelo equacionamento dos déficits na conta comercial e de serviços (transações correntes). O gráfico 2 aponta no sentido dessa afirmação. A linha vermelha representa o saldo da conta de capitais (US\$ milhões) e a linha azul o saldo em transações correntes (US\$ milhões). Percebe-se que a conta de capitais tem oscilado em média acima de zero, indicando que superávits têm predominado no período de janeiro de 1995 a setembro de 2013, enquanto que as transações correntes apresentam comportamento inverso, sendo deficitária a maior parte do tempo.

1 Dados disponíveis até o mês de setembro de 2013 (BACEN, 2013).



Fonte: Banco Central (2013)



Fonte: Banco Central (2013)

A “mágica” desse processo reside no fato de que o saldo superavitário da conta de capitais, ou “o que sobra” dele, é comprado pelo governo federal visando a ampliação do volume das reservas cambiais, e aplicado no mercado internacional. Ocorre que uma vez não dispondo de superávit fiscal para fazer frente à compra de reservas, o setor público acaba por endividar-se.

Se para cada compra o governo lançasse mão da emissão de moeda, o resultado do acúmulo de reservas seria a inflação, uma vez que a abundância de meio circulante alteraria os preços na economia. Contudo, para evitar efeitos perversos, o governo é obrigado a emitir novos títulos da dívida pública, ou vender os que estão de posse do Banco Central (BACEN), endividando-se a cada compra, isto é, o BACEN deve esterilizar a compra de novos dólares, trocando títulos públicos por moeda americana. Ademais, o governo deve pagar por essa dívida, já que grande parte dela está atrelada à taxa básica de juros – SELIC.

**Tabela 2 – Custo fiscal de carregamento das reservas internacionais**

Ano	Selic	Rendimento das Reservas	Reservas (US\$ bilhões)	PIB (US\$ bilhões)	Custo Fiscal	Custo (US\$ bilhões)	% PIB
2006	15.30	4.72	86	1.088	10.58	9.12	0.84%
2007	12.00	4.41	180	1.366	7.59	14.22	1.04%
2008	12.50	1.46	207	1.653	11.04	22.98	1.39%
2009	10.10	0.16	239	1.620	9.94	23.90	1.48%
2010	9.90	0.13	289	2.143	9.77	25.72	1.20%
2011	11.80	0.06	352	2.476	11.74	39.78	1.61%
2012	8.18	0.09	378	2.691	8.09	27.59	1.03%
<b>Cenário 1: Política Monetária Restritiva com moderado crescimento econômico</b>							
2013	8.00	0.08	378	2.758	7.92	27.22	0.99%
2014	9.00	0.08	378	2.826	8.92	31.00	1.10%
2015	10.00	0.08	378	2.896	9.92	34.78	1.20%
2016	11.00	0.08	378	2.968	10.92	38.56	1.30%
<b>Cenário 2: Política Monetária Frouxa com crescimento econômico otimista</b>							
2013	8.00	0.08	378	2.825	7.92	27.22	0.96%
2014	7.00	0.08	378	2.895	6.92	23.44	0.81%
2015	6.00	0.08	378	2.967	5.92	19.66	0.66%
2016	5.00	0.08	378	3.040	4.92	15.88	0.52%

A autoridade monetária assume que os custos de manutenção das reservas internacionais são menores diante dos benefícios que o país auferir em carregar reservas. São vários os motivos que levam o governo a acumular e manter níveis elevados de reservas internacionais. Em primeiro lugar, cita-se, com frequência, que o valor dessa rubrica serve para mitigar os custos advindos de crises internacionais – paradas abruptas do ciclo econômico, default e crises cambiais, a exemplo da crise de 1999, em que a moeda nacional sofreu forte des-

valorização diante do dólar americano, e dos empréstimos recorridos às instituições financeiras internacionais nas décadas de 1980 e 1990. Em segundo lugar, no caso brasileiro, o regime de câmbio flutuante (*dirty floating* ou flutuação suja) exige implicitamente a manutenção de um nível “ideal” de reservas de modo a garantir que a variável cambial flutue dentro de uma banda pré-estabelecida, reduzindo, desse modo, a sua volatilidade. Por fim, e não de maneira deliberada, acumulam-se reservas na tentativa de manter a paridade Real-Dólar. Entretanto, essa estratégia implica custos não desprezíveis do ponto de vista fiscal, conforme sugere a tabela 2.

O custo principal está relacionado ao custo de carregamento das reservas internacionais, dado, grosso modo, pelo diferencial entre a taxa de juros americana e a SELIC. Em outras palavras, pagam-se pela emissão da dívida interna os juros a ela atrelados e aplicam-se os mesmos recursos na compra de títulos da dívida norte-americana, que rendem próximo de 0%. O custo total é afetado pela variação da taxa de câmbio, uma vez que as reservas estão armazenadas em moedas estrangeiras, principalmente em dólares. Portanto, a valorização da taxa de câmbio brasileira pode reduzir o valor do estoque dessas reservas (desvalorização do estoque de reservas internacionais) e vice-versa.

A tabela 2 mostra o custo fiscal e o custo em US\$ bilhões do carregamento das reservas internacionais, o qual tem aumentado até 2011 atingindo o valor de US\$ 39,78 bilhões, ou 1,61% do PIB em 2011 e reduzindo-se a 1,03% em 2012. Ainda na tabela 2 apresentamos dois cenários para a evolução do custo fiscal de carregamento das reservas internacionais até 2016. O cenário 1 simula o custo decorrente de uma política monetária contracionista com aumento de 1pp na taxa básica de juros, de 8% até 11% em 2016. O cenário 2 assume uma taxa de juros decrescente iniciando em 8% em 2013 reduzindo-se à 5% em 2016.

No curto prazo, em 2013 e 2014, a perspectiva é de que haja um aumento no custo de carregamento da dívida causado pela política monetária contracionista do Banco Central, dirigida ao combate da inflação e recuperação da credibilidade da autoridade monetária. Este efeito poderá ser compensado por uma possível desvalorização cambial uma vez que o setor externo está caminhando para um déficit em transações correntes da ordem de incriveis US\$ 75 bilhões/ano. Isto significa que o país precisará atrair capital financeiro estrangeiro para equilibrar o setor externo e em caso de alguma saída repentina de capital terá que aumentar excessivamente a taxa de juros, o que implica em um custo de carregamento maior.

Não descartamos a possibilidade de nos próximos anos ter que usar as reservas para conter uma crise no setor externo. Atualmente a percepção é de que o custo das reservas é alto. Isto poderá mudar caso o cenário externo degrade com o que a função utilidade do governo e sociedade poderá ajustar-se à percepção de que o alto custo de carregamento vale a pena. Por enquanto, nossa avaliação é de que não vale. Mas como as condições macroeconômicas, mais especificamente as condições externas e falta de crescimento, estão mudando no Brasil, em breve a utilidade das reservas poderá justificar seu alto custo.



## O efeito “pass-through”: um teste para a reputação do Banco Central

Recentemente, a variável cambial tem ocupado lugar de destaque na mídia e meios especializados, tendo em vista o efeito da variação cambial sobre a evolução da taxa de inflação. Os choques que se observam na taxa de câmbio podem impactar a taxa de inflação, com base em três mecanismos bem descritos na literatura: primeiramente, quando a desvalorização da moeda nacional eleva os preços dos chamados bens tradables, os bens comercializáveis no mercado internacional; em segundo lugar, quando as desvalorizações cambiais aumentam as expectativas de inflação e, por fim, devido ao fato de que parcela relevante dos preços administrados é indexada anualmente, a partir de variações passadas dos Índices Gerais de Preços (IGPs), a volatilidade cambial produz um efeito significativo sobre a inflação futura.

Em decorrência dos efeitos que a desvalorização cambial pode promover sobre a inflação, o Banco Central busca o máximo de informações que possibilitem identificar os possíveis distúrbios inflacionários e os diversos mecanismos que podem acelerar as expectativas inflacionárias. A volatilidade cambial pode desencadear diversos efeitos nos diferentes índices de preços, sobretudo nos IGPs e IPCA, conforme sugere o Gráfico 1. Isso decorre da maior participação relativa dos bens comercializáveis ou tradables nos IGPs, comparativamente aos índices de preços ao consumidor. Na medida em que muitos dos preços administrados por contrato têm correção baseada nos IGPs, o reajuste desses preços pode também “se descolar” temporariamente da variação dos preços formados em mercado ou “livres”, como comprova o Gráfico 2.

**A volatilidade cambial pode desencadear diversos efeitos nos diferentes índices de preços**

Gráfico 1: Câmbio, IPCA e IGP-DI

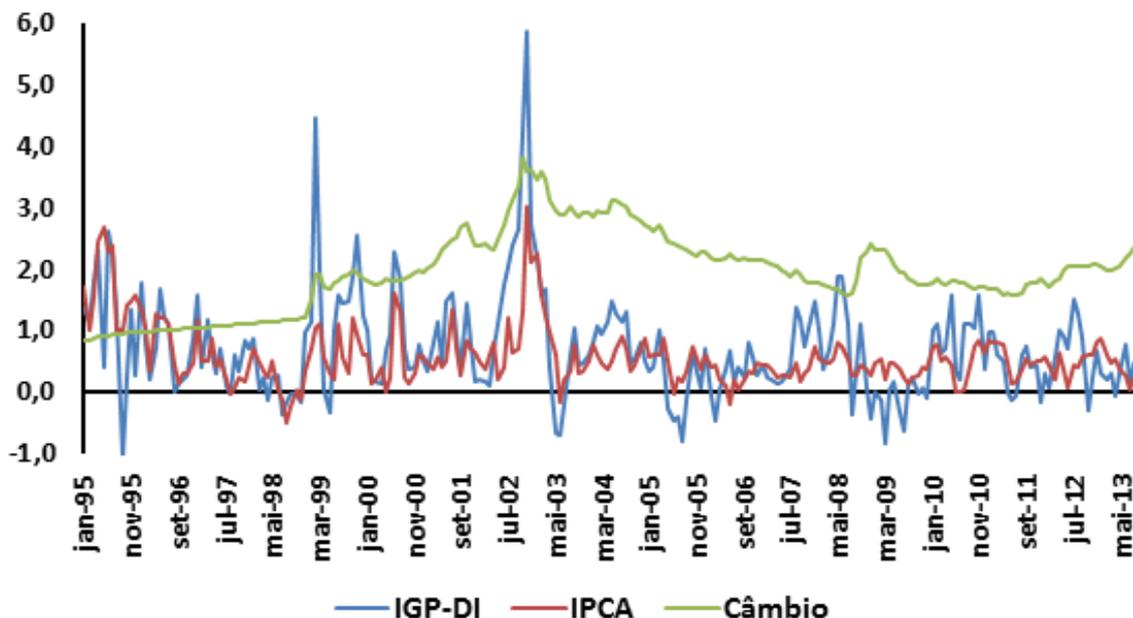
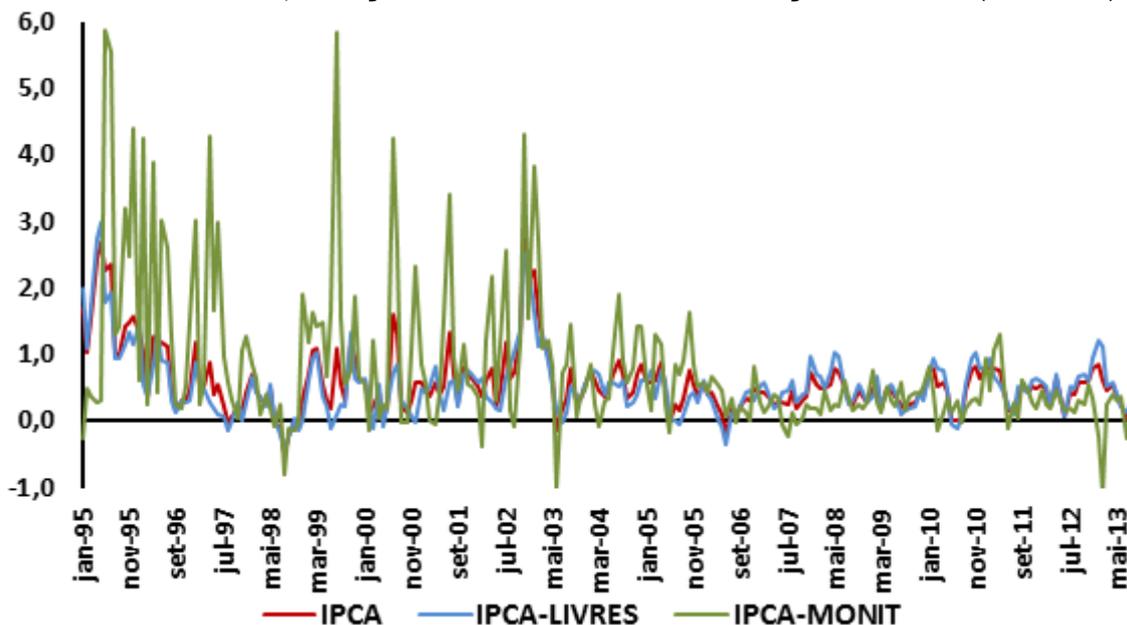


Gráfico 2: IPCA, Preços Administrados e Preços Livres (mensal)

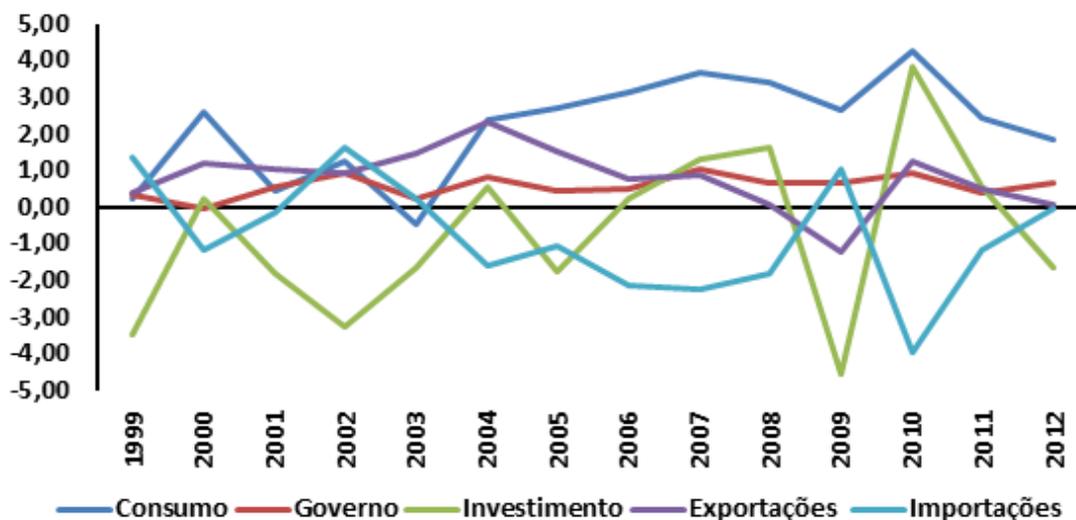


Assim, o aumento expressivo dos preços passa a ser uma resultante negativa da desvalorização cambial, o chamado efeito pass-through, ou seja, o repasse da desvalorização cambial para a inflação.

Nas projeções da Revista Economia e Tecnologia, estima-se que, para uma dada desvalorização da taxa de câmbio, o efeito sobre o IPCA será observado quatro meses adiante. Assim, uma desvalorização de aproximadamente 1% do

Real frente à moeda americana causará um aumento de cerca 0,2 ponto percentual na taxa de inflação. Por outro lado, os efeitos positivos das desvalorizações cambiais se apresentam, na indústria doméstica, em favor das exportações, o que pode ser um fator impulsionador do ritmo de crescimento econômico do país no primeiro semestre de 2014, haja vista que se leva algum tempo para que as recentes desvalorizações cambiais tenham efeitos sobre as exportações. A importância desse agregado macroeconômico no crescimento econômico pode ser observada no Gráfico 3. Observa-se que, junto com o consumo, as exportações têm um grande impacto na determinação do crescimento econômico do país, de modo que as recentes desvalorizações irão contribuir para o impulso no ritmo de atividade econômica, já no primeiro semestre de 2014.

**Gráfico 3: Agregados Macroeconômicos: contribuição no crescimento do PIB - var. - (%)**



Fonte: Ipeadata

A questão que se coloca nesse momento é a conduta do Banco Central brasileiro, tendo em vista o difícil exercício de se medir os efeitos da volatilidade da taxa de câmbio sobre os diferentes índices de preços. No desenho institucional do regime de metas para a inflação, cuja ação se baseia no controle de apenas um instrumento, a taxa de juros de curto-prazo, não se podem atribuir à política monetária metas adicionais para o câmbio ou o crescimento econômico. Entretanto, essas e outras variáveis econômicas são levadas em consideração na construção do cenário prospectivo para a inflação, como pode ser visto nas Atas do Comitê de Política Monetária (Copom). Nesse momento, a conduta e reputação do Banco Central estão sendo colocadas em teste.

Em função da defasagem temporal pela qual ocorre o efeito pass-through e tendo em vista a chegada de 2014, ano eleitoral, a pergunta que se faz é se o Banco Central irá ajustar seus instrumentos com o objetivo de minimizar os

efeitos da volatilidade cambial, ou simplesmente será um agente passivo diante de uma política monetária subordinada e avessa a períodos eleitorais?

