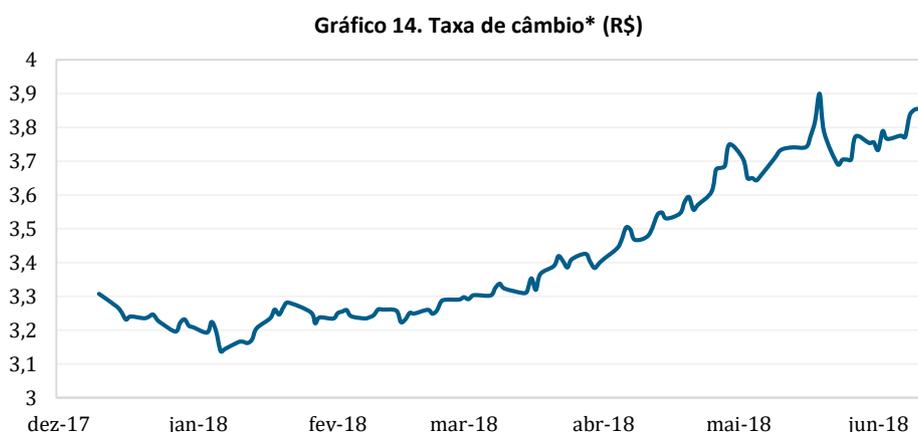


Para acessar o relatório completo clique [aqui](#).

## TÓPICO ESPECIAL: EFEITO FISCAL DA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL

### 4.1 A volta da desvalorização cambial

Depois da acentuada desvalorização cambial ocorrida de setembro de 2014 a setembro de 2015, quando o preço do dólar subiu de R\$ 2,25 para R\$ 4,00, e da correção dos excessos no primeiro semestre de 2016, a taxa de câmbio manteve-se relativamente estável entre R\$ 3,10 e R\$ 3,30 até março de 2018. Entretanto, em abril, o país ingressou em nova fase de desvalorização cambial. O Gráfico 14 mostra a evolução do preço de compra do dólar americano, no mercado livre, ao longo do corrente ano.



\* Preço do dólar americano, no mercado livre, final de período.  
Fonte: BCB. Elaboração: IFI.

No bimestre abril-maio, a taxa de câmbio subiu de R\$ 3,32 para R\$ 3,74. No início de junho, a pressão sobre o mercado de câmbio acentuou-se até chegar aos R\$ 3,90, no dia 7, levando o Banco Central a reagir com forte aumento da oferta de contratos de swap cambial. Desde então, à custa do aumento desses contratos, a taxa manteve-se abaixo daquele preço, encerrando junho aos R\$ 3,85.

Não há intenção aqui de explicar a evolução da taxa de câmbio nos últimos anos, dada a variedade de fatores que atuam simultaneamente sobre essa variável. No âmbito externo, operam, por exemplo, taxa internacional de juros, crescimento econômico mundial e preços das commodities. Na esfera interna, evolução das contas externas e das contas públicas, além de fatores políticos. Pode-se arriscar a dizer que o cenário externo foi favorável em grande parte do período, mas, nos últimos meses, as expectativas quanto à evolução da taxa internacional de juros e a maior incerteza trazida por fatores geopolíticos e guerra comercial entre potências, passaram a representar um elemento relevante de pressão sobre a taxa de câmbio.

Em relação ao ambiente interno, as transações correntes do país com o exterior costumam ser um ator importante em crises cambiais, a exemplo do que sucede atualmente com outros países como Turquia e Argentina e, historicamente,

Brasil. Entretanto, nos últimos anos, as contas externas do país não criaram problemas. Na verdade, atuaram como fator de tranquilidade, pois o pequeno déficit nas transações correntes foi facilmente financiado com investimentos diretos.

Já o papel da incerteza política tem sido um elemento bastante importante para explicar a evolução da taxa de câmbio, nos últimos anos, mais que o usual, tanto na fase de forte desvalorização de 2015, como na fase de maior tranquilidade, no transcorrer de 2016. No entanto, desde maio de 2017, particularmente nos últimos meses, as dificuldades do atual governo para implementar reformas econômicas e as incertezas trazidas pela indefinição do quadro eleitoral se juntaram à piora do cenário externo para levar à fase mais recente de desvalorização cambial.

Quanto às contas públicas, como é sabido, houve forte deterioração de meados de 2013 a meados de 2016. No período seguinte, em que pese certo sucesso em conter e até reduzir os elevados déficits primários no âmbito federal, os resultados não foram suficientes para evitar os sucessivos aumentos do endividamento público para além de patamares inéditos. Não se trata certamente de um quadro que contribua para a estabilidade da taxa de câmbio, ainda mais quando as pesquisas eleitorais não apoiam um cenário claro de reequilíbrio das contas públicas em um horizonte próximo.

Um canal possível de transmissão do desequilíbrio fiscal para a taxa de câmbio são as transações de capital do país, por conta do aumento do risco do investimento local, o que estimula a saída de capital, em um momento em que a taxa internacional de juros tende a subir. A eventual necessidade de elevar a taxa de juros doméstica para conter esses fluxos, traria problemas adicionais às contas públicas, ao aumentar os juros líquidos devidos pelo setor público e, conseqüentemente, o déficit e a dívida pública.

Com se vê, existem importantes fatores em ação atuando sobre a taxa de câmbio. O fato a demarcar é que ainda há muita incerteza em relação ao novo patamar do preço do dólar, patamar esse que só deverá ser encontrado depois de muita flutuação.

Diante desse cenário, cabe mapear os possíveis efeitos diretos da desvalorização cambial sobre as contas públicas. Foi apontado acima o impacto do desequilíbrio fiscal sobre a taxa de câmbio, mas essa taxa também pode causar efeitos sobre as contas públicas. É sobre esse lado da relação causal que se debruçará o presente tópico especial do relatório da IFI.

Antes, porém, vale alertar que o desafio aqui proposto diz respeito apenas aos impactos diretos. A avaliação dos impactos indiretos é mais complexa em termos teóricos e econométricos. Por exemplo, qual o efeito da forte desvalorização cambial sobre o crescimento econômico e sobre a taxa de juros? Essas duas variáveis são decisivas para o desempenho das contas públicas.

#### 4.2 Efeitos da taxa de câmbio sobre a dívida pública

Os efeitos diretos de mudanças permanentes na taxa de câmbio se dão principalmente por meio da dívida externa do governo geral (governos federal, estadual e municipal) e das reservas internacionais em posse do Banco Central. Considerando-se os efeitos sobre os tradicionais indicadores de dívida pública, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), os impactos são bastante distintos.

A DBGG é um indicador de dívida bruta, portanto, não considera, os ativos do governo geral. Ademais, não inclui o Banco Central e, portanto, as reservas internacionais. A desvalorização cambial eleva o valor em real da dívida externa. Como esse passivo compõe a DBGG, o aumento da taxa de câmbio implica também aumento da DBGG. Há ainda uma pequena parcela da dívida interna (mobiliária e contratual) que embora não seja paga em dólar, é corrigida pela taxa de câmbio. Por isso, também sofre o efeito da desvalorização cambial.

A Tabela 11 mostra os efeitos da variação na taxa de câmbio sobre a dívida bruta dos governos federal, estadual e municipal, nos meses já transcorridos de 2018<sup>1</sup>. Como se pode ver, o sinal dos efeitos muda com o aumento ou diminuição da taxa de câmbio. Em janeiro, houve valorização cambial. Por isso, o valor em real da dívida caiu R\$ 11,9 bilhões. Entretanto, nos meses seguintes, houve desvalorização cambial, com o conseqüente aumento da dívida bruta. Em maio, por exemplo, o impacto foi de R\$ 21,5 bilhões. Considerando-se os cinco meses somados, o aumento foi de R\$ 36,1 bilhões.

**TABELA 11. EFEITO DA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL SOBRE A DBGG (2018) – R\$ BILHÕES**

	janeiro	fevereiro	março	abril	maio	total
DBGG	-11,9	6,9	6,6	13,1	21,5	<b>36,1</b>
Governo federal	-5,8	3,4	3,2	6,4	10,3	<b>17,5</b>
Governo estadual	-5,6	3,2	3,1	6,2	10,3	<b>17,1</b>
Governo municipal	-0,5	0,3	0,3	0,5	0,9	<b>1,4</b>

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Separando-se os entes governamentais, percebe-se que o impacto sobre os municípios é muito baixo, por conta do seu endividamento externo também muito baixo. Já o efeito sobre estados e governo federal é similar, R\$ 17,1 bilhões e R\$ 17,5 bilhões, respectivamente. Tal fato decorre da proximidade entre os passivos externos desses dois entes, embora a dívida total federal seja muito superior a dos estados. A dívida externa dos estados subiu em ritmo acentuado no triênio 2012-2014, notadamente junto a organismos internacionais, e conta com a garantia da União.

Vale observar que os R\$ 36,1 bilhões mostrados na Tabela 11 não correspondem a desembolsos extras imediatos por parte dos governos. Se a desvalorização cambial for definitiva, esse montante extra será despendido de acordo com o cronograma de amortização da dívida externa que em geral abarca vários anos. Se a desvalorização for revertida nos próximos meses, o dispêndio extra sequer ocorrerá, à exceção dos juros e amortização pagos no período em que a taxa de câmbio manteve-se elevada.

Já a DLSP é um indicador de dívida que se diferencia da DBGG por incluir o Banco Central, além das estatutais. Ademais, trata-se de indicador de dívida líquida, pois deduz os ativos, entre os quais, as reservas internacionais em poder do Banco Central. A Tabela 12 é similar à Tabela 11, só que informa os efeitos da variação da taxa de câmbio sobre a dívida líquida dos governos federal, estadual e municipal, além do Banco Central.

**TABELA 12. EFEITO DA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL SOBRE A DLSP (2018) – R\$ BILHÕES**

	janeiro	fevereiro	março	abril	maio	total
DLSP	45,1	-25,5	-24,3	-48,4	-78,6	<b>-131,8</b>
Governo federal	-3,9	2,3	2,2	4,3	7,0	<b>11,9</b>
Banco Central	55,1	-31,3	-29,9	-59,5	-96,7	<b>-162,3</b>
Governo estadual	-5,6	3,2	3,1	6,2	10,3	<b>17,1</b>
Governo municipal	-0,5	0,3	0,3	0,5	0,9	<b>1,4</b>

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

A Tabela 12 mostra duas diferenças a serem registradas em relação à Tabela 11. Quanto à primeira, para cada nível de governo, os efeitos na Tabela 12 são necessariamente menores ou iguais aos da Tabela 11, pois a dívida líquida é sempre menor ou igual à dívida bruta. Em relação aos estados e municípios, os efeitos são exatamente os mesmos, pois esses governos não possuem ativos em dólar. Distinta é a situação do governo federal que tem ativos corrigidos pela taxa de

<sup>1</sup> Os efeitos apresentados nas Tabelas 11 e 12 foram extraídos da página eletrônica do Banco Central, Notas Econômico-Financeiras para a Imprensa – Estatísticas Fiscais, Tabelas 7 e 20 relativas aos fatores condicionantes da DLSP e da DBGG, respectivamente (<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>). Dentre esses fatores, foram considerados apenas os ajustes metodológicos internos e externos para captar, respectivamente, o efeito sobre a dívida interna afetada pela taxa de câmbio e sobre a dívida externa. Maio é o último mês com dados disponíveis.

câmbio e, por isso, os efeitos caem de R\$ 17,5 bilhões para R\$ 11,9 bilhões. Esses ativos correspondem à uma pequena parcela dos ativos do FAT e dos créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES. Portanto, o impacto da desvalorização cambial sobre a dívida do governo federal é em parte amortecido pela existência de ativos em dólar, diferentemente do que ocorre com estados e municípios.

Já a segunda diferença entre as tabelas diz respeito à presença do Banco Central. A autarquia possui dívida externa irrisória comparativamente ao enorme montante de reservas internacionais. Portanto, a autoridade monetária é credora em termos líquidos ou, dito de outro modo, a sua dívida externa líquida é negativa. Por isso, quando há desvalorização cambial, o aumento do valor em real da dívida externa é muito menor que o aumento do valor em real das reservas internacionais, levando à redução da dívida líquida do Banco Central.

Na Tabela 12, tal fato ocorreu em todos os meses cobertos, à exceção de janeiro, o que levou a sucessivas diminuições da dívida líquida do Banco Central, conforme indicam os sinais negativos. Em janeiro, houve aumento da dívida líquida, por conta da valorização cambial então verificada. Chama a atenção também o tamanho dos efeitos, fato esse decorrente do tamanho das reservas internacionais. No período coberto, os impactos mensais nunca foram inferiores a R\$ 30 bilhões. Nos meses de janeiro e abril, quando a variação da taxa de câmbio foi mais intensa, o impacto superou os R\$ 50 bilhões. Em maio, chegou aos R\$ 96,7 bilhões, mês com o maior aumento mensal do preço do dólar, em 2018.

Considerando-se os cinco meses, o efeito redutor sobre a dívida líquida do Banco Central causado pelas reservas internacionais superou em larga medida a soma do efeito advindo da dívida dos três níveis de governo, R\$ 162,3 bilhões contra R\$ 30,5 bilhões, resultando na redução de R\$ 131,8 bilhões da DLSP. Conforme visto, no caso da DBGG, o efeito final foi de acréscimo de R\$ 36,1 bilhões. Vale observar que, do mesmo modo que esse último montante não representa dispêndios imediatos, os ganhos de R\$ 162,3 bilhões proporcionados pelas reservas internacionais também não implicam disponibilidades imediatas. Isso só ocorreria se as reservas fossem vendidas durante a vigência da taxa de câmbio mais alta.

### 4.3 Reservas internacionais e swaps cambiais

Conforme visto, a posse de elevado montante de reservas internacionais proporciona ganhos ao Banco Central quando há desvalorização cambial, por conta do aumento do valor em real dessas reservas. Entretanto, a autarquia, de acordo com sua avaliação, realiza também operações de swap cambial que resultam em perdas quando a taxa de câmbio sobe. Essas perdas dependem do valor contratado de swap cambial. Cabe comentar essa questão por conta do forte aumento desses contratos desde meados de maio de 2018.

Os swaps cambiais consistem na troca de risco e rentabilidade de um determinado valor contratado (valor nominal), durante o período especificado no contrato, usualmente de curto prazo. Nas operações que o Banco Central vem fazendo, ele se compromete a pagar a desvalorização cambial do período contratado, mais juros (cupom cambial), e o mercado se compromete a pagar a Selic. Os acertos são feitos diariamente, em reais, de acordo com a diferença. Se a soma da desvalorização cambial com o cupom cambial for maior que a Selic no período, o Banco Central paga ao mercado a diferença; se for menor, o mercado paga ao Banco Central a diferença. A título de exemplo, ao término do dia, existem 200 unidades monetárias de contratos de swap e a diferença entre a desvalorização cambial, mais o cupom cambial, e a Selic foi de 0,5%. Neste dia, o Banco Central paga ao mercado 1 unidade monetária (0,5% x 200).

Assim, em períodos de desvalorização cambial, ao mesmo tempo que o Banco Central auferir ganhos advindos do aumento do valor em real das suas reservas, ele arca também com os prejuízos causados pelos swaps. Enquanto o valor desses contratos for inferior ao valor das reservas internacionais, as perdas serão inferiores aos ganhos. Por isso, um modo de aferir o tamanho dos swaps contratados é converter o valor dos contratos para dólar e compara-lo com o valor das

reservas internacionais. Em que pese a conversão para dólar para fins estatísticos, vale reforçar que os swaps não envolvem a movimentação da moeda americana. Os contratos são feitos em real e acertados na mesma moeda. A única intervenção do dólar está no uso do seu preço para calcular os acertos diários entre o Banco Central e o mercado.

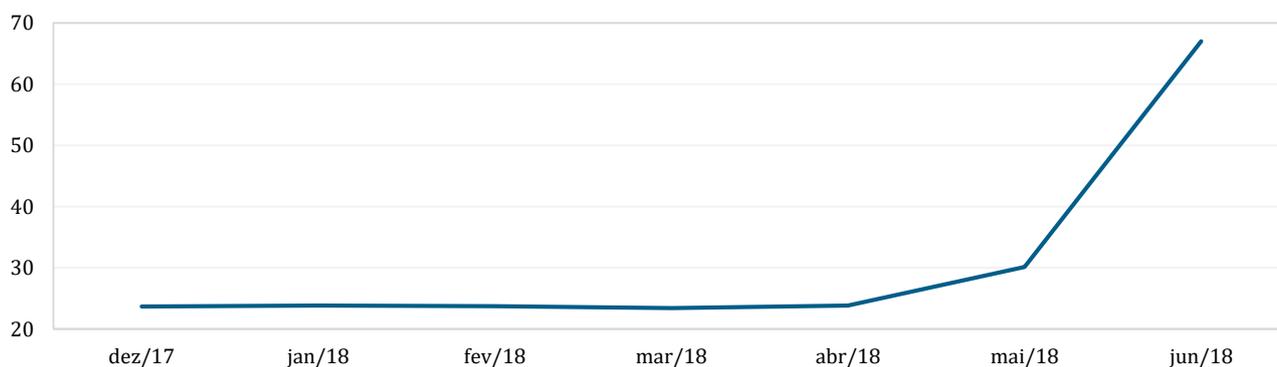
Dadas essas características, os swaps cambiais servem para transferir o risco cambial para o Banco Central, sendo útil para os agentes econômicos que possuem compromissos em dólar ou querem simplesmente especular. A demanda do mercado por essas operações aumenta em períodos de maior incerteza em relação à trajetória da taxa de câmbio. Nesse contexto, o Banco Central se dispõe a oferta-las para evitar que a ansiedade do mercado se traduza em flutuação excessiva do preço do dólar ou em distanciamento do nível compatível com os fundamentos da economia. Existem ainda outros instrumentos que podem servir ao mesmo propósito como leilão de linha (venda de dólar à vista com compromisso de recompra) e venda das próprias reservas, não utilizada pelo Banco Central já há alguns anos.

Os contratos de swap cambial feitos pelo Banco Central subiram bastante a partir de meados de 2013, por conta da então enorme incerteza em relação à evolução da taxa de câmbio<sup>2</sup>. Convertidos para dólar, o valor desses contratos aumentou praticamente do nada em maio de 2013 para US\$ 114,4 bilhões, em abril de 2015, recorde da série. Esse valor permaneceu acima de US\$ 100 bilhões até março de 2016. Daí em diante, caiu rapidamente até alcançar US\$ 17,8 bilhões, em abril de 2017, o menor valor desde a retomada das operações em junho de 2013.

O valor subiu moderadamente nos meses seguintes de 2017 e permaneceu próximo dos US\$ 23 bilhões nos primeiros quatro meses de 2018. Ao mesmo tempo, a taxa de câmbio manteve-se relativamente estável, entre R\$ 3,10 e R\$ 3,30, desde meados de 2016. Entretanto, a partir de abril do corrente ano, iniciou-se um período de forte incerteza em relação à trajetória da taxa de câmbio, levando o Banco Central a aumentar rapidamente as operações de swap cambial, especialmente a partir da segunda semana de junho, depois que o preço do dólar chegou aos R\$ 3,90, no dia 7.

O Gráfico 15 mostra o valor em dólar dos contratos de swap cambial feitos pelo Banco Central ao longo de 2018. Conforme se pode ver, o valor saltou de US\$ 23,8 bilhões em abril de 2018 para US\$ 67 bilhões ao final de junho, acréscimo de 181% em dois meses, ritmo sem similar na fase anterior de grande expansão (junho de 2013 a meados de 2015).

**GRÁFICO 15. VALOR DOS CONTRATOS DE SWAP CAMBIAL (US\$ BILHÕES)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

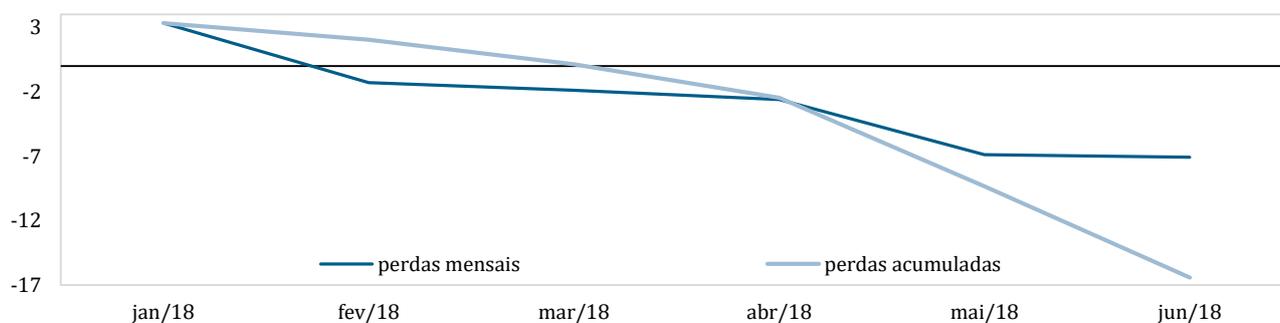
<sup>2</sup> Todos os dados desta seção foram extraídos da página eletrônica do Banco Central, Tabela IV.30 dos indicadores econômicos que trata das operações cambiais da autoridade monetária, com dados atualizados até o final de junho (<http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/indeco.asp>).

Conforme visto, quando há desvalorização cambial, ao mesmo tempo que o Banco Central ganha com o aumento do valor em real das reservas internacionais, incorre em perdas por conta dos contratos de swap cambial. Essas perdas são função do valor dos contratos firmados, bem como da evolução da taxa de câmbio. Quanto maior o valor e o aumento da taxa de câmbio, maiores as perdas.

Em 2015, as perdas com os swaps foram de R\$ 90 bilhões, maior número da série, pois o valor dos contratos alcançou a média mensal de R\$ 370 bilhões (cerca de US\$ 100 bilhões), depois do forte aumento das operações fechadas desde junho de 2013, e o preço do dólar subiu significativamente. Já em 2016, houve ganhos de R\$ 75,6 bilhões, pois parte da desvalorização cambial de 2015 foi devolvida no ano seguinte. Em 2017, ano de mais estabilidade cambial e baixo volume de contratos, os ganhos foram de R\$ 7 bilhões.

A questão que se coloca agora é o tamanho das perdas em 2018. O Gráfico 16 mostra o resultado mensal das operações de swap cambial feitas pelo Banco Central, ao longo de 2018, bem como o resultado acumulado em cada mês<sup>3</sup>. À exceção de janeiro, quando houve valorização cambial, nos demais meses, houve perdas por conta da desvalorização cambial. No acumulado até o final de junho, as perdas foram de R\$ 16,4 bilhões.

GRÁFICO 16. RESULTADO COM AS OPERAÇÕES DE SWAP CAMBIAL (R\$ BILHÕES)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O que se pode dizer sobre a evolução dessas perdas até o final do ano? O ocorrido nos meses de maio e junho ajuda a responder essa questão. Em maio, as perdas foram de R\$ 6,9 bilhões. Esse foi o mês de maior aumento da taxa de câmbio no período recente, 7,4%. Em junho, as perdas foram similares às de maio, R\$ 7,1 bilhões, embora os contratos tenham subido bastante nesse mês. A explicação está na desvalorização cambial menos intensa, 3,1%, possível por conta das próprias operações de swap feitas pelo Banco Central.

As perdas de julho em diante dependerão da evolução da taxa de câmbio, o que não é possível prever. Mas um fato é certo. Como os contratos de swap subiram bastante desde maio, o resultado dessas operações será bastante sensível à trajetória do dólar daqui em diante. Em junho, as perdas de R\$ 7,1 bilhões se deveram à combinação de desvalorização de 3,2%, com contratos de R\$ 258,3 bilhões (US\$ 67 bilhões). Portanto, um aumento da taxa de câmbio similar ao ocorrido em

<sup>3</sup> Utiliza-se o resultado pelo critério de caixa, mas há também o critério por competência. Esse último considera as perdas incorridas no mês, independentemente da data de liquidação financeira. Embora haja diferenças entre os dois critérios em cada período, os valores tendem a se aproximar, considerando-se um período maior do tempo.

junho, deverá levar a perdas próximas dos R\$ 7,1 bilhões observados em junho, ou mais se o valor dos contratos continuar subindo.

Não se pode esquecer, no entanto, que a desvalorização cambial gera perdas no que tange aos swaps, mas ganhos quanto à posse de reservas internacionais. Como essas ainda são muito maiores que o valor dos contratos de swap, esses ganhos superam em larga medida as perdas, embora a diferença tenha caído nos últimos meses por conta do aumento das operações de swap. Ao final de junho, o valor em dólar dessas operações correspondia a 17,7% das reservas, percentual bem acima dos 6,3% do final do ano passado, mas ainda muito abaixo do recorde da série, próximo de 31% no início de 2015.

A comparação entre os ganhos e perdas pode ser feita a partir dos resultados das operações cambiais do Banco Central, equivalentes à soma dos resultados advindos dos swaps cambiais, com a rentabilidade líquida das reservas. Esse último termo, por sua vez, inclui o rendimento das reservas no mercado internacional e o aumento do valor em real por conta da desvalorização cambial<sup>4</sup>. Ao final de junho de 2018, a rentabilidade líquida estava em R\$ 163,9 bilhões no acumulado do ano, bem acima das perdas de R\$ 16,4 bilhões com os swaps cambiais. Embora a diferença seja ainda elevada, há o risco que ela caia nos próximos meses, em função do aumento do valor dos contratos de swap e de possíveis novos aumentos da taxa de câmbio.

Em síntese, a desvalorização cambial eleva o valor em real da dívida externa e da dívida interna corrigida pela taxa de câmbio dos governos federal e estadual. No caso dos municípios, o passivo com essas características é muito reduzido, embora, individualmente, algum município possa ser mais vulnerável. Em relação ao governo federal, a existência de ativos corrigidos pela taxa de câmbio, faz com que o aumento da dívida líquida seja menor que a bruta, o que não ocorre no caso dos estados.

Quanto ao Banco Central, cabe separar as operações cambiais em swaps cambiais e posse de reservas internacionais. A desvalorização cambial traz perdas em relação aos swaps, mas ganhos quanto à posse de reservas. Os ganhos superam as perdas em larga medida, pois as reservas são muito maiores que o valor dos contratos de swap cambial. Entretanto, essa diferença pode cair nos próximos meses em função do aumento do valor dos contratos firmados e da taxa de câmbio.

---

<sup>4</sup> A rentabilidade é líquida, pois deduzida do custo de manutenção dessas reservas. Esse custo é dado pelo custo médio do passivo do Banco Central, multiplicado pelas reservas. O custo assim calculado corresponde ao custo de oportunidade de manter as reservas, pois o Banco Central poderia, teoricamente, vender as reservas e utilizar os recursos obtidos para reduzir seu passivo.