

## 2 – Políticas creditícia, monetária e fiscal

### 2.1 – Crédito

O estoque de crédito do sistema financeiro mostrou crescimento no trimestre setembro a novembro, influenciado pelo incremento sazonal da atividade produtiva, a partir de setembro, após trajetória de desaquecimento iniciada em abril. Nesse sentido, o comportamento dos tomadores de crédito revelou cautela diante das incertezas no cenário econômico, tendo-se observado que a demanda por empréstimos foi direcionada, basicamente, às necessidades de recursos de curto prazo e para atender as vendas de final de ano. Relativamente à oferta de recursos, o maior risco do crédito e o aumento da inadimplência intensificaram a postura seletiva das instituições financeiras, registrando-se exigência de garantias adicionais e análise mais rigorosa na concessão de crédito.

#### Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões					
	2001				Variação	
	Ago	Set	Out	Nov	3 meses	12 meses
Total	324,7	332,7	335,3	336,1	3,5	7,4
Recursos livres	192,4	197,9	199,1	196,8	2,3	30,9
Pessoa jurídica	124,5	129,0	128,7	126,6	1,7	26,9
Cambiais	44,8	45,7	44,8	42,4	-5,3	28,9
Pessoa física	67,9	68,9	70,4	70,2	3,5	38,6
Direcionados	109,9	112,4	113,9	117,3	6,7	-13,2
Habitação	20,2	20,7	20,9	21,2	4,6	-58,5
Rural	24,0	25,0	26,0	26,7	11,5	2,0
BNDES	64,3	65,5	65,0	67,5	5,0	23,8
Outros	1,4	1,2	2,0	1,9	36,1	-43,8
Leasing	12,6	12,6	12,6	12,3	-2,0	-9,6
Setor público	9,7	9,9	9,8	9,6	-1,7	-30,1

O saldo total de crédito do sistema financeiro atingiu R\$336,1 bilhões em novembro, com expansão de 3,5% no trimestre, correspondendo à participação relativa no Produto Interno Bruto (PIB) de 27,2%, comparativamente a 26,6% em agosto.

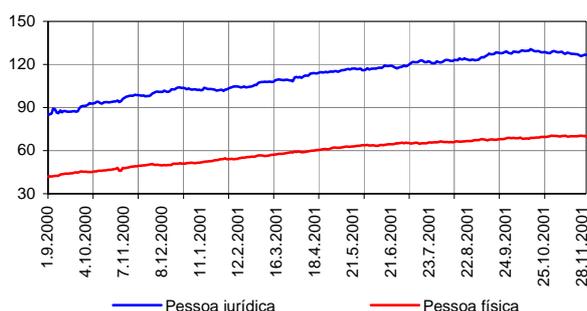
A parcela de operações representada por créditos direcionados alcançou R\$117,3 bilhões, com evolução de 6,7% no trimestre. Esse resultado foi influenciado, basicamente, pelo crescimento de 5% nas operações conduzidas pelo sistema Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), refletindo, em parte, a incorporação de encargos financeiros incidentes sobre operações com variação cambial, além dos financiamentos aos

setores industrial e de serviços. Os desembolsos do sistema BNDES acumularam R\$22 bilhões de janeiro a novembro, significando expansão de 13,9% em relação ao registrado em igual período do ano anterior. Desse total, 52,5% foram alocados à indústria e 35,4% ao setor de serviços, inclusive comércio.

Os créditos destinados ao setor rural apresentaram crescimento trimestral de 11,5%, correspondendo, principalmente, à liberação de recursos para custeio da safra de verão 2001/2002. Os financiamentos habitacionais apresentaram acréscimo de 4,6% no trimestre, alcançando R\$21,2 bilhões. No mesmo período, o conjunto das operações concedidas sob a forma de *leasing* e ao setor público totalizou R\$21,9 bilhões, registrando retração de 2,2% em relação a agosto.

#### Operações de crédito com recursos livres - saldo total

R\$ bilhões



As operações do sistema financeiro com recursos livres, que representam 58,6% do total, alcançaram R\$196,8 bilhões em novembro, revelando expansão de 2,3% no trimestre. Assinale-se que, em 2000, período caracterizado por nível de atividade econômica mais intenso e, conseqüentemente, por crescimento expressivo do volume de crédito, a variação observada em igual trimestre alcançou 15,5%.

O crédito destinado a pessoas jurídicas atingiu R\$126,6 bilhões em novembro, expandindo-se 1,7% em relação ao assinalado em agosto, ante 14,6% no período correspondente de 2000. Esse incremento decorreu do desempenho das modalidades lastreadas em recursos internos, sinalizando provável migração, tendo em vista as limitações do acesso ao mercado financeiro internacional. O volume das operações vinculadas a recursos externos, que inclui adiantamentos sobre contratos de câmbio (ACC), *export notes* e repasses externos, decresceu 5,3% no trimestre. Esse resultado refletiu o efeito da apreciação cambial sobre o saldo dessas modalidades, além da contração nas concessões de novos recursos.

O saldo das operações com pessoas físicas atingiu R\$70,2 bilhões em novembro, variação de 3,5% em relação a agosto, comparativamente ao incremento de 17,4% observado no mesmo trimestre de 2000. Essa

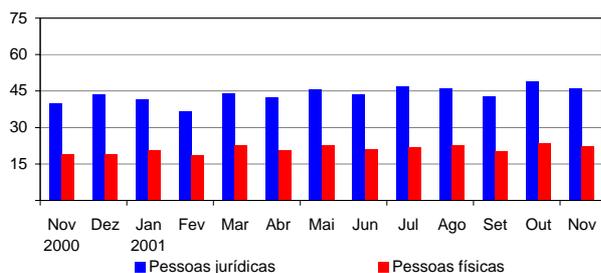
diferença é explicada, principalmente, pelo desempenho dos financiamentos para aquisição de veículos, compatível com a retração nas vendas das concessionárias de veículos automotores verificada em 2001, que, em iguais períodos, registraram crescimento de 6% e 37,9%, respectivamente.

No tocante à soma das concessões para pessoas jurídicas, observa-se que as modalidades vinculadas a recursos internos expandiram-se 3,6% em novembro, relativamente ao patamar de agosto. As novas contratações destinaram-se, primordialmente, às necessidades de recomposição de fluxo de caixa e ao atendimento das encomendas e vendas de fim de ano. Nesse sentido, as operações de capital de giro, *vendor* e desconto de duplicatas revelaram as variações mais significativas, respectivamente, 38,3%, 10,5% e 2,5%.

Em sentido inverso, nas operações lastreadas em recursos externos constatou-se redução de 21,2% no total das concessões de novembro em relação às de agosto, reflexo de queda sazonal na procura pelos financiamentos à exportação observada nesse período do ano e das oscilações na taxa de câmbio nesses meses.

#### Operações de crédito com recursos livres - concessões totais no mês

R\$ bilhões



Nas operações com pessoas físicas, as contratações registradas em novembro reduziram-se 1,1% em relação às consignadas em agosto. Cabe destacar que as modalidades cheque especial e crédito pessoal, responsáveis por 70% do total de concessões para esses tomadores, apresentaram decréscimos de 0,8% e 16,3%, respectivamente, evidenciando menor utilização do crédito bancário, devido ao recebimento de parcela do décimo terceiro salário.

As taxas de juros praticadas nas operações de crédito do segmento livre interromperam, no final do trimestre agosto a novembro, a tendência de alta iniciada em maio.

Deve-se ressaltar que, até o mês de outubro, o movimento das taxas ativas foi influenciado pela volatilidade das taxas de juros no mercado futuro, particularmente as de longo prazo. Em novembro,

**Spread entre taxas de juros ativas e passivas em operações com taxas prefixadas**

Período	Média do mercado			% a.a.
		Pessoa jurídica	Pessoa física	
2000	Jan	42,0	29,7	65,3
	Fev	44,3	31,3	67,4
	Mar	40,3	28,1	60,2
	Abr	40,1	27,7	59,8
	Mai	39,2	25,9	56,9
	Jun	40,5	23,4	59,1
	Jul	39,7	23,3	56,9
	Ago	39,5	22,9	55,7
	Set	39,1	22,1	55,2
	Out	38,6	21,2	54,7
	Nov	37,6	21,2	52,5
	Dez	37,3	22,4	51,3
2001	Jan	35,6	20,6	48,6
	Fev	38,4	22,6	51,4
	Mar	36,3	21,3	48,3
	Abr	38,8	23,2	50,7
	Mai	38,2	22,4	49,7
	Jun	38,4	22,2	50,0
	Jul	39,4	23,1	50,9
	Ago	43,1	25,3	55,4
	Set	44,0	25,7	56,7
	Out	46,9	28,4	59,6
	Nov	43,5	25,6	55,6

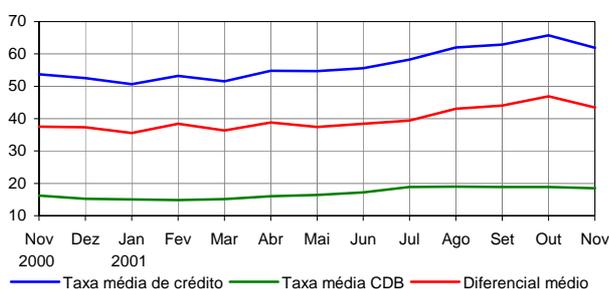
no entanto, em decorrência da redução das incertezas no mercado financeiro, as taxas recuaram para 61,9% a.a., patamar ligeiramente inferior ao de agosto. O custo de captação das instituições financeiras, representado pelas taxas de Certificado de Depósito Bancário (CDB), decresceu 0,5 p.p., situando-se em 18,5% a.a. em novembro. Em decorrência, o *spread* geral cresceu 0,4 p.p., atingindo 46,9% a.a. em novembro.

No segmento de crédito a pessoas jurídicas, a taxa média alcançou, em novembro, 44% a.a., registrando decréscimo de 0,2 p.p. em relação a agosto. A variação nessas taxas, entretanto, não ocorreu de maneira uniforme, destacando-se a alta de 2,2 p.p. em conta garantida em paralelo à diminuição de 2 p.p. em aquisição de bens. O encarecimento do crédito rotativo pode ser associado à maior demanda pelas empresas por operações de curto prazo, bem como ao crescimento da utilização do cheque especial pessoa

jurídica, que apresenta taxas mais elevadas entre os produtos desta modalidade.

**Spread entre taxas de juros de operações de crédito - média do mercado**

% a.a.



A taxa média das operações com pessoas físicas também registrou decréscimo de 0,3 p.p., atingindo 74,1% a.a. Esse resultado foi influenciado pelo incremento de 4,4 p.p. nas taxas de crédito pessoal, decorrente de análise de risco mais conservadora por parte das instituições financeiras, associado ao decréscimo de 4 p.p. no custo de aquisição de bens veículos, em virtude de campanhas de redução nos juros dos principais bancos vinculados a montadoras.

O prazo médio das operações de crédito apresentou relativa estabilidade no trimestre, enquanto, no mesmo período do ano anterior, fora registrado acentuado alongamento, principalmente no mercado de pessoas físicas. A estabilidade nos prazos das operações de crédito,

## ***Spread* bancário no Brasil: fatores de persistência e de conjuntura**

Desde 1999, com a adoção de um conjunto de medidas visando à redução dos juros e do *spread* bancário, aliado a uma conjuntura favorável, observou-se uma importante e contínua redução dessas taxas. Entretanto, desde o início de 2001, houve uma reversão desta tendência baixista em razão de diversos choques adversos vividos pela economia brasileira este ano, com aumento dos juros e do *spread* bancário. Para melhor entender o impacto do cenário desfavorável sobre a tendência de longo prazo dos *spreads*, o Banco Central desenvolveu estudo\* para investigar os motivos do comportamento desta variável, procurando identificar os fatores conjunturais que a afetam, de um lado, e a existência de comportamentos inerciais, de outro.

O método adotado no referido estudo foi um modelo ARFIMA( $p,d,q$ ), que, por apresentar a possibilidade de seu parâmetro de diferenciação,  $d$ , assumir valores não inteiros, consegue captar correlações existentes entre valores muito distantes entre si, o qual, quando no intervalo (0 ; 0,5), é chamado de longa memória. A este efeito de longa memória associa-se o componente de persistência.

Visando à generalização deste modelo, foram incluídas variáveis explicativas para a média como forma de captar os efeitos macroeconômicos e segregar a parcela referente à componente de persistência. Assim, o modelo ajustado foi:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{spread}_t = \beta_1 \Delta \text{selic}_t + \beta_2 \Delta \pi_t + \beta_3 \Delta \ln \text{indsa}_t + \beta_4 \Delta \ln \text{adm}_t + \beta_5 \Delta \ln \text{comp}_t \\ \quad + \beta_6 \Delta \text{risk}_t + \beta_7 \Delta \text{imp}_t + \omega_t \\ \omega_t \approx \text{ARFIMA}(p, d, q) \end{array} \right.$$

onde:

*spread* diferença entre as taxas de juros prefixadas médias das operações de empréstimos com recursos livres e a taxa média dos CDB prefixados de 30 dias;

*selic* média mensal das taxas Selic diárias;

$\pi$  taxa de inflação, medida pelo IGP-DI da FGV;

*indsa* nível de atividade econômica dessazonalizado, publicado pelo IBGE;

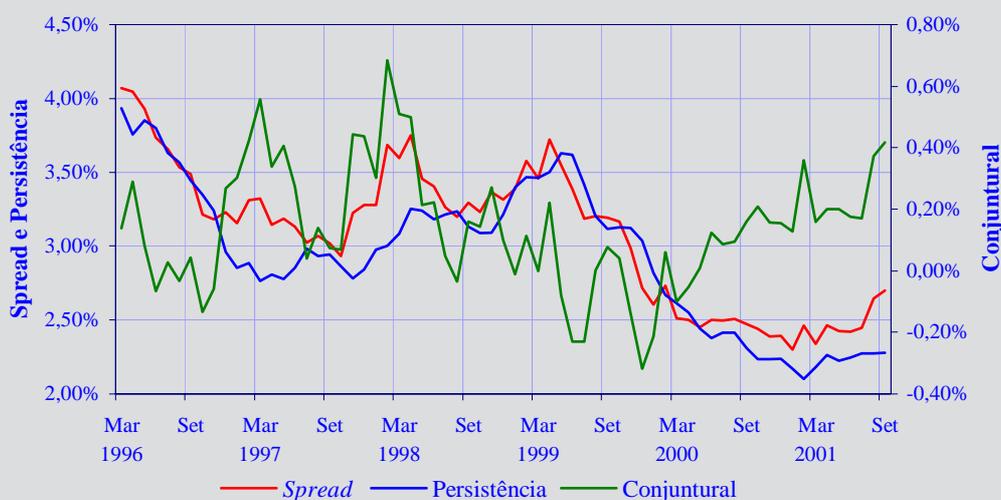
*adm* participação das despesas administrativas no volume de empréstimos com recursos livres;

*comp* taxa média dos depósitos compulsórios, calculada com base nas reservas exigíveis pelo Banco Central;

\* Koyama, S. M. e Nakane, M. I. O *Spread* Bancário Segundo Fatores de Persistência e Conjuntura. **Em:** BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Juros e *Spread* Bancário no Brasil** – avaliação de 2 anos do projeto, pp.31-36. Brasília: BCB, novembro de 2001.

- risk* média diária capitalizada mensalmente da diferença de rendimentos entre o C-Bond emitido pelo Brasil e o título do Tesouro dos EUA;
- imp* medida do peso dos impostos indiretos (PIS, Cofins, IOF e CPMF) em empréstimos de 30 dias financiados com CDB com mesma maturidade.

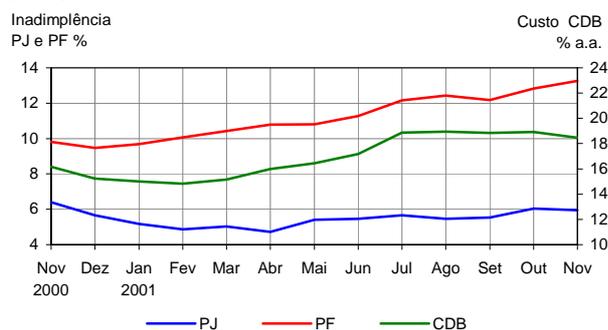
Para a estimação dos parâmetros do modelo foram utilizados os dados mensais referentes a março de 1996 a setembro de 2001. Desta forma, o gráfico abaixo apresenta a desagregação do *spread* bancário em suas duas componentes.



Analisando o comportamento do fator de persistência, verifica-se que, após maio de 2000, este encontrava-se constantemente inferior à série do *spread*, motivado pelo período anterior, marcado por constantes quedas. Em contraposição, a componente conjuntural, cujo comportamento entre fevereiro de 1998 e dezembro de 1999 mostrava uma tendência de queda, apresentou uma reversão em seu comportamento ao longo de 2000 e, no início de 2001, pressionou fortemente a elevação do *spread* bancário. Observando o período final da série, após agosto de 2001, nota-se um aumento no *spread* ocasionado exclusivamente pela componente conjuntural.

Em suma, o estudo mostra que as fortes variações recentes do *spread* causadas pelo componente conjuntural não apresentam repercussão sobre sua tendência de longo prazo (persistência), indicando que, após o período de turbulências, o *spread* bancário deve retomar sua tendência de queda.

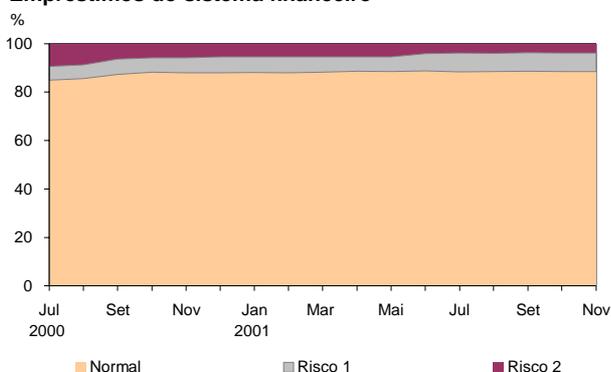
### Taxa de inadimplência e custo de captação (CDB)



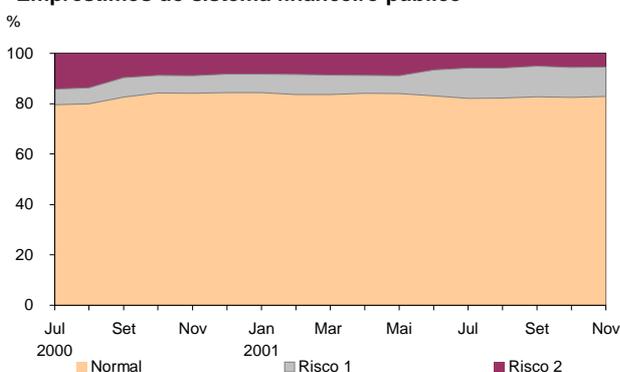
tanto a pessoas jurídicas quanto a pessoas físicas, vem sendo observada desde janeiro deste ano. Nesse sentido, no segmento de crédito às empresas, o prazo médio atingiu 100 dias em novembro, 5 dias acima do registrado em agosto, e no relativo a pessoas físicas, 298 dias, redução de 3 dias.

A inadimplência apresentou crescimento moderado no período, tanto no segmento de empresas quanto no de pessoas físicas. Em novembro, o percentual de atrasos das operações com pessoas jurídicas situou-se em 5,9%, ante 5,5% registrado em agosto. No segmento de crédito a pessoas físicas, o incremento dos atrasos foi mais acentuado, resultando em aumento da inadimplência de 0,8 p.p., totalizando 13,3%. Neste mercado, a maior deterioração foi registrada em cheque especial e aquisição de bens veículos, cujo percentual de atrasos cresceu 0,9 p.p.

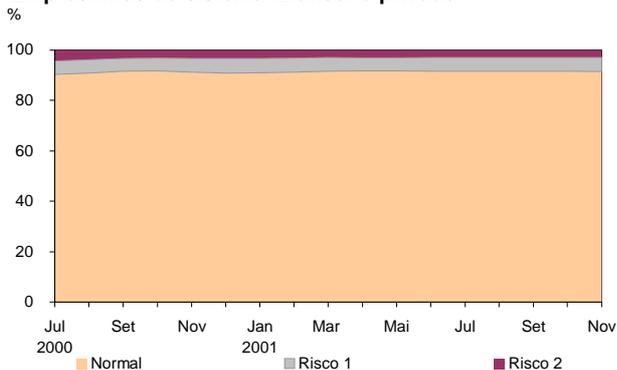
### Empréstimos do sistema financeiro



### Empréstimos do sistema financeiro público



### Empréstimos do sistema financeiro privado

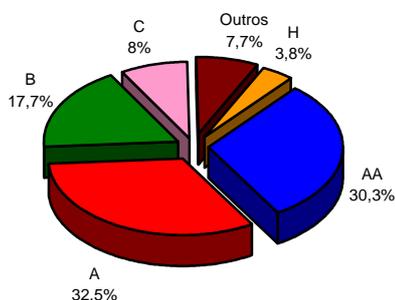


## Distribuição setorial e qualidade do crédito

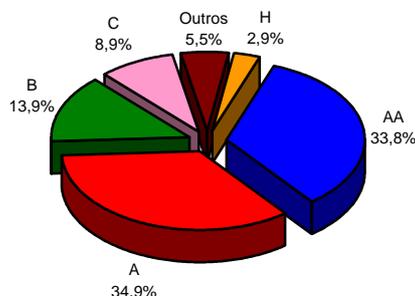
O total de crédito ao setor privado somou R\$326,5 bilhões em novembro, com aumento de 3,5% no trimestre, sobressaindo, no período, as operações com os segmentos outros serviços e indústria. A distribuição relativa dos empréstimos por níveis de risco mostra que R\$205,5 bilhões do total concedido foram registrados nos níveis AA e A, com evolução de 4,7% em relação a agosto, enquanto a parcela classificada no nível H manteve-se estável em 3,9%.

Em relação aos setores produtivos, os créditos contratados pelo segmento outros serviços alcançaram R\$60,6 bilhões em novembro, representando incremento de 6,8% no trimestre, destacando-se a liberação de recursos para telecomunicações, telefonia, transportes e energia.

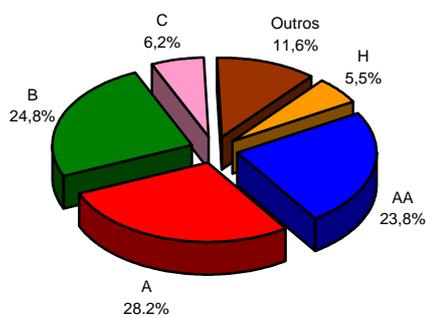
### Operações de crédito do sistema financeiro por níveis de risco - novembro 2001



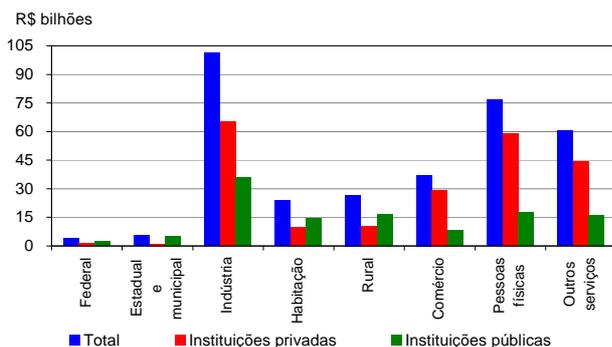
### Operações de crédito do sistema financeiro privado por níveis de risco - novembro 2001



### Operações de crédito do sistema financeiro público por níveis de risco - novembro 2001



### Operações de crédito do sistema financeiro por tomadores - Novembro 2001



No mesmo período, os créditos direcionados à indústria aumentaram 0,3%, atingindo R\$101,3 bilhões, constatando-se maiores desembolsos para os ramos petroquímico, automotivo e energia.

O volume de empréstimos ao comércio atingiu R\$37,3 bilhões, com evolução de 3,8%, no período de setembro a novembro, comparativamente ao incremento de 8,2% em igual período de 2000. Esse resultado decorreu da formação de estoques excedentes, em decorrência do desaquecimento da economia, inibindo a contratação de recursos relacionados às operações mercantis, a exemplo do vendor e desconto de duplicatas.

Os financiamentos ao setor rural totalizaram R\$26,8 bilhões, expandindo-se 11,5% no trimestre, como reflexo do maior direcionamento de recursos obrigatórios para o custeio da safra de verão 2001/2002 e para aquisição de equipamentos agrícolas com créditos do sistema BNDES. Os desembolsos dessa instituição para investimento rural apresentaram incremento de 49,5%. A participação dos financiamentos concedidos sob a forma de investimento atingiu 47,8% do total, enquanto a de custeio alcançou 42,2%.

Com o objetivo de viabilizar o equilíbrio econômico-financeiro do setor rural, foi editada a Medida Provisória 9, em 31.10.2001, dispondo sobre a prorrogação do vencimento da parcela da dívida securitizada pelo Tesouro Nacional, de outubro para novembro, bem como sobre a redução de 32,5% do seu valor. Por intermédio da Resolução 2.902, de 21.11.2001, o Conselho Monetário Nacional (CMN) autorizou a manutenção dos atuais níveis de risco dessas dívidas, nesse período.

Os financiamentos totais ao setor habitacional, pessoas físicas e cooperativas habitacionais, atingiram R\$23,9 bilhões, com crescimento de 3,3% no trimestre. O reduzido incremento reflete, em parte, a suspensão temporária, a partir do final de agosto, de linhas de financiamento para o segmento de renda média, ocorrido após o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais, ao amparo da Medida Provisória 2.155, de 22.6.2001.

Como resultado dessas medidas, ocorreu aprimoramento na distribuição do risco da carteira habitacional, implicando crescimento de 78,2% nos ativos classificados no nível A, em detrimento da representatividade dos níveis C e D, que decresceu 38,9%. A participação dos créditos consignados no nível de risco H cresceu de 9% para 9,4%, no período.

A dívida bancária estadual e municipal apresentou saldo de R\$5,7 bilhões, registrando expansão trimestral de 1,2%, caracterizada pela correção de contratos, além de desembolsos para programas de turismo e saneamento básico. Com relação aos débitos do governo federal, o estoque atingiu R\$3,9 bilhões em novembro, com decréscimo de 5,8% no trimestre, devido à redução de estoques de créditos vinculados à variação cambial.

As operações do sistema financeiro privado, representando 65,3% do total, atingiram R\$219,6 bilhões em novembro, com expansão de 1,8% no trimestre, destacando-se os créditos destinados a outros serviços e ao setor rural. Decompondo-se a carteira de crédito por níveis de risco, constatou-se que R\$148,7 bilhões foram classificados nos níveis AA e A, representando 68,4%, enquanto a participação relativa do nível H, que exige provisionamento de 100%, situou-se em 3%.

A carteira de crédito do sistema financeiro público totalizou R\$117 bilhões, revelando acréscimo de 6,9% no trimestre, sobressaindo as operações realizadas com os setores outros serviços e rural. Na classificação por níveis de risco, observou-se que 41,4% foram registrados nos níveis AA e A, cabendo ao nível H a parcela de 5,5%.

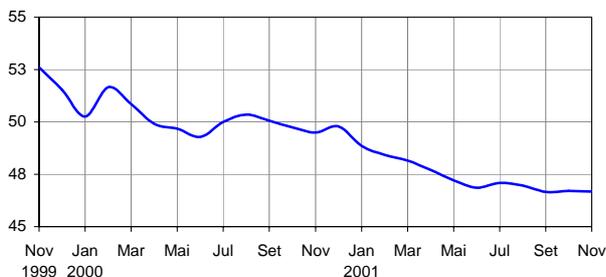
O montante de provisões constituído pelo sistema financeiro alcançou R\$22,8 bilhões em novembro, com crescimento trimestral de 5%,

para fazer face, em sua maior parte, à trajetória de risco das carteiras pessoa física e habitacional. A participação relativa das provisões sobre o total de créditos situou-se em 6,8%, praticamente o mesmo patamar de novembro de 2000. Os totais provisionados pelos bancos públicos e privados apresentaram participação percentual de 8,8% e de 5,7%, respectivamente.

## 2.2 – Política monetária

### Agregados monetários

**PMPP sazonalmente ajustado - velocidade renda<sup>1/</sup>**

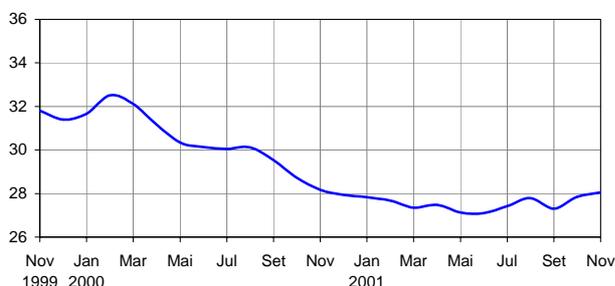


1/ Definida como a razão entre o PIB acumulado de 12 meses e valorizado pelo IGP-DI e o saldo médio mensal do agregado monetário sazonalmente ajustado.

A média dos saldos diários dos meios de pagamentos totalizou R\$68,6 bilhões ao final de novembro de 2001, expandindo-se 12,3% no período de doze meses. A média relativa ao papel-moeda em poder do público totalizou R\$25,4 bilhões e a referente aos depósitos à vista, R\$43,1 bilhões, equivalentes a variações em doze meses de 16% e 10,3%, respectivamente. O papel-moeda em poder do público, ajustando-se à evolução do nível de preços, apresentou velocidade renda estável a

partir do segundo semestre. A velocidade renda dos depósitos à vista, de forma consistente com o ritmo da atividade econômica e com a evolução do volume das operações de crédito, encerrou o mês de novembro no mesmo patamar de dezembro de 2000.

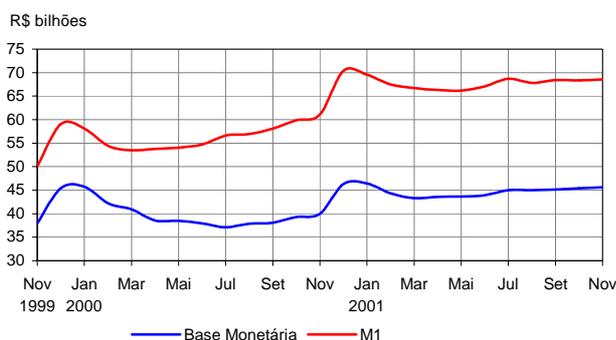
**DV sazonalmente ajustado - velocidade renda<sup>1/</sup>**



1/ Definida como a razão entre o PIB acumulado de 12 meses e valorizado pelo IGP-DI e o saldo médio mensal do agregado monetário sazonalmente ajustado.

O saldo médio mensal da base monetária mostrou comportamento estável no decorrer de 2001, em termos de saldo médio mensal, com discreta elevação a partir de julho, atingindo R\$45,6 bilhões ao final de novembro. O aumento percentual de 14% em doze meses deveu-se à expansão na demanda por depósitos à vista, uma vez que não houve alteração da alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista no período. Entre seus componentes, o saldo médio de papel-moeda emitido cresceu 17,1% e o de reservas bancárias, 8,4%.

### Base monetária e M1 - média dos saldos diários



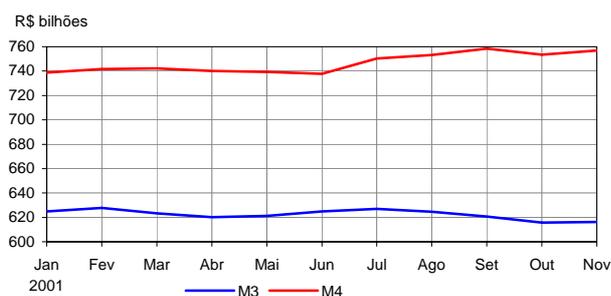
Em relação à política monetária, em setembro, foram adotadas medidas para reduzir a liquidez. Nesse sentido, a Circular 3.062, de 21.9.2001, reativou os recolhimentos compulsórios sobre recursos a prazo, elevando a alíquota de zero para dez por cento. Esses recolhimentos são exigidos em títulos federais, mediante vinculação ao Banco Central, determinando a contração da liquidez do sistema financeiro, na medida em que o cumprimento da exigibilidade implica redução da carteira livre de títulos federais das instituições financeiras ou, alternativamente, na renúncia de posições em outros ativos, entre eles ativos externos.

Simultaneamente, a Circular 3.063, de 26.9.2001, com efeitos a partir de primeiro de outubro, elevou o percentual mínimo do recolhimento compulsório sobre recursos à vista que deve ser mantido em espécie pelos bancos criadores de moeda, de 60% para 80%. Vale salientar que a alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista foi mantida em 45%, que é cumprida pelo critério de posição média em duas semanas de movimentação. Desse modo, numa perspectiva de médio e longo prazos, as aplicações dos bancos não são afetadas. A medida influenciou a administração diária das operações de tesouraria, uma vez que a parcela mantida compulsoriamente em espécie até o penúltimo dia do período de movimentação foi elevada em 20% da exigibilidade sobre recursos à vista, reduzindo, em decorrência, a margem de liquidez para retenção de moeda estrangeira no curtíssimo prazo.

Adicionalmente, o CMN reduziu, ao final de setembro, com prazo de quinze dias para enquadramento, os limites para exposição cambial das instituições financeiras. As restrições conjunturais vigentes e os prazos concedidos para o ajustamento induziram ao ajuste via redução de posições em moeda estrangeira, ao invés da capitalização ou alterações em outras posições.

### Meios de pagamento ampliados - primário<sup>1/</sup>

Base: Novembro/2001



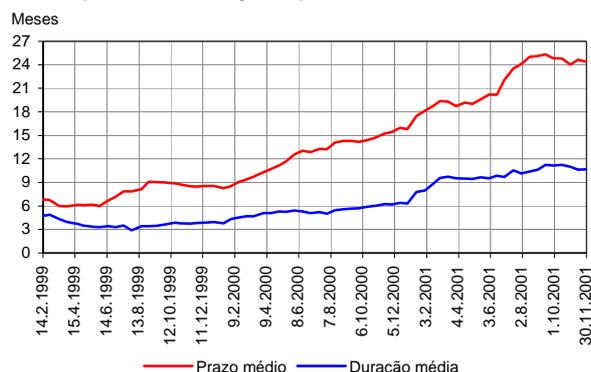
1/ Saldo nominal deduzido da capitalização média dos componentes.

Os meios de pagamento, em seu conceito mais amplo, expandiram-se 3,5% no trimestre, nível equivalente à capitalização de seus componentes, atingindo R\$756,7 bilhões ao final de novembro. Enquanto a evolução de M3 evidenciou contração primária, determinada, basicamente, pelo resultado fiscal do Governo Federal e vendas líquidas de divisas ao setor não-financeiro,

as concessões líquidas de empréstimos pelo sistema financeiro restabeleceram o nível da poupança financeira.

## Títulos públicos federais

Títulos públicos - duração x prazo médios

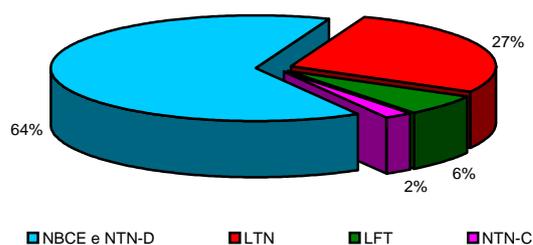


Os objetivos de longo prazo de alongamento do perfil de vencimentos e de redução da vinculação a variações de taxas de juros foi interrompido em setembro, frente à elevação de custos financeiros associada à conjuntura desfavorável para tais operações. Nos meses subsequentes, a melhora nas expectativas permitiu a retomada do processo.

O encurtamento dos prazos dos títulos dificultou o crescimento da duração da dívida mobiliária, ainda que 94% do volume colocado de setembro a 18 de dezembro não tenham sido indexados à taxa de juros. Dentre os títulos federais emitidos competitivamente, o prazo médio contraiu-se de 25,1 meses para 24,4 meses e a duração média expandiu-se de 10,6 meses para 10,7 meses, ambos entre 31 de agosto e 30 de novembro.

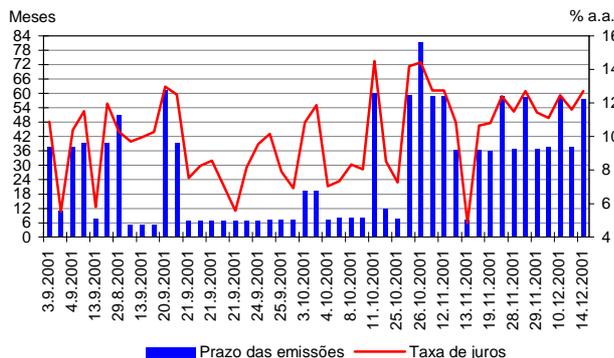
De setembro a 18 de dezembro, as operações definitivas com títulos do Banco Central resultaram em colocações de R\$16,5 bilhões, realizadas apenas no primeiro mês do trimestre e restritas a títulos cambiais (NBCE), e resgates de R\$25,6 bilhões. As operações definitivas com títulos do Tesouro Nacional registrados no Selic, por sua vez, totalizaram colocações de R\$58 bilhões e resgates de R\$46 bilhões, no mesmo período. As colocações líquidas definitivas de títulos federais ocorridas no período não se destinaram a compensar expansão monetária de outras fontes, uma vez

Emissões competitivas de títulos públicos federais 1.9.2001 a 18.12.2001



que o movimento da conta única do Tesouro Nacional e as operações do setor externo apresentaram impacto contracionista.

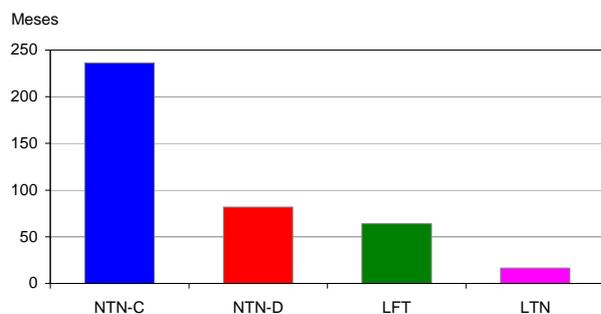
A principal motivação das colocações líquidas consistiu em ampliar a oferta de instrumentos de proteção ao mercado frente à excessiva volatilidade observada na taxa de câmbio. Nesse sentido, as colocações líquidas de títulos cambiais totalizaram R\$13,1 bilhões, em setembro, e R\$7,6 bilhões, em

**Títulos cambiais - NBCE e NTN-D**

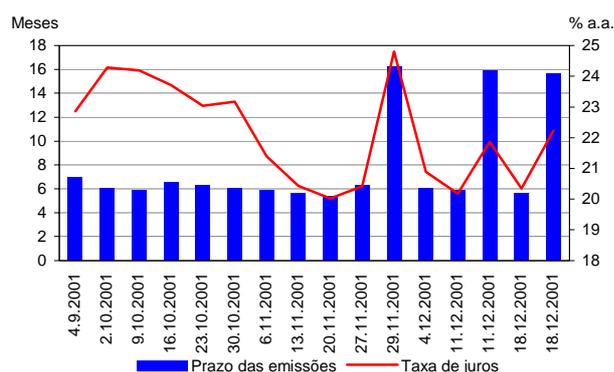
outubro, sendo revertidas para resgates líquidos de R\$3,6 bilhões, de novembro a 18 de dezembro, uma vez que a taxa de câmbio recuou, inclusive em resposta às colocações nos meses anteriores. Nesse período, os papéis indexados à taxa de câmbio responderam por 64% do volume de títulos federais colocados.

**Prazo máximo das emissões**

1.9.2001 a 18.12.2001



A partir de meados de outubro, até 18 de dezembro, os prazos de vencimento dos títulos federais com correção cambial foram ampliados, por meio de colocações de Notas do Tesouro Nacional - Série D (NTN-D) com prazo de 5 anos, emitidas a taxas médias entre 12,4% a.a. e 14,4% a.a., e com prazo de 7 anos, emitidas com taxa média de 14,4% a.a. no leilão de 26 de outubro. As Notas do Tesouro Nacional - Série C (NTN-C), indexadas à variação do Índice Geral de Preços - Mercado (IGP-M), continuaram sendo colocadas com prazos que variam entre 4 a 20 anos, a taxas ao redor de 10,5% a.a., sinalizando manutenção da expectativa do mercado quanto à taxa de juros real no longo prazo.

**Letra do Tesouro Nacional - LTN**

Os títulos federais prefixados continuaram a ser emitidos com prazo em torno de 6 meses, até o final de novembro. Em setembro e outubro, suas taxas de colocação oscilaram em torno de 23,5% a.a., enquanto a partir de novembro, em função de conjuntura mais favorável, as taxas recuaram para o patamar de 20,5% a.a. Em 29 de novembro, por meio de leilão de oferta firme, as Letras do Tesouro Nacional (LTN) voltaram a ser emitidas com prazo de um ano, à taxa média de 24,8% a.a., após terem sido suspensas desde março.

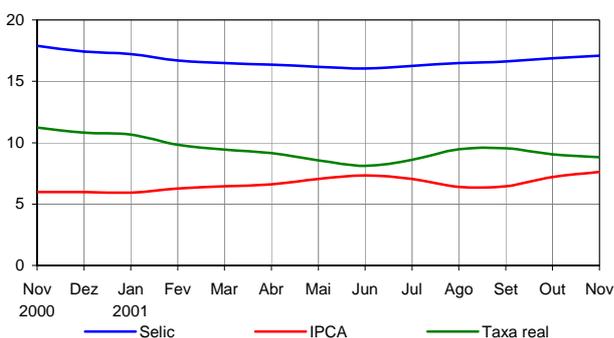
Os títulos pós-fixados do Tesouro Nacional, Letras Financeiras do Tesouro (LFT), tiveram emissões suspensas em 10 de outubro. Esse procedimento pode ser atribuído tanto à estratégia de reduzir a vinculação da dívida mobiliária federal à taxa de juros quanto à redução da demanda

do mercado por essa modalidade de papel. Em setembro, o ágio médio sobre a taxa Selic situou-se em torno de 0,34% a.a., enquanto em outubro observaram-se quedas no ágio médio, para 0,16% a.a. e 0,24% a.a., obtido com cortes no volume ofertado.

## Taxa de juros real e expectativas de mercado

### Taxa de juros real deflacionada pelo IPCA

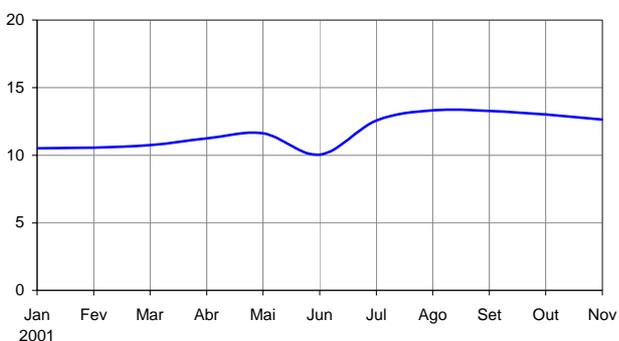
% acumulado em 12 meses



A taxa Selic real *ex-post* acumulada em 12 meses, deflacionada pelo IPCA, manteve-se abaixo de 10% desde fevereiro. O crescimento do IPCA em outubro, devido a reajustes pontuais nos grupos alimentação e combustíveis, contribuiu para arrefecer o incremento da taxa real.

### Taxa de juros real ex-ante

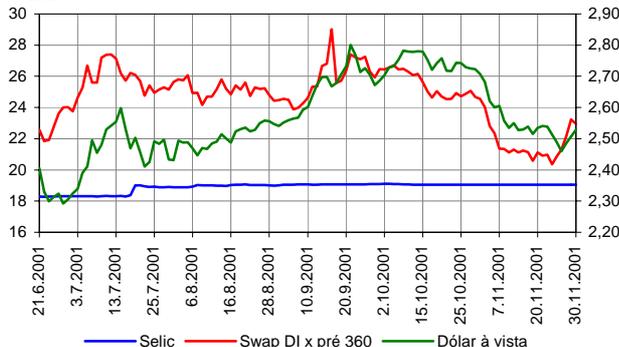
Para 12 meses



A expectativa do mercado para a evolução da taxa de juros real, definida como a relação entre a taxa Selic efetiva no mês e a expectativa de variação do IPCA em doze meses, manteve-se estável no patamar de 10% a.a., no primeiro semestre. Com a elevação da taxa básica de juro em julho, a taxa real *ex-ante* registrou incremento de aproximadamente 3 p.p. no quadrimestre subsequente. Em novembro, refletindo expectativas menos favoráveis quanto ao comportamento dos preços, situou-se em 12,6%.

### Selic x swap pré x dólar

% a.a.

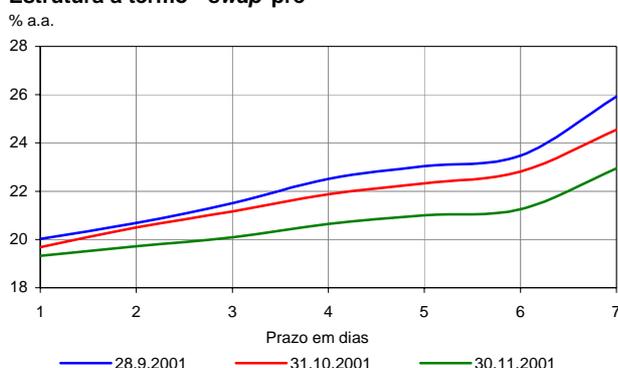


As medidas adotadas pelo Banco Central, visando restringir a liquidez do sistema financeiro e diminuir a exposição cambial das instituições financeiras, surtiram efeito em outubro, revertendo o movimento alavancado pelos atentados de setembro. Contribuíram ainda para esse movimento a diferenciação do risco Brasil em relação ao risco Argentina, os resultados positivos da balança comercial e a diminuição da necessidade de financiamento do balanço de pagamentos. Nesse contexto, a taxa de câmbio, que chegou a superar R\$2,80, retornou ao patamar de R\$2,30, em meados de dezembro.

Os juros no mercado futuro, definidos pela taxa dos contratos de *swaps* DI x pré de 1 ano, atingiram 29% a.a. logo após o ataque aos EUA, reflexo do nível de risco naquele momento, produzindo diferencial de 10 p.p. em relação à Selic.

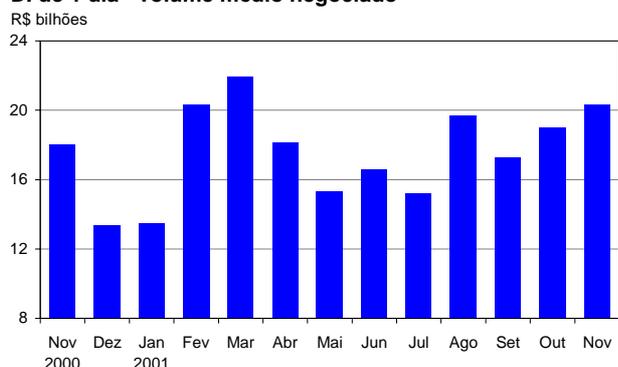
A evolução do cenário externo e a melhora nos fundamentos da economia brasileira contribuíram para a recuperação das bolsas e apreciação do real, revertendo as expectativas pessimistas que nortearam o mercado desde o segundo trimestre. As taxas dos *swaps* prefixados de 1 ano diminuíram de patamar, sendo negociadas, no final de novembro, a 23% a.a.

#### Estrutura a termo - swap pré



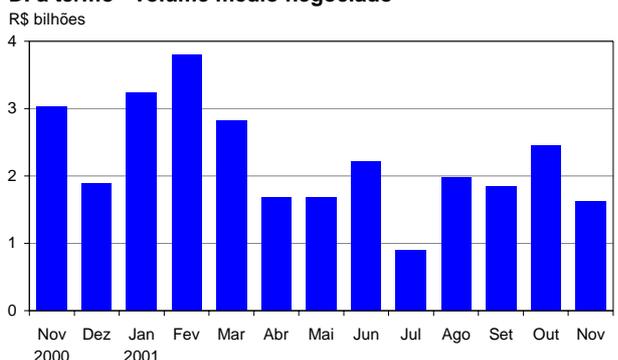
A reversão das expectativas promoveu a redução mais acentuada na inclinação da curva de juros desde dezembro de 2000. A taxa do contrato de 1 ano apresentou redução de 1,6 p.p., enquanto o contrato de 30 dias diminuiu 0,4 p.p. A diferença entre esses contratos declinou para 3,6 p.p.

#### DI de 1 dia - volume médio negociado



O volume negociado na Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), em contratos futuros de DI de 1 dia, registrou média diária de R\$20,3 bilhões em novembro, com crescimento pelo segundo mês consecutivo. Os principais responsáveis por esse aumento foram a migração para o contrato com vencimento em março de 2002, e a abertura de novos contratos com taxas menores, acompanhando a queda das taxas de juros.

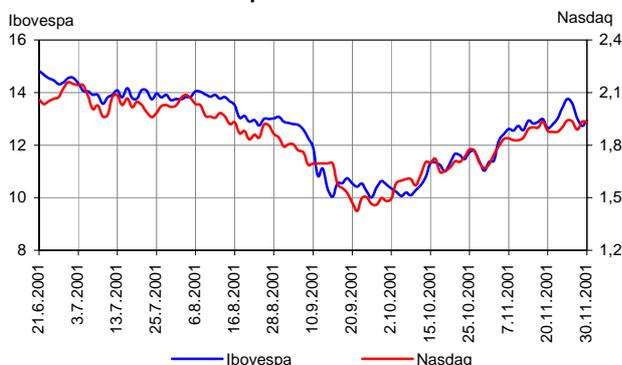
#### DI a termo - volume médio negociado



O cenário adverso verificado a partir de março diminuiu o volume negociado em contratos a termo de DI com ajuste, atingindo o mínimo em julho. O aumento das incertezas levou os investidores a manterem posições nos contratos com vencimento em abril de 2002 entre março e a segunda quinzena de outubro, reduzindo o prazo de 13 meses para menos de 6 meses. No final de outubro, os agentes migraram para o contrato com vencimento em julho de 2002, aumentando o prazo para 8 meses.

## Mercado de capitais

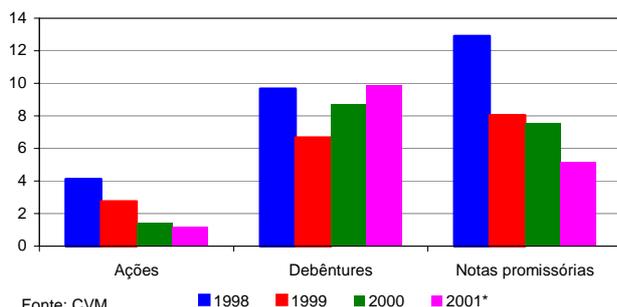
### Bolsas de valores - mil pontos



O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) registrou forte queda em setembro, acentuando a tendência iniciada em agosto. O baixo valor das empresas em dólares ofereceu grande oportunidade de investimento, ressaltando-se a contribuição da apreciação do real e a melhora nas expectativas do mercado. Nesse contexto, o índice recuperou 6,9% em outubro e 13,8% em novembro, retornando ao patamar de agosto. Assinale-se o interesse pelos papéis brasileiros, confirmado pelo aumento no volume médio negociado em novembro, em torno de R\$683 milhões, 28% maior que o assinalado no mês anterior.

### Emissão primária no mercado de capitais

R\$ bilhões - acumulado no ano



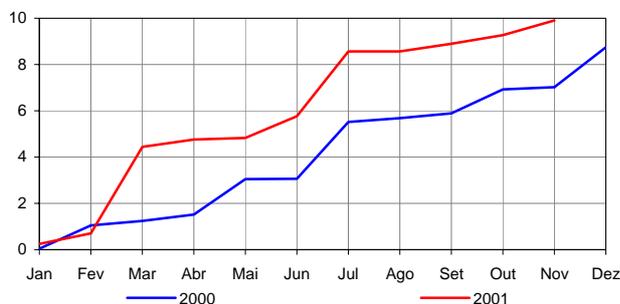
Fonte: CVM

\* Até novembro.

O aumento do custo do crédito bancário e a maior restrição a recursos externos impulsionou a busca, pelas empresas, de fontes alternativas de financiamento no mercado de capitais, mais especificamente em debêntures, cujo volume apresenta crescimento positivo em detrimento dos recursos captados por meio de novos lançamentos de ações ou notas promissórias.

### Debêntures

R\$ bilhões - acumulado no ano

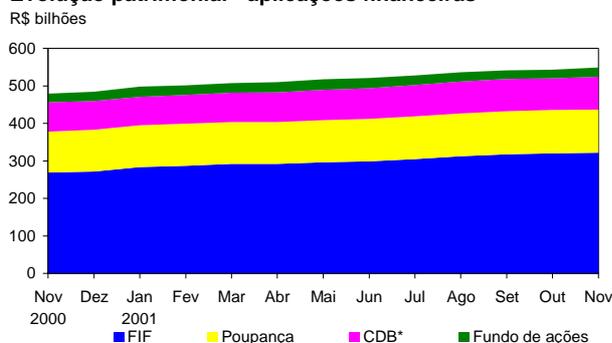


Fonte: CVM

A captação por meio de debêntures apresentou forte crescimento nos últimos dois anos, chegando nesse ano a ultrapassar o total de emissões de 1998, período de melhor desempenho do mercado primário. As empresas estão utilizando esse instrumento para projetos de investimento e para reorganização do capital e reestruturação de dívidas, trocando dívida bancária por mobiliária, com prazo médio de 5 anos. Até novembro, foram registradas captações de R\$9,9 bilhões pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), das quais 64% referenciadas em DI, 23% em IGP-M e 13% em TJLP.

## Aplicações financeiras

### Evolução patrimonial - aplicações financeiras



\* Exclui CDB da carteira dos FIF.

O saldo total dos recursos aplicados em caderneta de poupança, fundos de investimentos financeiros (FIF), fundos de ações e depósitos a prazo (CDB) totalizou R\$546,5 bilhões em novembro, apresentando crescimento de 1,9% em relação a agosto. No período, destaca-se a perda de recursos dos FIF e a perda de valor dos fundos de ações provocada pela volatilidade no mercado.

Os FIF alcançaram patrimônio líquido de R\$320,2 bilhões em novembro, com crescimento de 2,6% no trimestre. Observou-se, nesse período, diminuição no crescimento do patrimônio dos FIF devido à migração de recursos para os CDB, aplicação direta em títulos cambiais do governo federal e aumento do pagamento de dívidas por parte das empresas. No ano, os FIF acumularam rentabilidade nominal de 16,2% e real, considerado o IPCA como deflator, de 8,6%, ante 9,9% no mesmo período do ano anterior.

Os fundos de ações encerraram novembro com patrimônio líquido de R\$24,5 bilhões, registrando perda de 2% em relação a agosto. Em setembro, influenciado pela queda do Ibovespa, o segmento apresentou rentabilidade negativa de 7%. A mudança do cenário econômico em outubro e novembro proporcionou recuperação dos fundos, registrando-se rentabilidades positivas de 2,6% e 4,9% respectivamente. Em consequência, os fundos de ações apresentaram rentabilidade de 0,1% no trimestre, acumulando ganho de 0,7% no ano.

O saldo da caderneta de poupança registrou crescimento de 1,9% de setembro a novembro, encerrando o trimestre com R\$116,4 bilhões. Esse desempenho resultou da captação líquida de R\$1,3 bilhão registrada em novembro, motivada, basicamente, pelo pagamento de parcela do 13º salário. A taxa de remuneração média, 0,7% a.m., constitui-se na maior restrição à competitividade da modalidade entre as demais opções de investimento.

Os CDB apresentaram forte captação, em especial os referenciados em DI e os pós-fixados, devido à flexibilidade para ajustes a novos patamares de taxas de juros. No trimestre, o saldo cresceu 3,2%, alcançando R\$106,9 bilhões ao final de novembro. A rentabilidade nominal dos CDB alcançou 16,1% no ano.

## 2.3 – Resultado fiscal do Governo Central

O Governo Central, incluindo Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central, registrou superávit primário de R\$2,2 bilhões em outubro, reflexo de superávit de R\$3,2 bilhões obtido pelo Tesouro Nacional e de déficits de R\$954 milhões e R\$51 milhões consignados pela Previdência Social e pelo Banco Central, respectivamente.

Com o resultado de outubro, o superávit do Governo Central acumulado no ano elevou-se para R\$25,9 bilhões, total R\$4,6 bilhões superior ao previsto pelo governo para 2001. Como proporção do PIB, o superávit totalizou 2,7%, representando elevação de 0,3 p.p. ante o apurado no mesmo período ano anterior. Essa evolução foi favorecida pelo aumento das receitas do Tesouro Nacional, que passaram de 16,5% do PIB, até outubro de 2000, para 17,6% neste ano. Entre os fatores que contribuíram para esse desempenho cabe destacar:

- a) a mudança na forma de tributação do setor de combustíveis e no pagamento por substituição pelo setor automotivo, impactando positivamente a arrecadação da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e do Plano de Integração Social/ Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/ Pasep);
- b) a depreciação da taxa de câmbio, que afetou as receitas do Imposto de Renda retido na Fonte (IRRF);
- c) o pagamento de *royalties* sobre petróleo e participação especial (Lei 9.478/1997);
- d) dividendos pagos à União, além de receitas e taxas parafiscais.

O superávit primário do Tesouro Nacional acumulado até outubro totalizou R\$35 bilhões, representando 3,6% do PIB e superando em R\$6,2 bilhões o relativo ao mesmo período de 2000. As receitas somaram R\$172,2 bilhões, aumento de 1,2 p.p. do PIB, enquanto as transferências a estados e municípios cresceram 0,2 p.p. do PIB, em decorrência, fundamentalmente, do aumento no imposto de renda. As despesas cresceram de 9,6% do PIB para 10,2% do PIB, no período.

No acumulado do ano, as despesas totalizaram R\$156,9 bilhões, superando em 15,6% as apuradas em 2000. Os itens “pessoal e encargos” e “custeio e capital” cresceram 15,2% e 17,8%, respectivamente, atingindo 5,2% e 5 % do PIB. A elevação dos gastos com pessoal deveu-se, em grande parte, ao realinhamento de salários para algumas carreiras estratégicas do setor público. O aumento de recursos destinados à área de saúde e o incremento nas despesas com subsídios à agricultura e às exportações foram responsáveis pela evolução das despesas de custeio e de capital.

Até outubro, o déficit da Previdência Social alcançou R\$8,6 bilhões, expandindo-se 28,5% em relação ao registrado no mesmo período de 2000. A arrecadação apresentou elevação de 12,1%, totalizando R\$48,8 bilhões, assinalando-se que parte desse ganho esteve vinculado ao esforço de recuperação de receitas e aos reajustes na tabela de contribuições. Quanto às despesas, os benefícios previdenciários somaram R\$57,4 bilhões, elevação de 14,3%, resultante, basicamente, do aumento de 11,4% do valor médio dos benefícios pagos.

## **Necessidade de financiamento do setor público**

A meta de superávit primário para o setor público consolidado estabelecida com o Fundo Monetário Internacional (FMI) para o corrente ano foi superada em R\$4 bilhões, em outubro. Esse resultado, além de ratificar o esforço fiscal empreendido pelo setor público ao longo de 2001, emprestou à política fiscal papel fundamental para que o país pudesse enfrentar as adversidades externas da economia mundial, contribuindo para a redução do risco e para a manutenção da estabilidade econômica.

## **Projetos pendentes de aprovação no Congresso Nacional**

### **Posição em 30.11.2001**

#### **1. Regulamentação da Reforma Administrativa**

1.1. instrumento legal: lei complementar (PLC 43, de 1.9.1999) – regulamenta a perda de cargo público por insuficiência de desempenho e define as carreiras típicas de estado;

- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Câmara dos Deputados e no Senado Federal. Todavia, por ter sofrido modificações nesta última casa do Legislativo, retornou à Câmara dos Deputados, onde foi aprovada na Comissão de Constituição e Justiça, em 22.11.2000. Aguarda parecer na Comissão de Trabalho.

1.2. instrumento legal: emenda constitucional (PEC 137–A/1999) – estabelece limite para remuneração nos três níveis de governo. O substitutivo apresentado pelo relator na Comissão Especial da Câmara determina que o salário pago aos servidores não seja superior ao subsídio do governador do respectivo estado ou Distrito Federal. Entretanto, isenta desses limites deputados estaduais, vereadores, magistrados e servidores do Ministério Público, aos quais aplica-se como limite a maior remuneração paga a Ministro do STF, incluídas as vantagens pessoais desses Ministros. Admite, na remuneração do servidor, independentemente do limite estabelecido no subteto, adicional por tempo de serviço até o limite de 35%;

- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados, em 3.11.1999 e na Comissão Especial, em 12.1.2000. Aguarda votação em plenário, para depois ser encaminhada à apreciação do Senado Federal.

#### **2. Regulamentação da Reforma Previdenciária**

2.1. instrumento legal: emenda constitucional (PEC 136/1999) – institui a contribuição previdenciária dos inativos do setor público e dos militares;

- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada admissibilidade na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados, em 10.11.1999. Encontra-se em fase de audiências públicas na Comissão Especial, para depois ir a plenário da Câmara e, em seguida, ser encaminhada à apreciação do Senado Federal.

2.2. instrumento legal: lei complementar (PLP 9/1999) – estabelece normas gerais para a instituição de regime de previdência complementar pela União, pelos estados, pelo Distrito Federal e pelos municípios. Os principais aspectos do substitutivo aprovado no plenário da Câmara, em 28.11.2000, são:

- a) estabelecimento de teto do RGPS aos servidores que ingressarem após a sanção da lei e optativo aos servidores já admitidos;
  - b) garantia de isonomia da alíquota de contribuição com o RGPS;
  - c) igualdade entre a contribuição da patrocinadora do fundo de previdência e a do participante;
  - d) instituição de planos de benefícios na modalidade de contribuição definida;
- estágio de votação no Congresso Nacional – encontra-se em processo de votação, em turno único, na Câmara dos Deputados.

### **3. Imposto sobre Grandes Fortunas**

- instrumento legal: lei complementar (PLP 202/1989) – determina cobrança de tributo especial para detentores de patrimônio acima de R\$1 milhão. A arrecadação desse tributo será destinada ao Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada no Senado Federal e na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados, aguarda votação no plenário da Câmara.

### **4. Orçamento Mandatório**

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 77/1999) – estabelece a obrigatoriedade na execução da lei orçamentária e impõe a realização de, pelo menos, 80% das dotações orçamentárias, até o nível de projeto, ressalvando as anulações previamente autorizadas mediante lei;
- estágio de votação no Congresso Nacional – em tramitação na Comissão de Constituição e Justiça do Senado Federal.

## **5. Exclusão do setor elétrico do processo de privatização**

- instrumento legal: lei ordinária (PLS 32, de 2001) – altera a Lei 9.491, de 9.9.1997, para excluir as empresas do setor de geração e transmissão de energia elétrica do processo de privatização. Em seu artigo 3º, a Lei determinava a exclusão do Programa Nacional de Desestatização do Banco do Brasil, da Caixa Econômica Federal e de empresas públicas ou sociedades de economia mista, que exerçam atividades de competência exclusiva da União, de que tratam os incisos XI e XXIII do artigo 21 e a alínea “c” do inciso I do artigo 159 da Constituição Federal, não se aplicando a vedação às participações acionárias detidas por essas entidades, desde que não incida restrição legal à sua alienação;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Comissão de Constituição e Justiça do Senado Federal e encaminhada à Comissão de Assuntos Econômicos, em 24.4.2001.

## **6. Reforma Tributária**

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 175–A/1995) – a última posição do substitutivo, elaborado com base nos resultados da comissão tripartite, destaca:
  - a) convergências: extinção do IPI, ICMS, e ISS; extinção do PIS/Pasep e Cofins; criação do Imposto sobre o Valor Agregado (IVA), ou adequação do ICMS; transferência da União para os estados, do ITR; e criação do Imposto sobre Vendas a Varejo (IVV), de competência municipal;
  - b) divergências: concepção do modelo do IVA; adoção de imposto seletivo; adoção do Imposto sobre Movimentação Financeira (IMF); e sistemática de apuração das contribuições sociais;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovado o parecer do relator na Comissão Especial da Câmara dos Deputados, em 16.12.1999. Aguarda encaminhamento para apreciação no plenário da Casa.

## **7. Diretrizes nacionais para o saneamento básico**

- instrumento legal: lei ordinária (PL 4147/2001) – institui diretrizes nacionais para o saneamento básico, a saber:

- a) estabelecimento dos princípios fundamentais que nortearão a prestação dos serviços de saneamento básico;
  - b) definição da titularidade dos serviços;
  - c) estabelecimento de metas de expansão e estrutura tarifária;
  - d) instituição de diretrizes pertinentes à regulação e à fiscalização dos serviços prestados;
- estágio de votação no Congresso Nacional – encontra-se em fase de audiência pública na Comissão Especial da Câmara dos Deputados.

## **8. Conselho de Gestão Fiscal/Lei de Responsabilidade Fiscal**

- instrumento legal: lei ordinária (PL 3.744/2000) – institui o Conselho de Gestão Fiscal, conforme disposto no artigo 67 da Lei Complementar 101, de 4.5.2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal) e dispõe sobre sua finalidade, composição e forma de funcionamento;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Comissão de Trabalho, Administração e Serviço Público da Câmara dos Deputados, em 18.4.2001. Aguarda votação em plenário.

## **9. Prorrogação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF)**

- instrumento legal : emenda constitucional (PEC 382/2001) – prorroga a vigência da contribuição, de 16.6.2002 até 31.12.2003;
- estágio de votação no Congresso Nacional - aprovada na Comissão Especial da Câmara dos Deputados em 11.12.2001. Antes de ser encaminhada ao Senado Federal, será submetida a dois turnos de votação na Câmara.

## **10. Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) e Imposto sobre Serviços (ISS)**

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 383/2001) – altera o Sistema Tributário Nacional visando, basicamente, a estabelecer uma legislação única para o ICMS, estruturada segundo lei complementar, e a coibir a guerra fiscal praticada ao amparo do ISS de competência dos municípios;

- estágio de votação no Congresso Nacional – em tramitação na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados.

## **11. Desoneração da incidência do PIS/Pasep e da Cofins**

- instrumento legal: lei ordinária (PL 4.941/2001) – incentiva a diversificação da matriz energética do país, fomentando a utilização de gás natural e de carvão mineral na geração de energia elétrica, mediante desoneração da incidência das contribuições para o PIS/Pasep e da Cofins na cadeia de comercialização daqueles insumos;
- Estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Câmara dos Deputados em 19.9.2001, encontra-se na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

## **12. Lei de falências e concordatas**

- instrumento legal: lei ordinária (PL 4.376–A/1993) – institui e regula a recuperação e a liquidação judicial das sociedades comerciais e civis de fins econômicos, das sociedades de economia mista, das sociedades cooperativas e das pessoas físicas que exerçam atividade econômica em nome próprio e de forma organizada, com objetivo de lucro.

A proposta amplia o objeto da legislação atual, ao estender sua aplicação, hoje restrita a comerciantes, a toda pessoa física ou jurídica com atividade econômica.

O enfoque da concordata é alterado, passando a mesma a ser tratada como recuperação da empresa em crise e não, como um estado que precede à falência, como tem ocorrido de fato.

Outra mudança refere-se a sujeitar à moratória não apenas os credores portadores de títulos sem garantias, mas também os credores detentores de hipotecas, notas de crédito, créditos fiscais e tributários, que hoje não estão sujeitos aos efeitos da concordata. As exceções serão as dívidas trabalhistas de até R\$30 mil para grandes empresas e R\$15 mil para micro e pequenas empresas.

No caso de liquidação judicial, duas mudanças básicas foram propostas: a primeira, é obrigar a venda do patrimônio da empresa imediatamente após a decretação da falência; a segunda, é o fim da concordata suspensiva, ou seja, uma moratória decretada em processos de falência, depois de definidos os credores. A exceção é feita no caso de arrendamento da empresa para trabalhadores que sejam seus credores.

Prevê ainda que as empresas em recuperação não paguem nenhum tipo de multa; na liquidação judicial, as multas só serão pagas após quitadas as dívidas com todos os credores.

- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Comissão Especial da Câmara dos Deputados, aguarda votação em plenário; posteriormente será encaminhada ao Senado Federal.

### **13. Regulamentação do Sistema Financeiro Nacional**

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 53/1999) – a proposta altera o inciso V do artigo 163 e o artigo 192 da Constituição Federal, bem como o artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias. A simplificação do texto do artigo 192, mediante a revogação dos incisos e parágrafos e a disposição de que a regulamentação poderá ser feita em leis complementares objetiva facilitar a tarefa da regulamentação, que poderá ser realizada de forma fracionada, no conteúdo e no tempo, podendo abordar separadamente a disciplina dos diversos mercados que compõem o Sistema Financeiro;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada no Senado Federal, foi encaminhada para apreciação na Câmara dos Deputados. Em 8.8.2001 foi aprovado o parecer do relator na Comissão Especial. Aguarda votação em plenário.

### **14. Código de Defesa do Contribuinte**

- instrumento legal: lei complementar (PLC 646/1999) – dispõe sobre os direitos e garantias do contribuinte, de modo a reduzir ou eliminar os atributos de fragilidade deste na sua relação tributária com o aparelho estatal;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aguarda votação no Senado Federal e depois, será encaminhada à Câmara dos Deputados.

O superávit primário do setor público até outubro de 2001 é explicado, principalmente, pela arrecadação dos governos, mesmo em um cenário de relativa estabilidade econômica. Assim, o resultado atingiu R\$44,2 bilhões, 4,6% do PIB, comparativamente ao superávit de R\$36,1 bilhões, 4,1% do PIB, registrado em igual período do ano anterior.

O bom desempenho primário das contas públicas é observado em todas as esferas do setor público. Governo federal, Banco Central do Brasil e Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) foram responsáveis por superávit de R\$27,1 bilhões, 61,2% do total, os governos estaduais, por R\$7 bilhões, 15,7%, os governos municipais, por R\$2,7 bilhões, 6,1%, e as empresas estatais, por R\$7,5 bilhões, 17% do superávit global.

A apropriação de juros nominais, nos dez primeiros meses de 2001, alcançou R\$71 bilhões, 7,3% do PIB, comparativamente a R\$67,3 bilhões, 7,5% do PIB, no ano anterior. A relativa estabilidade dos juros apropriados decorreu, principalmente, da evolução da taxa Selic, que acumulou 14,6% nos primeiros dez meses de 2000 e 14% no período correspondente em 2001.

Relativamente às necessidades de financiamento do setor público (NFSP), no conceito nominal, registrou-se redução em virtude dos melhores resultados primários, que absorveram parte da apropriação de juros. Assim, até outubro de 2001, o resultado nominal alcançou R\$26,7 bilhões, 2,7% do PIB, valor R\$4,5 bilhões inferior ao apurado em igual período de 2000.

Incorporando-se a desvalorização cambial sobre o estoque da dívida mobiliária indexada ao câmbio, as necessidades de financiamento somam R\$74,5 bilhões, 7,6% do PIB, nos dez primeiros meses de 2001. No mesmo período de 2000, o resultado nominal atingiu R\$38 bilhões, 4,2% do PIB. Essa diferença reflete a depreciação de 38,5% do real em 2001, ante 6,7% até outubro de 2000.

## **Dívida líquida do setor público e dívida bruta de governos**

A dívida líquida do setor público (DLSP) alcançou, em outubro, R\$675 bilhões, equivalente a 54,4% do PIB, ante R\$563,2 bilhões, 49,4% do PIB, em dezembro de 2000. O crescimento de 5 p.p. reflete a depreciação do real e o aumento da taxa Selic, a partir de

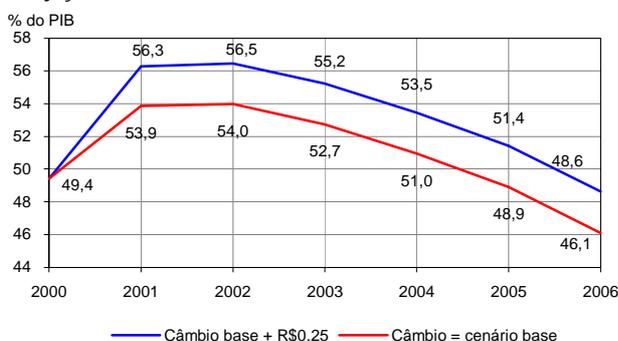
março, como resposta ao agravamento do cenário econômico internacional.

A depreciação do real constituiu-se no principal motivo da elevação da razão dívida/PIB. Os ajustes metodológicos da dívida interna indexada ao câmbio e da dívida externa somaram R\$87,7 bilhões, o que significa impacto de 7,4% do PIB na DLSP. Assim, retirando-se esse impacto, a dívida atingiria 47% do PIB, ou seja, apresentaria redução de 2,4 p.p.

Relativamente à elevação da taxa Selic, o impacto direto totalizou 0,4 p.p. do PIB, evidenciando a exposição imediata mais acentuada da dívida à taxa de câmbio. Entretanto, ressalte-se que a elevação das taxas de juros tem impacto sobre o crescimento da economia, com desdobramentos quanto à deterioração da razão dívida/PIB.

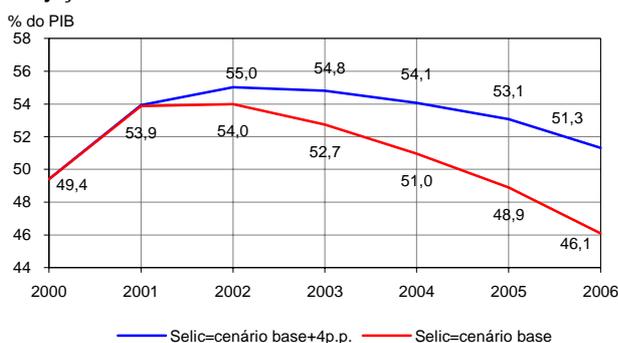
O impacto da taxa de câmbio sobre a DLSP pode ser observado a partir dos resultados de projeções em dois cenários distintos. O cenário base considera a taxa de câmbio nominal fixa e o cenário alternativo, a taxa inicial acrescida de R\$0,25/US\$.

#### Projeção da DLSP



No cenário base, a trajetória da dívida/PIB mostra elevação em 2001, associada à depreciação cambial; estabilidade em 2002; e tendência de queda nos demais anos, alcançando 46,1% em 2006. Com o acréscimo de R\$0,25/US\$ no câmbio, a razão dívida/PIB apresentaria comportamento similar, mas em patamar significativamente maior, alcançando 48,6% em 2006. Esse cenário evidencia o impacto da depreciação cambial sobre a dívida, mostrando que não ocorre mudança na trajetória da dívida, mas alteração do seu patamar.

#### Projeção da DLSP



No caso de aumento da taxa Selic, o efeito sobre a razão dívida/PIB é distinto, conforme pode ser depreendido da análise do gráfico que registra o comportamento da razão dívida/PIB entre 2001 e 2006. Nesse caso, a elevação da Selic em 4 p.p. implica redução considerável da

velocidade de queda da relação dívida/PIB no período 2003 a 2006, distanciando-a da projeção do cenário base.

A dívida bruta do governo geral, que inclui o Governo Federal e os governos estaduais e municipais, atingiu R\$900,9 bilhões, 72,6% do PIB, com aumento de 7,2 pontos de percentagem do PIB em relação à posição de dezembro de 2000. Esse aumento, que superou a elevação da DLSP, também está relacionado, principalmente, à desvalorização cambial. Entretanto, a partir de setembro, reflete as trocas de títulos do Banco Central em mercado por títulos do Tesouro Nacional, neutras em relação à DLSP, mas com impacto na dívida bruta do governo geral.

## **Dívida mobiliária federal**

No período de julho a outubro de 2001, a dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, elevou-se de R\$597,3 bilhões para R\$637,1 bilhões. Foram determinantes para este resultado a incorporação de juros e as vendas líquidas de R\$19,6 bilhões em títulos cambiais.

A depreciação cambial de 11,3% do real frente ao dólar, naquele período, determinou elevação da dívida mobiliária cambial de R\$165,8 bilhões para R\$209,3 bilhões, o que refletiu no aumento da participação desses papéis no total da dívida mobiliária federal, de 27,8% para 32,9%. No mesmo período, constataram-se resgates de títulos não indexados ao câmbio no total de R\$18,5 bilhões, com a participação da dívida prefixada passando de 10,2% para 8,3%, e a indexada à taxa Selic reduzindo-se de 51,5% para 48,8%.

## **2.4 – Conclusão**

A evolução do estoque de crédito contratado junto ao sistema financeiro, no período de setembro a novembro, esteve associada às incertezas que prevaleceram no cenário econômico, determinando maior cautela por parte dos tomadores de crédito, tanto empresas como famílias, no

que se refere ao comprometimento futuro da renda, evitando compromissos de médio e longo prazo. Quanto às instituições financeiras, assinale-se sua postura mais seletiva na concessão de créditos, paralelamente à elevação dos *spreads* bancários.

A trajetória das taxas de juros concorreu de forma restrita para o aumento da relação dívida/PIB em 2001, que tem como fator preponderante a depreciação cambial. Assim, a apreciação cambial no final do ano permitirá a redução do indicador dívida/PIB. Além disso, a continuidade do ajuste fiscal possibilitará a aceleração da trajetória de queda da razão dívida/PIB, contribuindo para o crescimento econômico com estabilidade.