

## 3.1 Crédito

O volume de crédito do sistema financeiro, consideradas as operações com recursos livres e direcionados, alcançou R\$841,5 bilhões em agosto, com aumentos de 6,7% em relação a maio e de 24,8% em doze meses, passando a representar 33,1% do PIB, ante 32% em maio último e 29,4% em agosto de 2006.

**Tabela 3.1 – Evolução do crédito**

Discriminação	2007				R\$ bilhões	
	Mai	Jun	Jul	Ago	Variação %	
					3 meses	12 meses
Total	788,9	799,8	818,0	841,5	6,7	24,8
Recursos livres	548,7	557,3	572,8	590,7	7,6	28,6
Direcionados	240,2	242,5	245,2	250,8	4,4	16,6

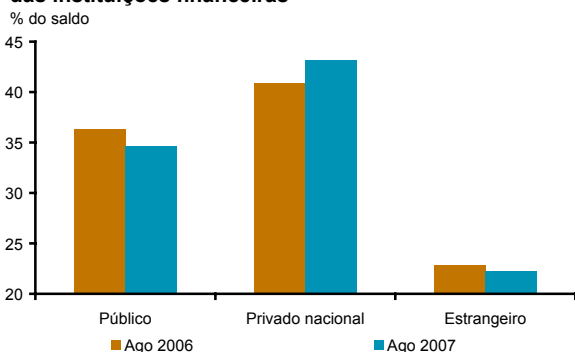
  

Participação %:						
Total/PIB	32,0	32,2	32,5	33,1		
Rec. livres/PIB	22,2	22,4	22,8	23,2		
Rec. direc./PIB	9,7	9,8	9,7	9,9		

A evolução do crédito no trimestre encerrado em agosto seguiu a trajetória expansionista observada no ano, traduzindo tanto as condições mais favoráveis na sua oferta, expressas em alongamento de prazos e redução das taxas de juros, como o desempenho positivo do mercado de trabalho. A maior procura por recursos bancários, especialmente por parte das famílias, segue constituindo-se em importante suporte ao dinamismo da atividade econômica.

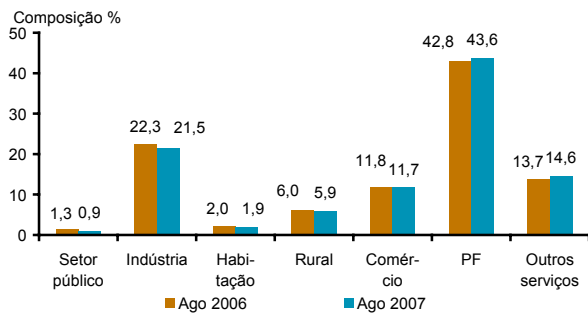
O desempenho do mercado de crédito permanece sustentado pelas operações referenciadas em recursos livres, especialmente aquelas voltadas ao financiamento dos gastos de consumo, com relevância para as modalidades com taxas mais reduzidas e prazos mais dilatados, a exemplo dos créditos consignados em folha de pagamento e dos financiamentos para aquisição de veículos. Ao mesmo tempo, a demanda das empresas manteve crescimento compatível com a retomada do nível de atividade, sobressaindo as operações contratadas cuja fonte são recursos domésticos. Assinale-se que, paralelamente à expansão do crédito bancário a pessoas jurídicas, o mercado de capitais vem se revelando importante fonte alternativa de financiamentos de longo prazo, em particular para as empresas de maior porte.

**Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras**

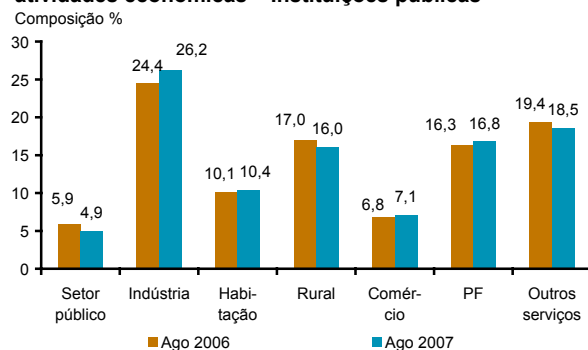


Em relação à distribuição do crédito segundo o controle de capital das instituições financeiras, os empréstimos concedidos pelos bancos privados nacionais

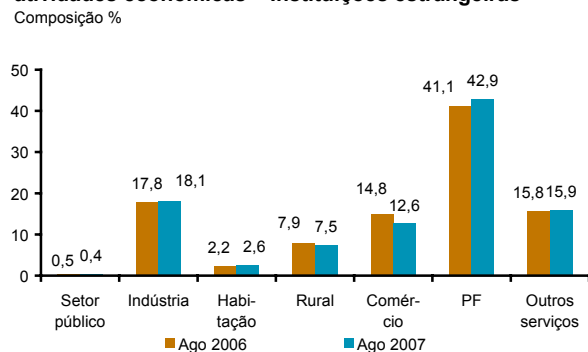
**Gráfico 3.2 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições privadas nacionais**



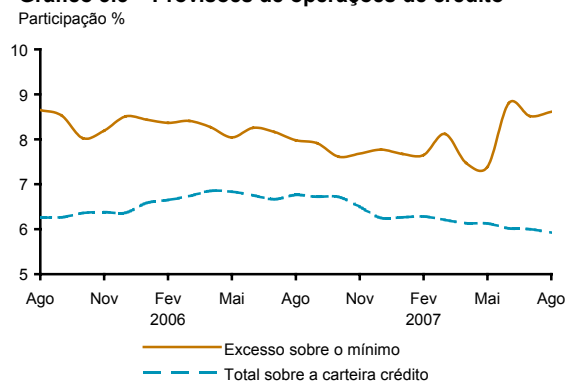
**Gráfico 3.3 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições públicas**



**Gráfico 3.4 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições estrangeiras**



**Gráfico 3.5 – Provisões de operações de crédito**



representaram 43,2% do total do crédito, totalizando R\$363,2 bilhões em agosto. O aumento de 9,4% registrado em relação a maio esteve relacionado, fundamentalmente, ao dinamismo das operações destinadas a pessoas físicas, outros serviços e indústria. Os financiamentos realizados pelas instituições financeiras estrangeiras e pelos bancos públicos atingiram R\$186,9 bilhões e R\$291,4 bilhões, respectivamente, com participações relativas de 22,2% e 34,6%. Esses financiamentos cresceram, na ordem, 6,8% e 3,3% em relação a maio, impulsionados, igualmente, pelo desempenho das operações com pessoas físicas.

As operações de crédito realizadas com o setor privado alcançaram R\$823 bilhões em agosto, registrando elevação de 6,8% no trimestre. Os recursos emprestados a pessoas físicas, excluídas as operações realizadas no âmbito dos segmentos rural e de habitação, totalizaram R\$287,6 bilhões, crescendo 8% no período, e o saldo das operações com a indústria aumentou 7,8%, para R\$188,3 bilhões, ressaltando-se os setores de extração mineral, agroindústria e energia. Os empréstimos ao segmento outros serviços cresceram 7,1% no período, somando R\$136,6 bilhões, com ênfase para as atividades de administração de cartão de crédito, telefonia e locação de veículos, e os destinados ao comércio elevaram-se 7,1%, para R\$86,6 bilhões, com destaque para os segmentos lojas de departamento e setores automotivo e alimentício.

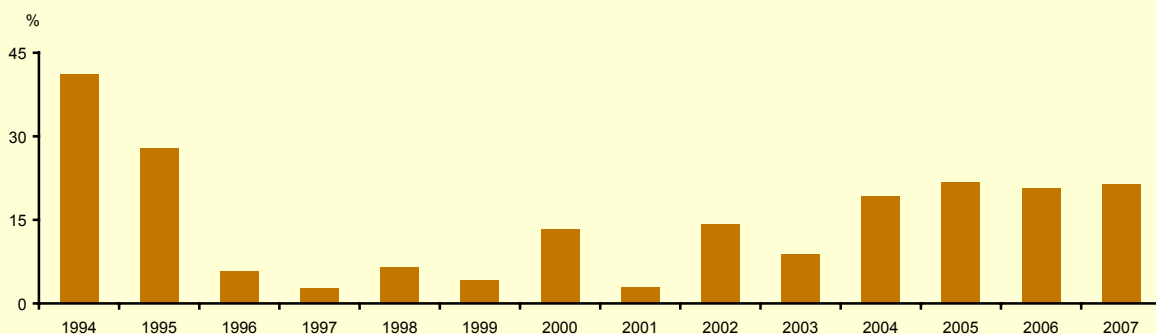
Os financiamentos contratados pelo setor público totalizaram R\$18,5 bilhões em agosto, recuando 1% em relação a maio. A dívida dos governos estaduais e municipais atingiu R\$14,7 bilhões, com aumento de 0,4% no trimestre, reflexo tanto da liquidação de contratos vinculados ao Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica (Fundeb) quanto da amortização de operações realizadas com as empresas de geração e distribuição de eletricidade. Os empréstimos para o governo federal recuaram 5,9%, para R\$3,8 bilhões, evidenciando o pagamento de dívidas do setor de energia.

A taxa de inadimplência do sistema financeiro, consideradas as operações de crédito com recursos livres e direcionados vencidas há mais de noventa dias alcançou 3,4% em agosto, registrando queda de 0,3 p.p. em relação a maio. Da mesma forma, a relação do volume de provisões realizadas pelo sistema financeiro ante a carteira total de crédito apresentou diminuição de 0,2 p.p. no trimestre, atingindo 5,9% em julho. Essas taxas, limitadas para o padrão histórico, não devem constituir impedimento para a continuidade da expansão robusta do crédito.

## Fases de Crescimento do Crédito

A redução das incertezas dos agentes econômicos, decorrente da estabilidade alcançada desde o Plano Real, propiciou a expansão do mercado de crédito no país. Favorecido pela aceleração do nível de atividade econômica, relativamente à demanda, e pela busca de alternativas rentáveis às operações de tesouraria do sistema financeiro, relativamente à oferta, esse processo materializou-se em três fases razoavelmente distintas de expansão do crédito: i) de 1994 a 1995; ii) de 2000 a 2002; e iii) de 2004 até o presente.

**Gráfico 1 – Operações de crédito do sistema financeiro**  
Variação em 12 meses

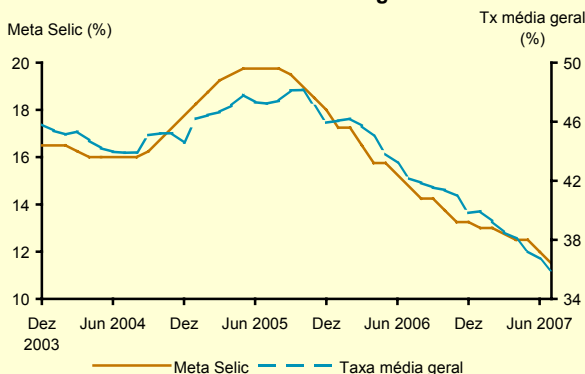


No primeiro período, a redução drástica da inflação gerou expressiva transferência de renda para os segmentos menos favorecidos da sociedade, o que resultou em elevação dos gastos com consumo e, conseqüentemente, em maior procura pelo crédito bancário. De fato, o volume total das operações de crédito atingiu R\$238,9 bilhões em dezembro de 1995, com crescimento médio de 34,5% em dois anos. Nesse período, a relação entre o crédito total e o PIB subiu de 29% para 32,1%.

A expansão econômica veio a resultar em pressões de demanda, evidenciadas, por exemplo, na elevação do grau de utilização da capacidade instalada da indústria, que subiu de 71%, em dezembro de 1992, para 81,4% em março de 1995. Medidas de política monetária foram implementadas já a partir de outubro de 1994, visando restringir a expansão do crédito pelo sistema bancário, por meio da elevação das alíquotas de recolhimento compulsório e do estabelecimento de novas obrigações sobre depósitos a prazo e operações de empréstimos, bem como pela redução do número de prestações para o crédito ao consumidor. As taxas de crescimento do crédito foram, por consequência, relativamente modestas entre 1996 e 1998.

O segundo período expansionista foi precedido de alterações significativas na política econômica em 1999, com flexibilização cambial, introdução do sistema de metas para a inflação e implementação do processo de ajuste fiscal. A condução da política monetária ganhou relevância no novo arcabouço macroeconômico, o mesmo ocorrendo com o mercado de crédito, em função de seu papel como mecanismo de transmissão dessa política. Nesse contexto, a evolução das operações de crédito no ano de 2000 refletiu a flexibilização da política monetária iniciada em 1999, após os resultados positivos obtidos com a flutuação do câmbio e com o controle da inflação. Dessa forma, as reduções da taxa Selic, das alíquotas de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e a prazo, e, complementarmente, do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) nos empréstimos a pessoas físicas, propiciaram queda significativa do custo das operações de crédito. Tais condições, associadas ao desempenho positivo dos principais fundamentos econômicos, impulsionaram a demanda por empréstimos, cujo volume cresceu 13,3% em 2000, atingindo R\$327 bilhões ao final do ano.

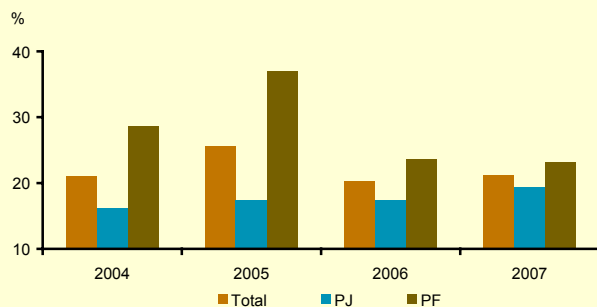
**Gráfico 2 – Meta Selic X taxa média geral**



Em 2001 a política monetária sofreu realinhamento, em consequência dos impactos decorrentes do racionamento de energia e da evolução desfavorável da conjuntura econômica internacional, face à crise Argentina e à retração da economia norte-americana. Superado o acirramento do nível de incerteza observado entre 2002 e 2003, a economia brasileira ingressou em novo ciclo de crescimento econômico, mais uma vez associado a desenvolvimentos positivos no mercado de crédito.

**Gráfico 3 – Operações de crédito com recursos livres**

Variação em doze meses



A presente fase de expansão do crédito, iniciada em 2004, mostra-se mais consistente que as anteriores, tendo em vista a consolidação da estabilidade de preços e a reforçada solidez dos fundamentos macroeconômicos, consubstanciada em expressiva elevação dos graus de sustentabilidade das finanças públicas e do balanço de pagamentos. Tal evolução tem possibilitado gradual e consistente flexibilização da política monetária, que favorece sobremaneira o desenvolvimento do mercado de crédito. Este, por sua vez, dá suporte ao processo de dinamização da atividade econômica, impulsionando, em particular, a produção e as vendas de bens de consumo duráveis e veículos, segmentos diretamente favorecidos pela maior oferta de crédito. Neste cenário, o volume total de crédito alcançou R\$818 bilhões em julho de 2007, acumulando expansão de 95,6% desde dezembro de 2003. Em igual período, a relação entre esse saldo e o PIB evoluiu de 24% para 32,5%.

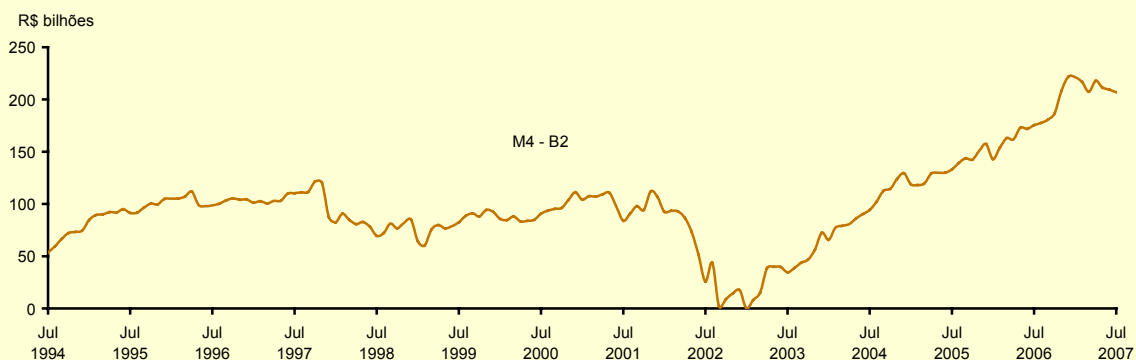
Assim como em outras fases recentes de expansão do crédito, é mais intensa a alta observada nos empréstimos a pessoas físicas, que cresceram 179,9% entre dezembro de 2003 e julho de 2007, passando a responder por 49% do total, ante aumento de 87,8% nas operações a pessoas jurídicas. A participação das operações com recursos livres, que refletem mais diretamente o nível de atividade no mercado de crédito, subiu de 61% para 70% do total.

A intensificação das operações de crédito se mostra abrangente, alcançando a maior parte das modalidades e dos segmentos da economia. Porém, observa-se que o desempenho recente está diretamente relacionado à evolução robusta de algumas modalidades, tais como o arrendamento mercantil, cuja carteira evoluiu de R\$1,7 bilhão em dezembro de 2003 para R\$20,3 bilhões em julho de 2007, o crédito para aquisição de veículos, que subiu de R\$30 bilhões para R\$72,2 bilhões em igual período, e, em particular, o crédito consignado, cujo saldo, antes inexpressivo, alcançou R\$58,7 bilhões em julho de 2007. Essas operações ampliaram o acesso da população a recursos bancários com custos mais reduzidos e prazos mais dilatados, contribuindo decisivamente para a redução dos níveis de *spread* bancário e para a melhora do perfil de endividamento das famílias. Ao mesmo tempo,

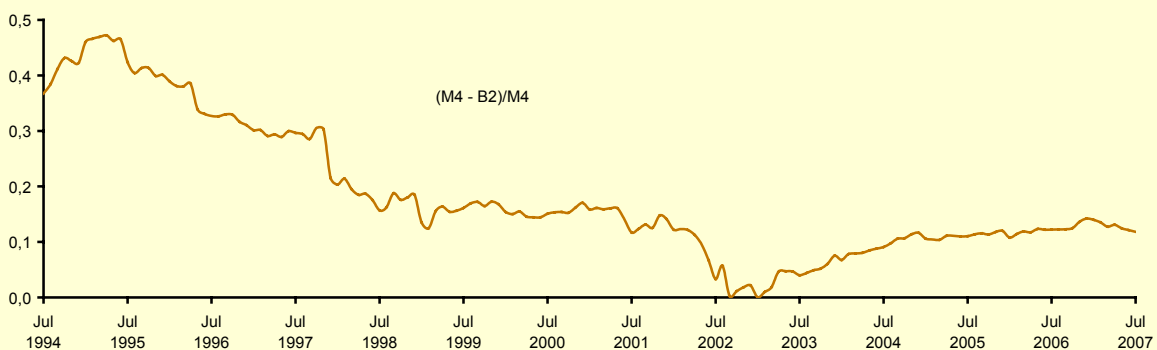
as taxas de inadimplência permanecem contidas e estáveis, sem oferecer obstáculos à continuidade do cenário favorável à expansão do crédito.

Adicionalmente, a robustez e a sustentabilidade da atual evolução do crédito podem ser evidenciadas utilizando-se as definições de agregados monetários amplos como medidas da disponibilidade de recursos para operações de crédito. O agregado monetário amplo M4 é definido como o total de títulos e de moeda emitidos pelo sistema financeiro, incluindo-se o Banco Central, e pelos Tesouros Nacional, Estaduais e Municipais. O sistema financeiro capta recursos mediante a emissão de títulos e moeda e empresta esses recursos ao setor não financeiro. Esse passivo do sistema financeiro com o setor não-financeiro é o M4. Por sua vez, a base monetária ampliada (B2) constitui o passivo monetário do Banco Central e dos Tesouros das três esferas governamentais<sup>1</sup>. Corresponde à porção do M4 passível de controle direto pelos entes governamentais.

**Gráfico 4 – Oferta potencial de crédito**



**Gráfico 5 – Oferta potencial de crédito em relação ao M4**



1/ A evolução da base monetária restrita apresenta elevada volatilidade ante a redução significativa das taxas de inflação. Buscou-se, então, a referência em B2, tendo em vista que este agregado expõe de forma mais transparente as migrações entre moeda e quase-moeda.

Subtraindo-se do M4 as contas pertencentes ao conceito de base monetária ampliada (B2), obtém-se uma identidade contábil que reflete a magnitude da intermediação financeira das sociedades de depósito ao setor privado não-financeiro. Ou seja, as captações realizadas pelas sociedades de depósito, livres de compulsórios, menos os títulos públicos pertencentes à carteira das instituições financeiras.

Em suma, a diferença entre M4 e B2 explicita o montante que as sociedades de depósito possuem disponível para emprestar às pessoas físicas e jurídicas, após apartados os recursos depositados no Banco Central ou aplicados em títulos públicos. Portanto, é o que resta para empréstimos após a atuação governamental, por meio de políticas fiscais, monetárias e cambiais.

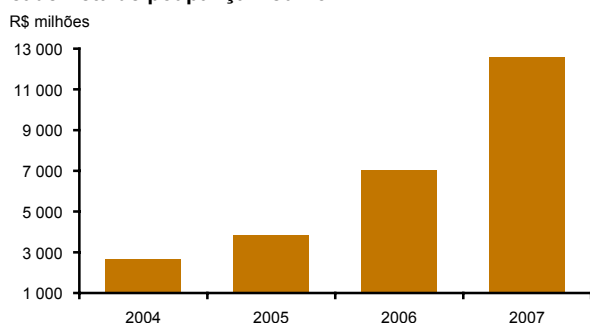
Observa-se nos Gráficos 4 e 5 crescimento substancial da oferta potencial de crédito do sistema financeiro ( $M4 - B2$ ) a partir de meados de 2003, acompanhado pela estabilidade da relação entre a oferta potencial e o agregado monetário amplo  $[(M4 - B2)/M4]$ . Esses vetores corroboram a continuidade do processo de expansão das operações de crédito, com sua oferta potencial mostrando-se suficientemente estável para atender à demanda agregada.

## Operações de crédito com recursos direcionados

**Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados**

Discriminação	R\$ bilhões					
	2007				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	240,2	242,5	245,2	250,8	4,4	16,6
BNDES	138,4	139,4	142,4	146,4	5,8	13,7
Direto	68,0	67,0	67,4	70,5	3,6	5,7
Repasses	70,4	72,4	75,0	76,0	8,0	22,4
Rural	57,1	57,6	56,7	57,4	0,6	20,6
Bancos e agências	54,3	54,8	54,1	54,6	0,6	19,4
Cooperativas	2,7	2,8	2,6	2,8	0,6	50,6
Habitação	38,0	38,7	39,3	40,1	5,4	22,6
Outros	6,7	6,8	6,8	6,9	2,6	13,8

**Gráfico 3.6 – Crédito habitacional com recursos da caderneta de poupança – Julho<sup>1/</sup>**



1/ Desembolsos acumulados em 12 meses

**Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES**

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-ago		Variação %
	2006	2007	
Total	27 339	36 971	35,2
Indústria	14 222	17 627	23,9
Outros equipamentos de transportes <sup>1/</sup>	3 878	1 301	-66,5
Veículo automotor	1 977	1 793	-9,3
Metalurgia básica	595	3 200	437,8
Prod. alimentício e bebidas	2 362	3 629	53,6
Produtos químicos	415	986	137,6
Refino petróleo, coque e álcool	190	960	405,3
Comércio/Serviços	10 978	16 128	46,9
Transporte terrestre	4 627	6 411	38,6
Eletricidade, gás, água quente	2 527	3 505	38,7
Construção	870	1 277	46,8
Comércio e reparação de veículos	731	1 348	84,4
Agropecuária	2 139	3 215	50,3

Fonte: BNDES

1/ Inclui indústria aeronáutica.

O estoque de crédito contratado com recursos direcionados totalizou R\$250,8 bilhões em agosto, com crescimentos de 4,4% no trimestre e de 16,6% em doze meses. A evolução trimestral refletiu, em especial, as expansões registradas no setor habitacional, 5,4%, e nas operações realizadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), 5,8%, que, totalizando R\$146,4 bilhões, representaram 58,4% do total das operações de crédito no segmento de recursos direcionados, destacando-se o aumento de 8% nos créditos repassados por intermédio de instituições financeiras.

A carteira de crédito habitacional atingiu R\$40,1 bilhões em agosto, expandindo-se 5,4% no trimestre e 22,6% em doze meses, evidenciando a contribuição das medidas governamentais destinadas à dinamização desse segmento nos anos recentes. Nesse sentido, os desembolsos acumulados nos doze meses encerrados em julho desse ano, lastreados por recursos da caderneta de poupança, totalizaram R\$12,5 bilhões, superando em 79,1% o volume concedido em igual período de 2006, e o número total de moradias financiadas aumentou cerca de 63,9% no período.

Os financiamentos destinados ao setor rural somaram R\$57,4 bilhões. O aumento de 0,6%, em relação a maio, refletiu a retração sazonal das linhas de crédito destinadas ao custeio agrícola, conjugada ao aumento das aplicações voltadas ao investimento e à comercialização agrícolas.

Os desembolsos do BNDES totalizaram R\$37 bilhões no período janeiro a agosto, com expansão de 35,2% em relação ao mesmo período de 2006, registrando-se acréscimos em todos os setores da atividade econômica. Os financiamentos contratados com a indústria somaram R\$17,6 bilhões, com elevação de 23,9% no período, salientando-se o aumento das operações com os setores de metalurgia básica e de alimentos e bebidas. As concessões ao segmento comércio e serviços cresceram 46,9%, para R\$16,1 bilhões, com destaque para os ramos de transporte terrestre, energia e comércio e reparação de veículos. Os desembolsos destinados à agropecuária atingiram R\$3,2 bilhões, e os direcionados às micro, pequenas e médias empresas, R\$9,9 bilhões, registrando aumentos respectivos de 50,3% e 44% no período.



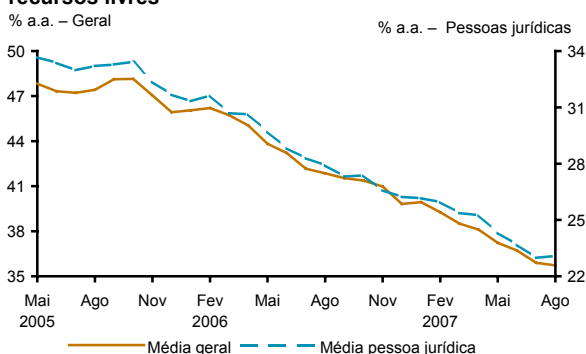
As consultas formuladas ao BNDES, que representam desembolsos potenciais para investimentos de médio e longo prazos das empresas, totalizaram R\$75,6 bilhões nos primeiros oito meses do ano, 23,1% a mais que em igual período de 2006. Esse desempenho foi determinado, especialmente, pelo aumento de 77,2% nas consultas do segmento de comércio, incluindo serviços, cujo volume alcançou R\$43 bilhões, impulsionado pela demanda dos ramos de construção e energia. As solicitações da indústria recuaram 14,7%, atingindo R\$29,2 bilhões, com ênfase para a retração nos pedidos dos segmentos de metalurgia básica e outros equipamentos de transporte. As consultas relacionadas à atividade agropecuária somaram R\$3,4 bilhões, crescendo 15,2% no período.

**Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres**

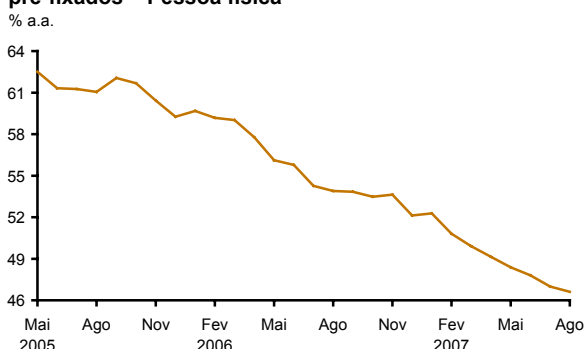
Discriminação	R\$ bilhões					
	2007				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	548,7	557,3	572,8	590,7	7,6	28,6
Pessoa jurídica	279,9	284,9	290,1	300,3	7,3	27,2
Recursos domésticos	221,9	227,5	229,8	234,4	5,7	26,8
Referencial <sup>1/</sup>	173,0	177,7	180,0	181,9	5,2	22,4
Leasing	23,3	24,9	26,7	28,9	23,6	70,5
Rural	2,0	2,0	1,9	1,8	-6,7	-11,3
Outros	23,6	22,9	21,2	21,8	-7,5	26,4
Recursos externos	58,1	57,4	60,3	65,9	13,5	28,7
Pessoa física	268,8	272,5	282,7	290,3	8,0	30,1
Referencial <sup>1/</sup>	215,4	217,4	221,9	226,7	5,2	23,1
Cooperativas	10,8	11,0	11,2	11,5	6,6	24,5
Leasing	18,5	19,3	20,3	21,8	17,5	79,8
Outros	24,1	24,8	29,2	30,4	26,3	72,2

1/ Crédito referencial para taxas de juros, definido pela Circular 2.957, de 30.12.1999.

**Gráfico 3.7 – Taxas das operações de crédito com recursos livres**



**Gráfico 3.8 – Taxas das operações de crédito a juros pré-fixados – Pessoa física**



## Operações de crédito com recursos livres

As operações de crédito com recursos livres alcançaram R\$590,7 bilhões em agosto, registrando expansões de 7,6% no trimestre e de 28,6% em doze meses. A participação desses empréstimos no estoque total de crédito do sistema financeiro evoluiu de 69,6%, em maio, para 70,2%, em agosto.

O comportamento do crédito livre vem sendo determinado, principalmente, pela expansão das operações com pessoas físicas, que cresceram 8% no trimestre e 30,1% em doze meses, atingindo R\$290,3 bilhões. A parcela de crédito referencial para taxa de juros representou 78,1% do total de recursos livres a pessoas físicas, com ênfase para as operações consignadas em folha de pagamento, que aumentaram 6,7% no trimestre e 37,7% em doze meses. Adicionalmente, assinala-se a evolução trimestral de 6,2% nos financiamentos para aquisição de veículos, em linha com os resultados expressivos de produção e vendas do setor automobilístico.

O desempenho da carteira com recursos livres a pessoas físicas vem refletindo, além do crescimento do crédito referencial, evolução relevante da modalidade de arrendamento mercantil. Nesse sentido, o saldo das operações de *leasing* alcançou R\$21,8 bilhões em agosto, com crescimentos de 17,5% no trimestre e de 79,8% em doze meses. (Ver boxe *Operações de Leasing do Sistema Financeiro Nacional*).

Assinala-se, ainda, o desempenho do componente “outros” do segmento pessoas físicas. Esse item, que

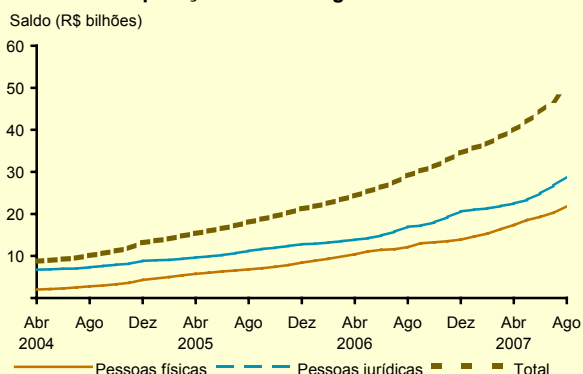
## Operações de *Leasing* do Sistema Financeiro Nacional

As operações de arrendamento mercantil vêm registrando taxas aceleradas de crescimento desde 2004 e, ao constituírem-se em uma das modalidades mais dinâmicas das operações de crédito, vêm conferindo contribuição crescente tanto para a viabilização de investimentos do setor produtivo como para o atendimento da demanda de crédito por parte das famílias, especialmente para a aquisição de veículos.

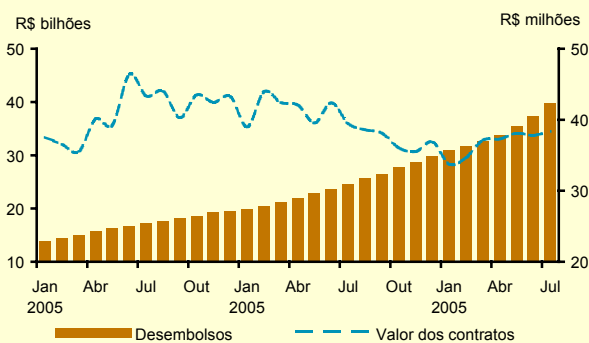
O saldo total dos contratos de *leasing* alcançou R\$50,6 bilhões em agosto de 2007, acumulando crescimento de 475,5% desde janeiro de 2004. A participação relativa do arrendamento mercantil no total do crédito com recursos livres alcançou 8,6%, ante 4,1% em dezembro de 2004. Nos últimos doze meses, o saldo dessas operações cresceu 74,4%, enquanto o de modalidades similares, como financiamentos para aquisição de veículos por pessoas físicas e empréstimos para aquisição de bens por pessoas jurídicas, elevaram-se 23,2% e 18,7%, respectivamente.

A participação crescente das operações de *leasing* entre as opções de financiamento de bens e veículos é evidenciada pelos dados relativos a novos contratos. As concessões de arrendamento mercantil somaram R\$39,7 bilhões no período de doze meses, até julho de 2007, dos quais R\$24,2 bilhões para pessoas físicas e R\$15,5 bilhões para pessoas jurídicas, segundo dados da Associação Brasileira das Empresas de *Leasing* (Abel). No mesmo período, os desembolsos por meio do crédito bancário tradicional a pessoas jurídicas, para aquisição de bens, e a pessoas físicas, para aquisição de veículos, atingiram R\$52,9 bilhões e R\$60,3 bilhões, respectivamente. Adicionalmente, constata-se que a participação dos

**Gráfico 1 – Operações de *leasing***



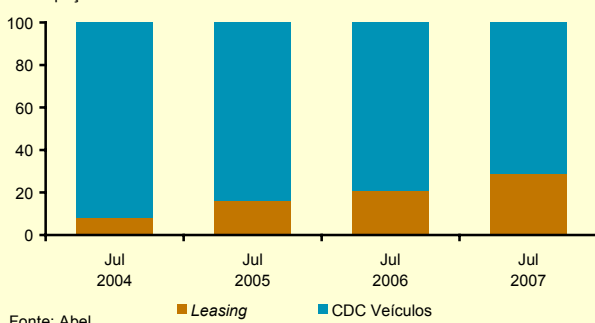
**Gráfico 2 – Operações de *leasing***



Fonte: Abel

**Gráfico 3 – Pessoas físicas: desembolsos em 12 meses**

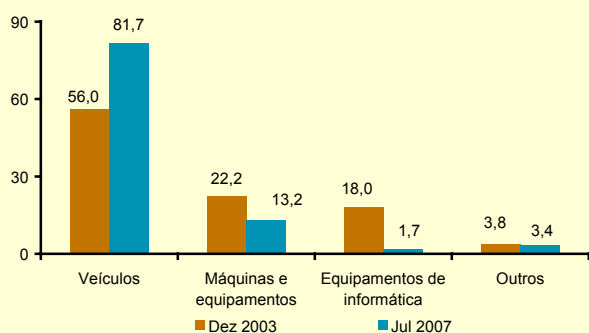
Participação %



Fonte: Abel

**Gráfico 4 – Leasing – Modalidades de bens**

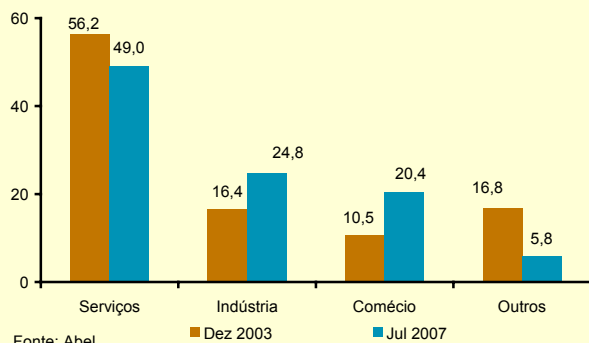
Composição %



Fonte: Abel

**Gráfico 5 – Leasing – Pessoas jurídicas**

Composição %



Fonte: Abel

contratos relativos a veículos automotores no total das operações aumentou de 56%, em dezembro de 2003, para 81,7%, em julho de 2007. Em sentido oposto, a parcela relativa a máquinas, equipamentos e informática decresceu de 40,2% para 14,9%, na mesma base de comparação.

Vale assinalar que a redução das taxas de juros e o aumento dos prazos praticados, tanto no crédito bancário quanto no arrendamento mercantil, têm favorecido a expansão das operações em ambos os segmentos. As taxas para aquisição de veículos por pessoas físicas, que observam patamares semelhantes às do *leasing* com a mesma destinação, recuaram de 37,4% a.a., em maio de 2005, para 28,7% a.a., em agosto de 2007, enquanto o prazo médio dos contratos passou de 471 dias para 572 dias.

Por categoria de tomador, o saldo das operações de *leasing* com pessoas físicas cresceu 79,9% em doze meses, refletindo, basicamente, contratos no segmento de veículos automotores. No mesmo período, o estoque de financiamentos contratados com pessoas jurídicas aumentou 70,5%, com ênfase nos contratos relativos a empresas que detêm frotas de veículos. A distribuição do saldo das operações de *leasing* com pessoas jurídicas, ao final de julho, registrava participação de 49% do segmento empresas prestadoras de serviços, 24,8% da indústria e 20,4% do comércio.

As Sociedades de Arrendamento Mercantil, que respondem por 71,9% do total do crédito nesse segmento, apresentavam, em agosto, 94,8% de seus créditos classificadas em curso normal e 1,6% com atrasos superiores a noventa dias. No mesmo período, a inadimplência no Sistema Financeiro Nacional situava-se em 3,4% e as operações classificadas em curso normal atingiam 91,4%.

A intensificação das operações de arrendamento mercantil é refletida no desempenho recente das emissões de debêntures, principal instrumento de funding utilizado pelo segmento. As emissões desses títulos registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) somaram R\$140 bilhões nos últimos três anos, dos quais 68% corresponderam a colocações realizadas por

empresas de arrendamento mercantil, absorvidas, principalmente, por investidores institucionais e fundos de investimento. O aporte de recursos próprios também se mostrou significativo, como indica a evolução do patrimônio líquido das empresas de arrendamento, que cresceu 292,4%, atingindo R\$41,4 bilhões em agosto de 2007.

Observe-se, adicionalmente, que o desempenho robusto do mercado de *leasing* beneficiou-se de decisão do Superior Tribunal de Justiça (STJ) em 2003, que reconheceu a legalidade do parcelamento do Valor Residual Garantido (VRG)<sup>1</sup> nos contratos de arrendamento mercantil. Até então, a controvérsia no âmbito judicial vinha restringindo a expansão dos negócios, que apresentavam seguidas retrações desde 1999.

---

1/ Valor contratualmente estipulado para exercício de opção de compra do bem arrendado ou o valor contratualmente garantido pela arrendatária como mínimo que será recebido pela arrendadora na venda a terceiros do bem arrendado, na hipótese de não ser exercida a opção de compra (Portaria MF 564/78).

apresentou a maior taxa de crescimento trimestral, incorpora as operações de compras com cartão de crédito realizadas à vista e parceladas sem incidência de juros, que aumenta acentuadamente como reflexo da expansão do mercado de cartões de crédito, sustentada, sobretudo, pela ampliação da base de clientes e pela oferta abundante de crédito.

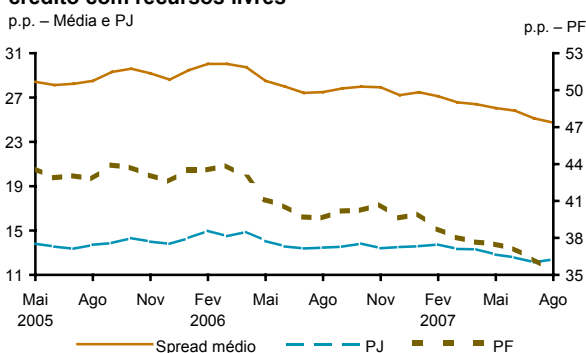
Os empréstimos destinados às pessoas jurídicas totalizaram R\$300,3 bilhões em agosto, registrando aumento de 7,3% em relação a maio e de 27,2% em doze meses. As modalidades referenciadas em moeda estrangeira registraram a alta mais expressiva no trimestre, 13,5%, alcançando R\$65,9 bilhões, ressaltando-se os aumentos das linhas de repasses externos, com variações de 24,4% no trimestre e de 42,7% em doze meses, e de financiamentos à importação, 23% e 37,5%, respectivamente.

O volume das modalidades com recursos domésticos alcançou R\$234,4 bilhões, com variação de 5,7% no trimestre. Esse resultado esteve vinculado, principalmente, ao acréscimo de 5,2% nas operações de crédito referencial, que responderam por 77,6% do total de recursos domésticos, evidenciando o aumento de 10% nas operações que envolvem capital de giro, principal item desse segmento. O saldo das operações de arrendamento mercantil atingiu R\$28,9 bilhões, registrando expansões de 23,6% no trimestre e de 70,5% em doze meses, com ênfase também para as operações com veículos.

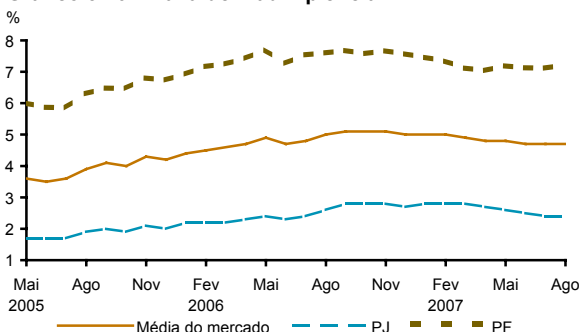
Em linha com a trajetória de flexibilização monetária, a taxa média de juros das operações de crédito referencial decresceu 1,5 p.p. no trimestre encerrado em agosto, atingindo 35,7% a.a., a menor da série histórica iniciada em junho de 2000.

O custo médio das operações com pessoas físicas recuou 1,8 p.p. no trimestre encerrado em agosto, situando-se em 46,6% a.a., também o patamar mais reduzido da série iniciada em julho de 1994, sendo registradas reduções nas taxas de todas as modalidades desse segmento, em especial nas de crédito pessoal, 1,8 p.p., veículos, 1,1 p.p., e cheque especial, 0,8 p.p. Ressalte-se a importância, para a queda no custo dos empréstimos para pessoas físicas, do contínuo crescimento das operações de crédito consignado. Os encargos médios no segmento de pessoas jurídicas decresceram 1,2 p.p. no período, atingindo 23,1%, menor valor desde junho de 2000.

**Gráfico 3.9 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres**

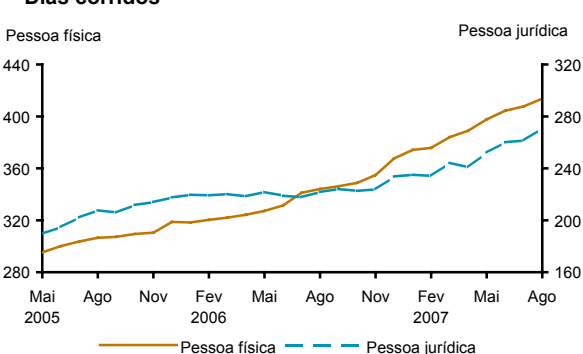


**Gráfico 3.10 – Taxa de inadimplência<sup>1/</sup>**



<sup>1/</sup> Percentual da carteira de recursos livres com atraso superior a 90 dias.

**Gráfico 3.11 – Prazo médio das operações de crédito – Dias corridos**



O *spread* bancário, acompanhando o ciclo declinante das taxas ativas, alcançou 24,7 p.p. em agosto, com redução de 1,3 p.p. em relação a maio. Esse resultado refletiu recuos de 0,4 p.p. e 2,2 p.p. nos *spreads* dos segmentos de pessoas jurídicas e de pessoas físicas, respectivamente, que se situaram em 12,4 p.p. e 35,3 p.p. O *spread* do segmento de pessoas físicas atingiu o patamar mais reduzido desde julho de 2004.

A inadimplência no segmento de crédito referencial, correspondente aos atrasos acima de noventa dias, decresceu 0,1 p.p. nos últimos três meses, situando-se em 4,7% em agosto. Esse resultado decorreu de redução de 0,2 p.p. na inadimplência no segmento de pessoas jurídicas, que alcançou 2,4%, e da estabilidade nos atrasos relativos às operações com pessoas físicas, que se situou em 7,2%.

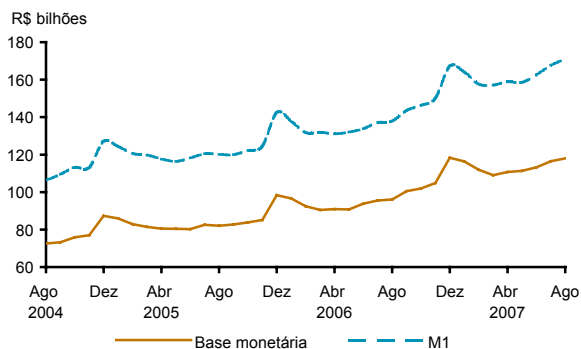
O prazo médio das operações de crédito com recursos livres atingiu 339 dias em agosto ante 280 dias no mesmo mês de 2006. No segmento de pessoas físicas, o prazo das operações contratadas aumentou setenta dias, alcançando 414 dias, influenciado, sobretudo, pelo crescimento na modalidade de crédito pessoal. O prazo médio nas operações com pessoas jurídicas alcançou 271 dias, aumentando 49 dias no período, o que evidencia o crescimento das operações que envolvem capital de giro. Os prazos médios registrados em agosto foram os pontos de máximo das respectivas séries, tanto para pessoas físicas quanto jurídicas, registrando aumentos de 105 e 135 dias, respectivamente, em relação aos pontos de mínimo. Essa situação, deve-se registrar, ocorreu a despeito do aumento da volatilidade experimentada pelos mercados desde meados de junho.

## 3.2 Agregados monetários

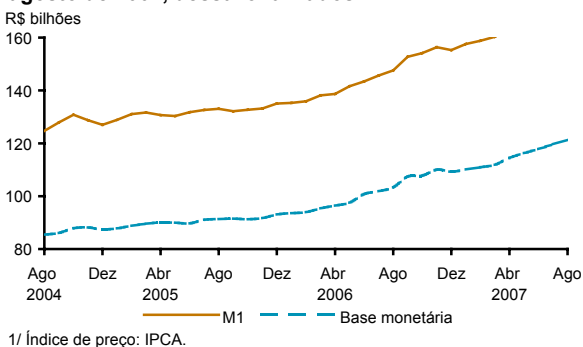
O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R\$169,9 bilhões em agosto. A expansão de 23,2% registrada nos últimos doze meses refletiu acréscimos de 19,3% no saldo médio do papel-moeda em poder do público e de 25,7% nos depósitos à vista.

Considerados os números dessazonalizados e deflacionados pelo IPCA, o M1 cresceu 5,6% no trimestre encerrado em agosto em relação ao trimestre finalizado em maio. A trajetória ascendente do agregado esteve associada ao nível da atividade econômica e, particularmente, ao ritmo de expansão das operações de crédito.

**Gráfico 3.12 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários**



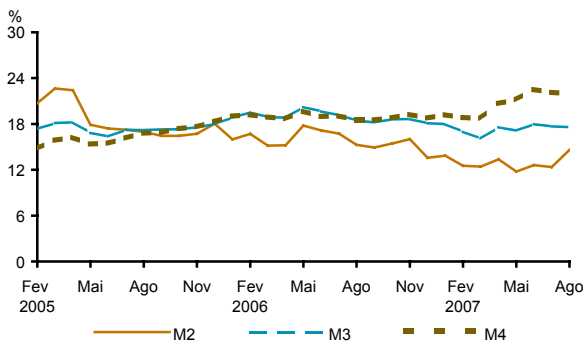
**Gráfico 3.13 – M1 e base monetária a preço de agosto de 2007, dessazonalizados<sup>1/</sup>**



Compatível com o movimento do M1, a base monetária, avaliada pela média dos saldos diários, alcançou R\$117,4 bilhões em agosto. A variação de 22,3% registrada em doze meses decorreu dos crescimentos de 18,8% no saldo médio do papel-moeda emitido e de 30,5% em reservas bancárias.

No que se refere às fontes de emissão primária de moeda no trimestre encerrado em agosto, as operações do setor externo foram expansionistas em R\$37,1 bilhões, como resultado das compras líquidas de divisas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio. Em sentido oposto, foram registrados impactos contracionistas a partir da movimentação da conta única do Tesouro Nacional, R\$9 bilhões, e das demais operações com o sistema financeiro, R\$2,4 bilhões. Nesse último segmento, destacaram-se os recolhimentos compulsórios de R\$1,6 bilhão sobre os depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e de R\$1 bilhão relativo à exigibilidade adicional sobre depósitos. Esses fatores, associados às colocações líquidas de títulos públicos federais, de R\$19,5 bilhões, resultaram em crescimento de R\$6,2 bilhões da base monetária no trimestre, considerados os saldos em final de período.

**Gráfico 3.14 – Meios de pagamento ampliados – Variação percentual em 12 meses**



No conceito M2, que agrega ao M1 os depósitos para investimentos, os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, os meios de pagamento elevaram-se 4,8% em relação a maio e 14,6% ante agosto de 2006. Os saldos das cadernetas de poupança e dos títulos privados cresceram 6,3% e 2,8%, respectivamente, no trimestre.

O saldo de M3, conceito que agrega ao M2 as quotas de fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamentos em operações compromissadas entre o público e o setor financeiro, registrou alta de 3,4% em relação a maio, atingindo R\$1,5 trilhão. O conceito M4, que compreende o M3 mais os títulos públicos de detentores não financeiros, apresentou saldo de R\$1,8 trilhão em agosto, com crescimento de 4,2% no trimestre e de 22,6% em doze meses.

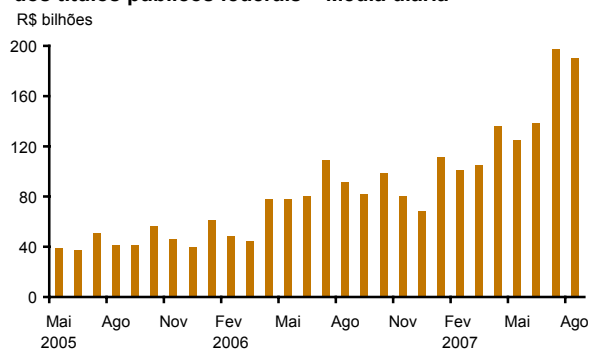
### **Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto**

O impacto monetário das operações primárias com títulos públicos do Tesouro Nacional (TN) foi expansionista em R\$22,5 bilhões, no trimestre encerrado em agosto, efeito

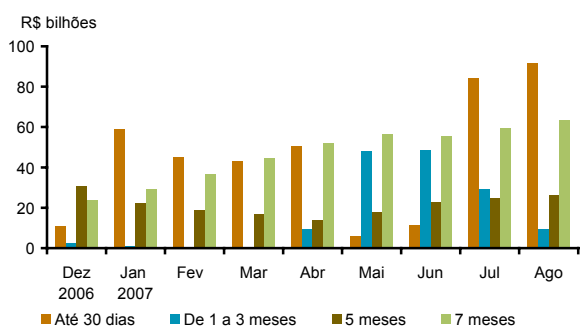
de vencimentos de R\$93,9 bilhões, resgates antecipados de R\$4,6 bilhões e colocações de R\$75,9 bilhões em títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi). Em paralelo, foram realizadas operações de troca no valor de R\$31,9 bilhões, das quais 37% em Letras do Tesouro Nacional (LTN).

Dando continuidade ao processo de substituição dos títulos indexados à taxa de câmbio e à taxa Selic por títulos com rentabilidade pré-fixada ou vinculada a índice de preços, as colocações concentraram-se em Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), com participação de 32,8% no total, e em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F), que representaram 25,2% do total das emissões. Por se apresentarem tipicamente como títulos de médio e longo prazo, a boa aceitação desses títulos, além de minimizar os custos de financiamento em longo prazo, contribui para o alongamento do prazo médio da DPMFi e, com isso, para a redução do risco de refinanciamento incorrido pelo TN. Ao final de agosto, esse prazo médio subiu para 35,2 meses, ante 33,3 meses ao final de maio. Quanto à composição da dívida, reforçando tendência delineada no segundo trimestre de 2007, observou-se preponderância de títulos pré-fixados, com participação de 36,4% na DPMFi, e de títulos remunerados pela taxa Selic, com 35,3% do total da dívida em mercado.

**Gráfico 3.15 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária**



**Gráfico 3.16 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Fim de período**

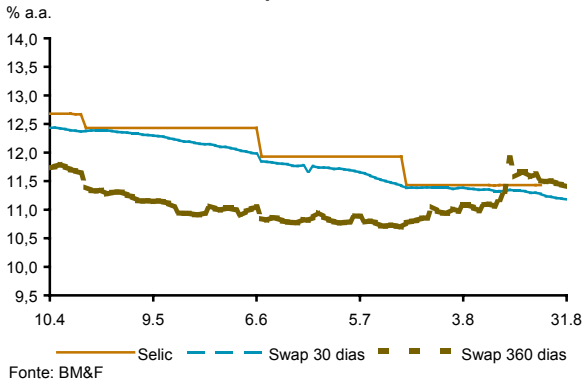


Ao final de agosto, a posição líquida de financiamento da autoridade monetária com títulos públicos federais alcançou saldo médio diário de R\$189,1 bilhões, ante R\$130,2 bilhões em maio. Esse crescimento esteve vinculado, principalmente, à esterilização das operações primárias do TN e das compras de moeda estrangeira realizadas pela autoridade monetária.

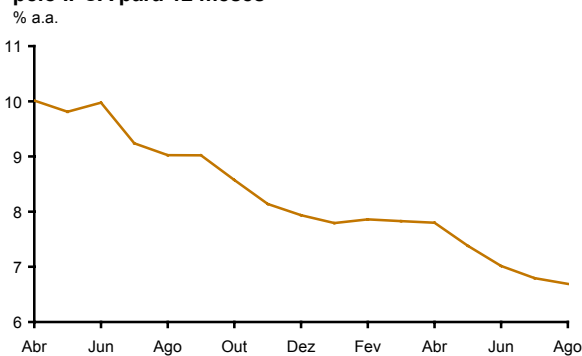
Refletindo o aumento da incerteza no cenário internacional, que exerceu certo impacto sobre as taxas de juros de mercado no Brasil, a administração da liquidez bancária, realizada por meio de operações compromissadas, apresentou concentração em operações de curtíssimo prazo, cujo saldo médio cresceu de R\$5,7 bilhões, em maio, para R\$90 bilhões em agosto. Ressalte-se que essa expansão esteve associada ao vencimento de R\$49,5 bilhões em LTN no primeiro dia útil de julho, ocasião em que a posição líquida de financiamento total alcançou R\$198,2 bilhões. Nos demais prazos, de 1 a 3 meses, 5 meses e 7 meses, os saldos médios diários variaram, no trimestre, de R\$48,1 bilhões para R\$9,7 bilhões; de R\$17,8 bilhões para R\$26,2 bilhões; e de R\$56,6 bilhões para R\$63,3 bilhões, respectivamente.



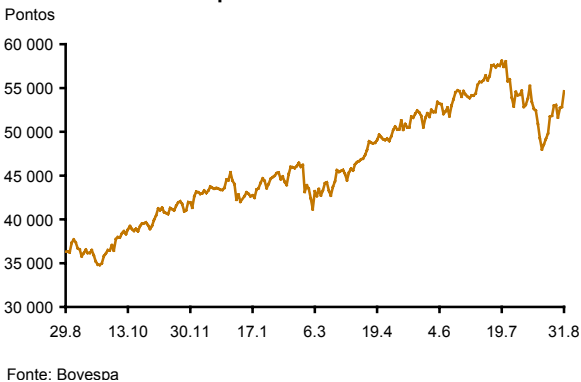
**Gráfico 3.17 – Selic x swap DI x Pré**



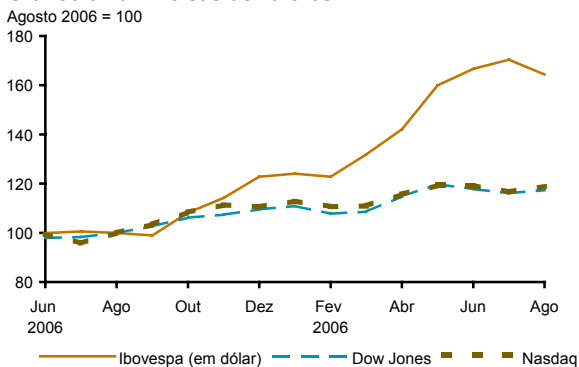
**Gráfico 3.18 – Taxa de juros ex ante deflacionada pelo IPCA para 12 meses**



**Gráfico 3.19 – Ibovespa**



**Gráfico 3.20 – Bolsas de valores**



Sustentando o fortalecimento de sua posição ativa na exposição cambial da dívida pública federal, o Banco Central ofertou US\$4,6 bilhões em *swap* cambial reverso, no trimestre encerrado em agosto. Assinalem-se, ainda, os vencimentos de US\$3 bilhões desse instrumento e de US\$35,5 milhões em títulos cambiais. A posição da dívida exposta à variação cambial, considerando-se as operações de *swap*, manteve relativa estabilidade, passando de -2,2%, em maio, para -2,1% do total da DPMFi, em julho.

## Taxas de juros reais e expectativas de mercado

Após sucessivas reduções de taxas na curva de juros para todos os vértices, as taxas de juros futuros dos contratos de *swap* DI x pré mostraram inversão da curva de juros a partir do vértice de 240 dias. O contrato de *swap* DI x pré de 360 dias sofreu aumento de 41 pontos base, atingindo 11,4% a.a., ao final de agosto, ante 10,99% a.a., ao final de maio, tendo em vista a ampliação do grau de incerteza por parte dos investidores, evidenciada, entre outros fatores, pela elevação do risco-país, que apresentou média de 173 pontos no trimestre encerrado em agosto, ante 163 pontos no trimestre anterior.

A taxa de juros Selic real *ex ante* para os próximos doze meses, calculada com base na pesquisa Relatório de Mercado, de 31 de agosto, realizada pelo Banco Central, alcançou 6,7% a.a., ante 7,38% a.a. no final de maio.

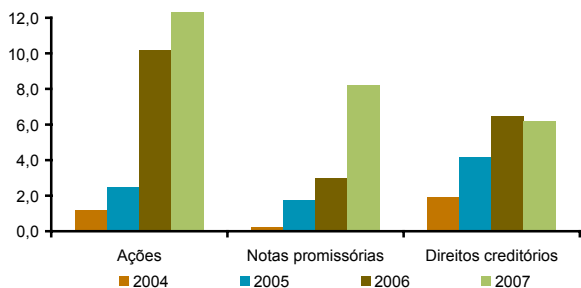
## Mercado de capitais

O desempenho do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), com sucessivos recordes de fechamento desde março, refletiu a volatilidade das bolsas internacionais. O Ibovespa apresentou, ao final de agosto, elevação de 4,5% em relação a maio, atingindo 54.637 pontos, após oscilar entre a máxima de 58.124 pontos e a mínima de 48.015 pontos, no período. A média diária do volume transacionado na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) totalizou R\$5,1 bilhões no trimestre encerrado em agosto, acréscimo de 23,6% em relação ao trimestre anterior, apresentando o valor máximo de R\$18,4 bilhões em 15 de agosto.

Avaliado em dólares, o Ibovespa aumentou 2,8% em relação ao trimestre encerrado em maio. No mesmo período, os índices *Dow Jones* e *Nasdaq* decresceram 2% e 0,3%, respectivamente.

**Gráfico 3.21 – Emissões primárias no mercado de capitais**

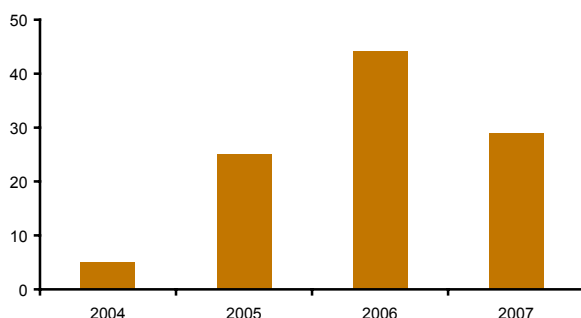
R\$ bilhões – Acumulado até agosto



Fonte: CVM

**Gráfico 3.22 – Emissão primária de debêntures**

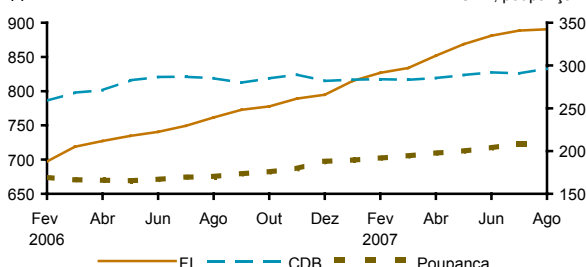
R\$ bilhões – Acumulado até agosto



Fonte: CVM

**Gráfico 3.23 – Evolução patrimonial de poupança, CDB e FI<sup>1/</sup>**

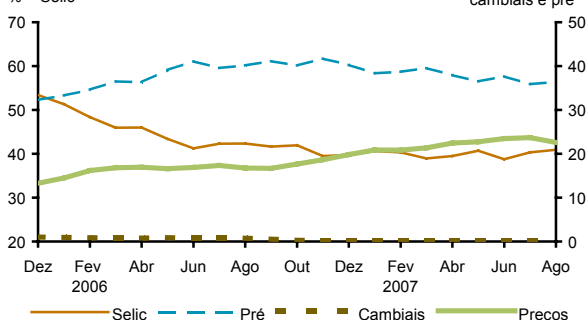
R\$ bilhões



1/ Exclui fundos de investimentos em ações e em dívida externa.

**Gráfico 3.24 – Evolução de títulos públicos na carteira dos fundos, por indexador**

% – Selic



O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$46,5 bilhões no trimestre encerrado em agosto. O crescimento das debêntures como instrumento de captação no mercado de capitais nos últimos anos vem sendo determinado, em parte, pelas significativas emissões de empresas de arrendamento mercantil, que responderam, nos oito primeiros meses de 2007, por 73% das emissões realizadas nesse período, as quais somaram R\$29 bilhões, ante R\$44,2 bilhões em igual período de 2006. As captações por meio de ações e direitos creditórios atingiram R\$13,2 bilhões e R\$2,7 bilhões, respectivamente, no trimestre encerrado em agosto, ante R\$5,5 bilhões e R\$3,3 bilhões, no período correspondente do ano anterior.

## Aplicações financeiras

O saldo de recursos nas aplicações financeiras, considerados os fundos de investimento, os depósitos a prazo e as cadernetas de poupança, alcançou R\$1,5 trilhão em agosto, apresentando aumentos de 4,2% em relação a maio e de 19,9% em doze meses.

O patrimônio líquido dos fundos de investimento, considerados os fundos cambiais, os de curto prazo, os de renda fixa, os multimercados e os referenciados, totalizou R\$889,2 bilhões em agosto, assinalando aumento trimestral de 2,4%. Ressalte-se que as turbulências verificadas no mercado financeiro em meados de agosto reduziram a rentabilidade das diversas classes, resultando em captação líquida de R\$4,8 bilhões por parte dos fundos referenciados, que, até o final de julho, registravam retiradas líquidas de R\$11,1 bilhões em 2007. As participações relativas das modalidades de renda fixa, multimercados e referenciados situaram-se em 51,3%, 26,5% e 19%, respectivamente, consideradas as posições em agosto.

A composição da carteira consolidada dos fundos de investimento permaneceu concentrada em títulos públicos, 57% do total. Dentre os títulos privados, é crescente a participação de títulos corporativos, passando de 4,9%, em maio, para 5,1% em 28 de agosto, e a parcela relativa a títulos bancários recuou de 11,2% para 10,8%.

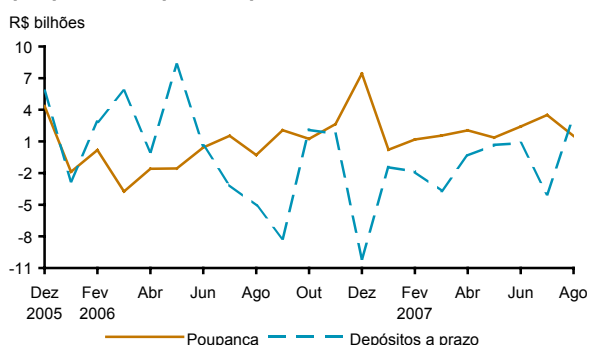
O patrimônio líquido dos fundos de investimento extramercado, que administram recursos de propriedade das entidades da administração federal indireta, somou R\$24,9 bilhões em agosto, apresentando acréscimo trimestral de

2,3%, embora registrasse resgates líquidos de R\$101,9 milhões.

A despeito da volatilidade nos mercados financeiros e da menor rentabilidade das ações, o patrimônio líquido consolidado dos fundos de investimento voltados especificamente ao mercado de renda variável cresceu 13% no trimestre encerrado em agosto, atingindo R\$123 bilhões. O patrimônio líquido dos Fundos Mútuos de Privatização (FMP-FGTS) e dos Fundos Mútuos de Privatização – Carteira Livre (FMP-FGTS CL) somou R\$13,4 bilhões, elevando-se 10,6% em relação à posição de maio.

O saldo das cadernetas de poupança cresceu 6,4% no trimestre, somando R\$212,8 bilhões, favorecido pela captação líquida de R\$9,2 bilhões registrada no período. No mesmo período, os depósitos a prazo cresceram 3,2%, atingindo R\$298,1 bilhões, e apresentaram captação líquida de R\$1,4 bilhão ao final do trimestre.

**Gráfico 3.25 – Captação líquida – Caderneta de poupança e depósito a prazo**



### 3.3 Política fiscal

Foi promulgada, em agosto, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2008, que estabeleceu a manutenção da meta de superávit primário do setor público em 3,8% do PIB, com metas, por segmentos, de 2,2% para o Governo Central; 0,65% para as empresas estatais federais; e 0,95% para os governos e empresas estatais regionais. Foi ampliado, de R\$11,3 bilhões, previstos para este ano, para R\$11,8 bilhões, o limite de dedução do superávit primário das despesas incluídas no Projeto Piloto de Investimento.

Também em agosto, o governo encaminhou ao Congresso Nacional os projetos da Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2008 e do Plano Plurianual (PPA) para o período 2008-2011. O projeto da LOA prevê, para 2008, elevação das receitas e despesas em percentual do PIB, com a manutenção do superávit primário estabelecido na LDO 2008. Para médio prazo, o PPA sinaliza, no entanto, a redução das receitas e despesas primárias.

Prosseguem as discussões, no Congresso Nacional, a respeito da prorrogação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) e da Desvinculação dos Recursos da União (DRU), cujos prazos de validade expiram no final do ano. Para manter os planos e os projetos previstos para os próximos anos, o governo pretende prorrogá-las até 2011.

## Necessidades de financiamento do setor público

**Tabela 3.5 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário – Janeiro-julho**

Segmento	2005		2006		2007	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-46,0	-3,8	-42,1	-3,2	-49,1	-3,4
Governos reg.	-14,9	-1,2	-13,2	-1,0	-21,8	-1,5
Empr. estatais	-7,8	-0,6	-7,4	-0,6	-8,7	-0,6
Total	-68,7	-5,7	-62,8	-4,8	-79,6	-5,5

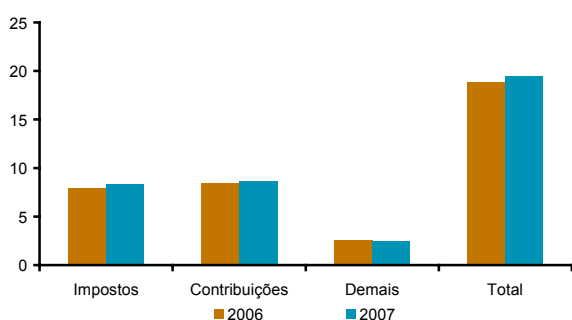
O superávit primário do setor público não financeiro acumulado até julho de 2007 alcançou R\$79,6 bilhões, equivalente a 5,58% do PIB, sugerindo o cumprimento da meta de superávit estabelecida para o ano. O aumento de 0,76 p.p. do PIB, em relação ao superávit assinalado no mesmo período de 2006, evidencia melhora dos resultados em todos os segmentos do setor público. O superávit acumulado nos últimos doze meses alcançou 4,37% do PIB.

O desempenho do Governo Central traduziu o aumento de 13,2% nas receitas, em linha com a intensificação da atividade econômica, a elevação da massa salarial e os ingressos resultantes dos programas de parcelamento de débitos na Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB), na Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional e no Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

**Gráfico 3.26 – Receita bruta do Tesouro Nacional**

Acumulado até julho

% do PIB



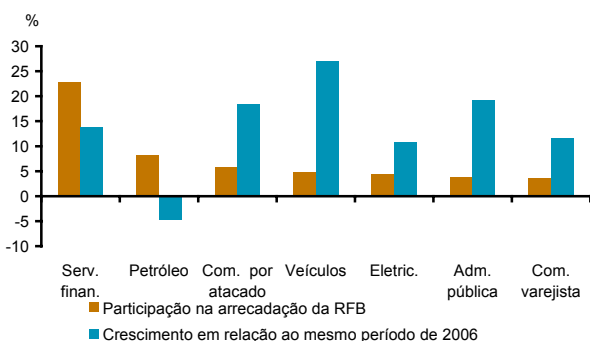
As receitas do Tesouro cresceram 0,6 p.p. do PIB, em relação aos sete primeiros meses de 2006, influenciadas pelo crescimento na arrecadação do Imposto de Renda – Pessoa Jurídica e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), em razão da maior lucratividade das empresas – em especial nos setores de veículos automotores – e pela retomada do recolhimento regular de tributos por parte do setor financeiro, anteriormente suspenso em decorrência de demandas judiciais.

A elevação da venda de automóveis favoreceu a arrecadação do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), que subiu 17,3% no período, e da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins), 11,1%. Destaque-se ainda, entre os tributos federais, os crescimentos de 37% na arrecadação do Imposto de Renda – Pessoa Física, decorrente, sobretudo, do aumento nos recolhimentos sobre ganhos de capital na alienação de bens; e de 10,4% na arrecadação do Imposto de Renda Retido na Fonte, impulsionado pelo aumento do imposto incidente sobre remessas ao exterior, outros rendimentos e rendimentos do trabalho, este último influenciado pelo crescimento da massa salarial.

Em sentido inverso, a apreciação cambial e a redução do preço internacional do petróleo contribuíram para o menor desempenho na arrecadação de receitas derivadas de *royalties* e da participação especial pela exploração e produção de petróleo e gás natural, reduzindo em R\$1,1 bilhão, relativamente ao ano anterior, o total arrecadado

com a cota-parte de compensações financeiras. As receitas com dividendos também decresceram nos primeiros sete meses de 2007, reflexo da redução nos pagamentos de dividendos das empresas estatais financeiras.

**Gráfico 3.27 – Principais setores econômicos de arrecadação da RFB (Jan-jun/2007)**



**Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional**  
Janeiro-julho

Discriminação	2006		2007	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Total	123 087	9,46	139 514	9,79
Pessoal e encargos	58 308	4,48	66 448	4,66
Custeio e capital	64 424	4,95	72 828	5,11
FAT	7 567	0,58	9 200	0,65
Subs. e subv.	4 700	0,36	3 662	0,26
Loas/RMV	6 481	0,50	7 667	0,54
Outras	45 676	3,51	52 299	3,67
Transf. ao Bacen	354	0,03	238	0,02

Fonte: STN

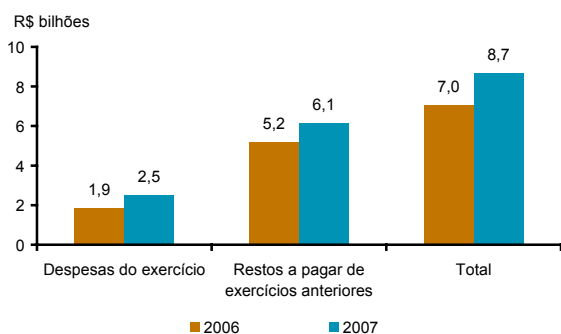
As despesas do Tesouro aumentaram 0,33 p.p. do PIB nos sete primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2006. Em termos nominais, o aumento atingiu R\$ 16,4 bilhões, dos quais R\$ 8,4 bilhões em despesas com custeio e capital e R\$ 8,1 bilhões em despesas com pessoal e encargos.

A evolução das despesas com pessoal e encargos refletiu a elevação de 13,6% registrada no Poder Executivo, resultante da reestruturação de carreiras de servidores públicos civis e militares. O aumento das despesas no âmbito dos poderes Legislativo e Judiciário e do Ministério Público da União alcançou 4,6%, reflexo, em parte, da redução no pagamento de precatórios de pessoal da Justiça do Trabalho e da Justiça Federal.

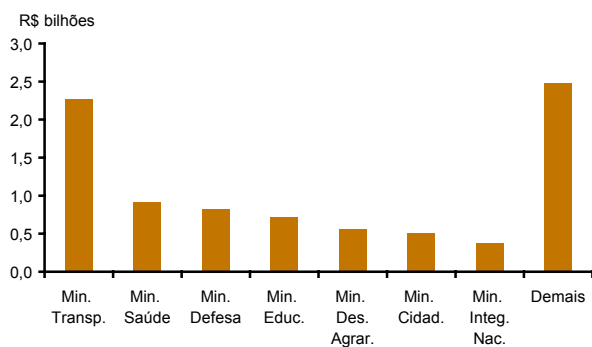
As despesas com custeio e capital elevaram-se em 0,16 p.p. do PIB nos primeiros sete meses de 2007, com ênfase para o aumento de 0,06 p.p. do PIB nas despesas com o Fundo de Assistência ao Trabalhador (FAT), consequência do aumento do salário mínimo e da elevação, de 11,8 milhões para 14,1 milhões, no número de beneficiários atendidos. Esses dois fatores contribuíram para elevar em 18,3% as despesas com benefícios assistências da Lei Orgânica da Assistência Social (LOAS)/Renda Mensal Vitalícia (RMV), que cresceram 0,04 p.p. do PIB em relação aos sete primeiros meses de 2006.

As despesas com subsídios e subvenções econômicas reduziram-se em 2007, evidenciando a não correspondência da capitalização de R\$ 1,5 bilhão da Empresa Gestora de Ativos (Emgea), realizada em 2006. Os gastos com programas como Investimento Rural e Aquisições do Governo Federal também foram reduzidos, contribuindo para que, no total, as despesas com subsídios e subvenções recuassem mais de R\$ 1 bilhão.

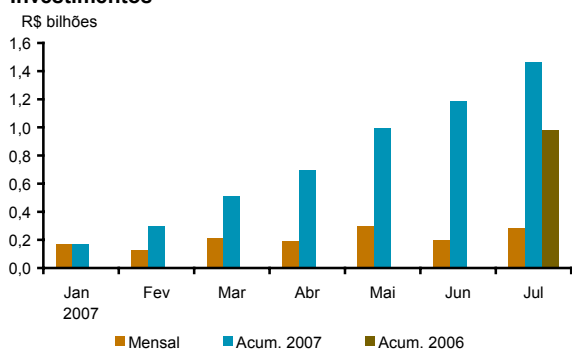
**Gráfico 3.28 – Governo federal: despesas pagas de investimentos até julho**



**Gráfico 3.29 – Governo federal: despesas pagas de investimento por órgão em 2007**



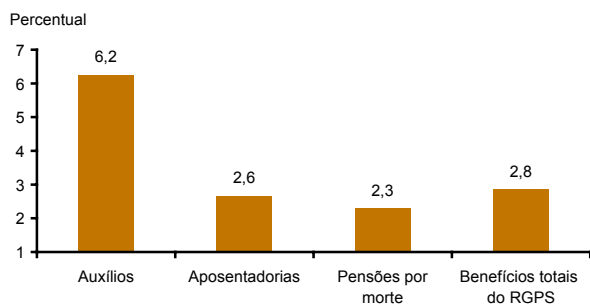
**Gráfico 3.30 – Despesas com o Projeto Piloto de Investimentos**



**Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social**

Discriminação	R\$ bilhões		
	2006	2006 Jan-jul	2007 Jan-Jul
Arrecadação bruta	133,7	70,8	82,0
Restituição/devolução	-0,5	-0,2	-0,3
Transf. a terceiros	-9,7	-5,7	-7,7
Arrecadação líquida	123,5	65,0	74,0
Benefícios previdenciários	165,6	87,4	98,0
Resultado Primário	-42,1	-22,4	-24,0
Resultado Primário/PIB	-1,81%	-1,72%	-1,68%

**Gráfico 3.31 – Crescimento da quantidade média de benefícios emitidos pela Previdência Social (Jan-jul 2007/Jan-jul 2006)**



Fonte: STN

As outras despesas de custeio e capital, que abrangem gastos com investimentos e outras despesas discricionárias, entre elas programas de combate à pobreza, elevaram-se em 14,5% nos primeiros sete meses de 2007.

No que se refere especificamente aos investimentos, destaque-se a elevação, em 2007, tanto nas despesas referentes ao orçamento do próprio exercício quanto nas despesas de restos a pagar, relativas a recursos empenhados em exercícios anteriores. O crescimento total atingiu 22,9%, sendo que as despesas do próprio exercício cresceram 33,1%, o que reflete o esforço de aceleração de investimentos públicos, em consonância com as diretrizes em vigor. O Ministério dos Transportes concentrou 26,3% das despesas com investimentos do governo federal em 2007, seguido pelos Ministérios da Saúde e da Defesa.

As despesas incluídas no Projeto Piloto de Investimentos, passíveis de serem deduzidos da meta de superávit primário estabelecida para o ano, subiram 49,6% em 2007, atingindo R\$1,5 bilhão até julho. O limite para dedução da meta de superávit primário no ano, segundo a LDO, é de R\$11,3 bilhões.

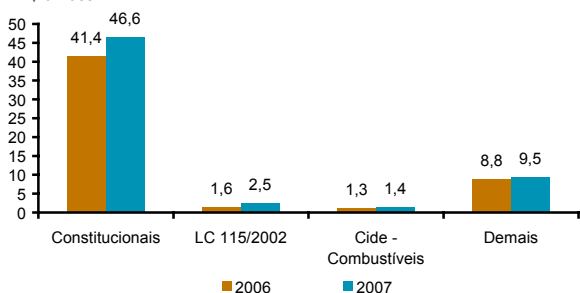
Nos primeiros sete meses do ano, o deficit da Previdência Social atingiu R\$24 bilhões, reduzindo-se 0,04 p.p. do PIB em relação ao resultado obtido em igual período de 2006. A arrecadação líquida registrou acréscimo de 14%, influenciada pelo crescimento de 15,6% nas receitas de contribuições previdenciárias, que atingiram 5,2% do PIB, resultado, sobretudo, da elevação da massa salarial e do nível de emprego formal.

O crescimento nominal do deficit previdenciário refletiu o aumento de 12,2% nas despesas com benefícios, que atingiram R\$98 bilhões nos sete primeiros meses de 2007, representando 6,9% do PIB, ante 6,7% no período correspondente de 2006. Essa evolução esteve associada, fundamentalmente, ao aumento no valor médio dos benefícios pagos, como consequência do reajuste do salário mínimo e do aumento dos benefícios com valores acima do piso; e ao crescimento de 2,8% na quantidade média mensal de benefícios pagos.

As transferências para estados e municípios cresceram 13% nos primeiros sete meses de 2007, em relação ao mesmo período de 2006, situando-se em 4,22% do PIB. As transferências para os fundos constitucionais, em linha com o crescimento dos tributos compartilhados,

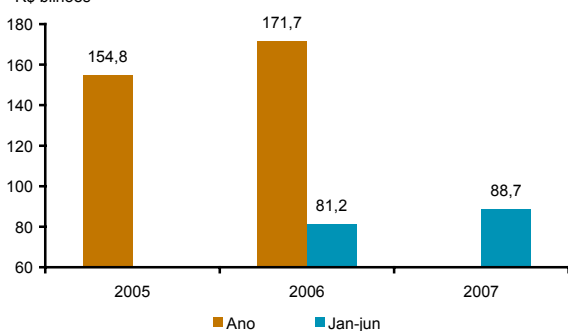
**Gráfico 3.32 – Transferências para estados e municípios**

Acumulado até julho  
R\$ bilhões



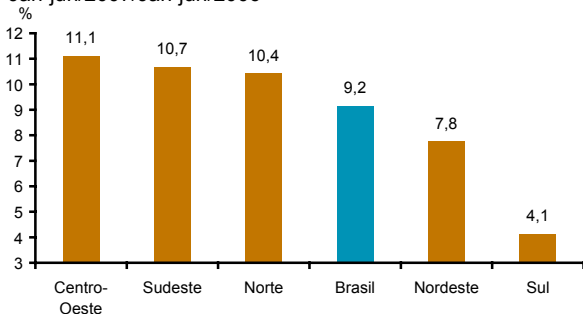
**Gráfico 3.33 – Arrecadação de ICMS**

R\$ bilhões



**Gráfico 3.34 – Crescimento percentual das receitas de ICMS por região**

Jan-jun/2007/Jan-jun/2006



**Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público – Janeiro-julho**

Discriminação	2006		2007	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	32,3	2,5	13,4	0,9
Primário	-62,8	-4,8	-79,6	-5,5
Juros	95,1	7,3	92,9	6,5
Fontes	32,3	2,5	13,4	0,9
Financiamento interno	97,5	7,5	180,6	12,6
Dívida mobiliária	110,7	8,5	209,2	14,6
Dívida bancária	-7,9	-0,6	-25,9	-1,8
Outros	-5,3	-0,4	-2,6	-0,2
Financiamento externo	-65,2	-5,0	-167,3	-11,7

aumentaram 12,5%, com ênfase para a elevação de 60,9% nos recursos transferidos em decorrência da desoneração das exportações.

A receita do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo de arrecadação estadual, aumentou 9,2% no primeiro semestre de 2007, alcançando R\$88,7 bilhões, com elevação das arrecadações relativas às regiões Sudeste, Centro-Oeste e Norte com taxas superiores à média.

Evidenciando a elevação das transferências e da arrecadação de ICMS, o superávit primário dos governos regionais apresentou crescimento equivalente a 0,51 p.p. do PIB, concentrado nos governos estaduais. Esse resultado constituiu-se no mais expressivo registrado na série histórica, iniciada em 1991.

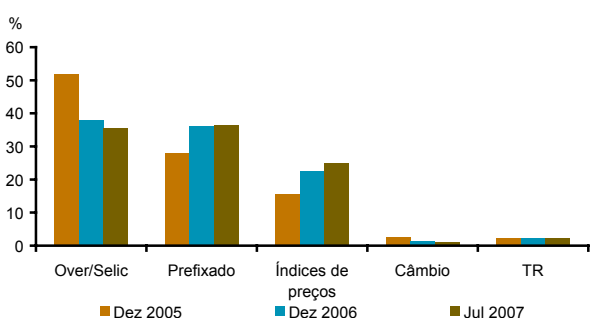
O superávit primário das empresas estatais elevou-se 0,04 p.p. do PIB nos sete primeiros meses de 2007, alcançando R\$8,7 bilhões, resultado da melhora no ambiente econômico, que favorece o desempenho das empresas estatais.

A apropriação de juros nominais em 2007 reflete a redução da taxa Selic e a mudança na composição da dívida líquida, com crescimento da participação dos títulos pré-fixados e dos vinculados a índices de preços. Em decorrência da combinação desses dois fatores, os juros nominais apropriados apresentam trajetória declinante, sendo que, no acumulado em 2007, até julho, essa redução equivaleu a 0,79 p.p. do PIB.

O resultado nominal do setor público não financeiro foi deficitário em R\$13,4 bilhões nos sete primeiros meses de 2007 ante deficit de R\$32,3 bilhões no período correspondente de 2006. Essa melhora refletiu tanto o crescimento do superávit primário quanto a redução dos juros nominais apropriados.

O financiamento do deficit nominal foi proporcionado, a exemplo do observado em anos anteriores, pela continuidade das trajetórias de crescimento da dívida mobiliária e de redução das demais fontes de financiamento, particularmente do financiamento externo.

**Gráfico 3.35 – Composição da dívida mobiliária federal<sup>1/</sup>**



1/ Sem swap.

**Tabela 3.9 – Operações compromissadas – Mercado aberto**

Saldos e participações

		R\$ milhões					
		Até 1 mês		Acima de 1 mês		Total	
		Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
2003	Dez	43 742	78,5	11 975	21,5	55 717	100
2004	Mar	47 718	72,1	18 440	27,9	66 158	100
	Jun	46 509	58,8	32 578	41,2	79 088	100
	Set	34 839	47,0	39 250	53,0	74 089	100
	Dez	7 797	16,5	39 410	83,5	47 207	100
2005	Mar	5 239	11,5	40 506	88,5	45 744	100
	Jun	4 099	12,3	29 165	87,7	33 264	100
	Set	-6 857	-16,4	48 591	116,4	41 734	100
	Dez	-24 430	-106,9	47 286	206,9	22 856	100
2006	Mar	-8 399	-18,3	54 395	118,3	45 996	100
	Jun	7 241	10,3	62 821	89,7	70 062	100
	Set	19 120	26,6	52 779	73,4	71 899	100
	Dez	5 800	9,7	54 231	90,3	60 030	100
2007	Jan	46 943	47,0	52 882	53,0	99 825	100
	Fev	41 464	42,2	56 883	57,8	98 347	100
	Mar	41 656	39,3	64 281	60,7	105 937	100
	Abr	-5 028	-4,3	120 726	104,3	115 698	100
	Mai	12 947	9,4	124 885	90,6	137 832	100
	Jun	10 198	7,5	126 562	92,5	136 760	100
	Jul	99 117	52,1	91 202	47,9	190 320	100

## Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, alcançou R\$1.171,1 bilhões, em julho de 2007, representando 47% do PIB. O crescimento de R\$19,6 bilhões, comparativamente a abril, traduziu os resgates líquidos de R\$15,5 bilhões no mercado primário, o efeito financeiro de R\$1 bilhão referente à apreciação cambial de 7,7% registrada no trimestre encerrado em julho e a incorporação de juros da ordem de R\$36,1 bilhões.

A composição da dívida mobiliária federal seguiu apresentando crescimento na participação de títulos pré-fixados e indexados a índices de preços, em detrimento de títulos indexados à taxa *over/Selic*. Ressalte-se, no entanto, o crescimento do financiamento tomado pelo Banco Central por meio das operações de mercado aberto, que passaram de R\$60 bilhões, em 2006, para R\$190,3 bilhões em julho de 2007.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, indicava, em julho, que 9,8% de seu total venceria no próprio ano; 26,9%, em 2008; e 63,3%, a partir de janeiro de 2009. O prazo médio da dívida passou de 32,7 meses, em abril, para 35,6 meses, em julho.

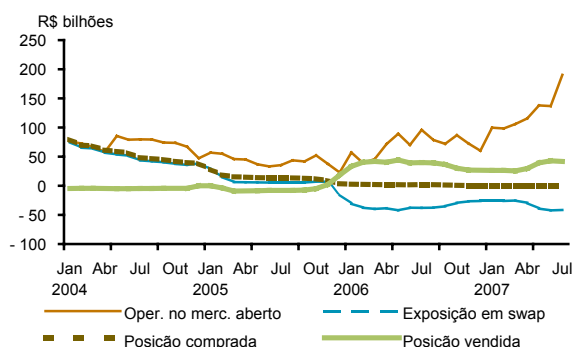
As operações de *swap* cambial atingiram R\$41,6 bilhões negativos em julho. O resultado dessas operações, definido como a diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, apurado pelo critério caixa, foi desfavorável ao Banco Central em R\$4,2 bilhões no trimestre encerrado em julho de 2007, evidenciando a depreciação do dólar em relação ao real no período. O resultado dessas operações, desde o seu início, em 2002, é favorável ao Banco Central em R\$2,1 bilhões.

## Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou 44,4% do PIB, em julho, reduzindo-se 0,5 p.p. em relação a dezembro de 2006. Essa trajetória sugere que a relação dívida/PIB deverá, ao final do ano, recuar pela quarta vez consecutiva quando consideradas comparações anuais.

O superávit primário se constituiu no principal determinante da redução de 0,5 p.p. do PIB observada no ano, seguindo-se os efeitos do crescimento do PIB nominal e do ajuste decorrente da venda de ações. Em sentido inverso,

**Gráfico 3.36 – Operações de swap e mercado aberto**





**Tabela 3.10 – Evolução da dívida líquida**

Fatores condicionantes

Discriminação	2005		2006		2007- jul	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1002 485	46,5	1067 363	44,9	1104 706	44,4
<b>Fluxos</b>	<b>Acumulados no ano</b>					
Var. DLSP	45 488	-0,5	64 879	-1,5	37 342	-0,5
Fatores	45 488	2,1	64 879	2,7	37 342	1,5
NFSP	63 641	2,9	69 883	2,9	13 363	0,5
Primário	-93 505	-4,3	-90 144	-3,8	-79 578	-3,2
Juros	157 146	7,3	160 027	6,7	92 941	3,7
Ajuste cambial	-18 202	-0,8	-4 881	-0,2	16 578	0,7
Dív. interna <sup>1/</sup>	-4 554	-0,2	-2 222	-0,1	-1 727	-0,1
Dív. externa	-13 648	-0,6	-2 659	-0,1	18 305	0,7
Outros <sup>2/</sup>	-2 258	-0,1	2 302	0,1	7 370	0,3
Reconhecimento						
de dívidas	3 262	0,2	- 375	0,0	1 296	0,1
Privatizações	-954	0,0	-2049	-0,1	-1265	-0,1
Efeito crescimento						
PIB		-2,6		-4,3		-2,0

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

2/ Paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida.

assinalem-se a incorporação de juros nominais, a despeito da redução registrada em seus valores, e o ajuste resultante da apreciação cambial de 12,2% acumulada até julho.

A parcela da DLSP indexada à taxa Selic, incluindo as operações de mercado aberto, aumentou 10,4 p.p. nos sete primeiros meses de 2007, e os créditos líquidos indexados ao câmbio, 12,7 p.p. O crescimento da parcela vinculada aos créditos externos líquidos permitiu, nos últimos meses, a apropriação de receita líquida de juros no setor externo, tendo em vista o maior volume das receitas de juros apropriadas sobre as reservas internacionais, relativamente à apropriação de despesas de juros sobre a dívida externa.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) alcançou 65% do PIB em julho. A redução de 0,5 p.p. em relação a 2006 refletiu o recuo de 1,18 p.p. do PIB registrado na dívida externa do governo federal.

### 3.4 Conclusão

A evolução dos agregados monetários, paralelamente à trajetória de crescimento das operações de crédito do sistema financeiro, evidencia a continuidade da expansão da demanda interna. As condições mais favoráveis na oferta de crédito vêm estimulando a procura por recursos bancários, especialmente pelas operações voltadas ao financiamento dos gastos de consumo. Nesse sentido, merecem destaque os crescimentos expressivos observados nas carteiras de crédito consignado, de aquisição de veículos, de arrendamento mercantil e de cartão de crédito. A demanda por crédito pelas pessoas jurídicas também se manteve crescente, mesmo em um contexto de consolidação das emissões primárias de títulos privados no mercado de capitais como fonte alternativa de financiamento de longo prazo. O crescimento do crédito não parece, até o momento, ter sido impactado de forma especialmente relevante nem pelo comportamento da inadimplência nem pelo aumento da volatilidade observado nos mercados nos últimos meses.

Em relação ao crédito direcionado, assinalem-se o desempenho da carteira de crédito habitacional lastreado por recursos da caderneta de poupança, que refletiu medidas governamentais recentemente adotadas, como a possibilidade de contratação de financiamento com taxas pré-fixadas no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação. A expectativa de manutenção da estabilidade econômica em longo prazo aparece como catalisadora da oferta de financiamentos dessa natureza.

Em linha com a flexibilização monetária, a taxa média de juros das operações de crédito referencial apresentou, ao final do trimestre, o menor valor da série histórica iniciada em junho de 2000, associada à diminuição do *spread* bancário e à estabilidade na taxa de inadimplência.

A condução da política fiscal garante o cumprimento das metas para o ano e indica sua continuidade nos exercícios seguintes. As atuais diretrizes da política fiscal, aliadas ao cenário macroeconômico positivo, particularmente no que se refere ao crescimento do produto e à condução da política monetária, constituem-se em indicativos de manutenção da trajetória descendente da relação dívida/PIB.

Assinale-se que a atual composição da dívida líquida, ao adicionar graus de liberdade à sua administração, neutraliza impactos originados de turbulências no ambiente econômico externo e, em consequência, evita a adoção de medidas fiscais restritivas em momentos de mais *stress*.

Ressalte-se que a continuidade do crescimento de receitas e despesas públicas em patamar acima do produto pode gerar efeitos negativos sobre a competitividade e a capacidade de financiamento e investimento do setor privado. Nesse sentido, as diretrizes do governo, mesmo as estabelecidas no PPA, indicam o enfrentamento dessa questão, sugerindo o seu retorno, em médio prazo, com taxas de expansão mais moderadas.