

## Políticas creditícia, monetária e fiscal

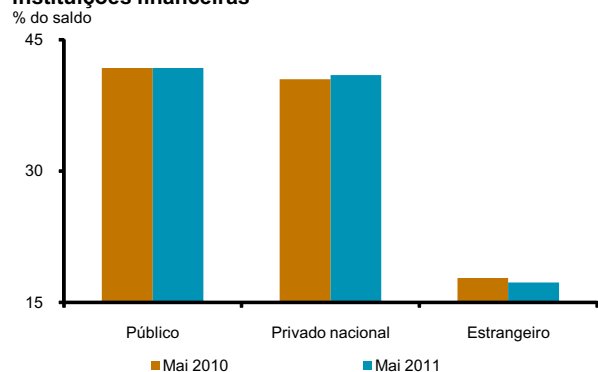
**Tabela 3.1 – Evolução do crédito**

Discriminação	2011				R\$ bilhões	
	Fev	Mar	Abr	Mai	Variação %	
					3 meses	12 meses
Total	1 735,0	1 753,6	1 776,6	1 804,5	4,0	20,4
Recursos livres	1 132,9	1 145,1	1 161,5	1 179,6	4,1	18,1
Direcionados	602,0	608,6	615,2	624,9	3,8	25,1

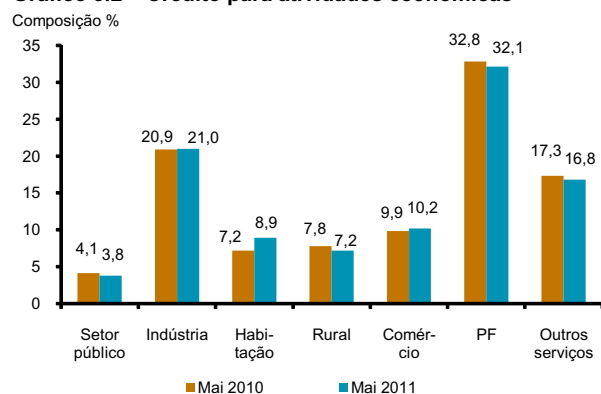
  

Participação %:				
Total/PIB	46,2	46,4	46,6	46,9
Rec. livres/PIB	30,2	30,3	30,5	30,6
Rec. direc./PIB	16,0	16,1	16,1	16,2

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



**Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas**



### 3.1 Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro registraram moderação no trimestre encerrado em maio, evolução consistente com as ações de política monetária e ações macroprudenciais recentemente implementadas. Vale ressaltar que esse movimento ocorre em cenário de elevação das taxas de juros e *spreads* bancários, relativa estabilidade dos prazos médios das carteiras e aumento marginal das taxas de inadimplência.

O crescimento do crédito se mostrou equilibrado entre as carteiras fundamentadas em recursos livres e em recursos direcionados, observando-se relativo arrefecimento nas contratações por parte das famílias, as mais afetadas pelas medidas, em particular, no que se refere a financiamentos de veículos e crédito pessoal. No segmento de pessoas jurídicas, apresentaram maior dinamismo as modalidades capital de giro e conta garantida.

O saldo total das operações de crédito, computados recursos livres e direcionados, atingiu R\$1.804 bilhões em maio, elevando-se 4% no trimestre e 20,4% em doze meses, e passando a representar 46,9% do PIB, ante 46,2% em fevereiro e 44% em igual período do ano anterior. As representatividades dos bancos públicos, dos bancos privados nacionais e das instituições estrangeiras no total das operações de crédito totalizaram 41,8%, 41% e 17,2%, respectivamente, registrando, na ordem, variações trimestrais de -0,2 p.p., 0,3 p.p. e -0,1 p.p.

O crédito ao setor privado somou R\$1.736 bilhões em maio, expandindo-se 4,2% no trimestre e 20,8% em doze meses. Os financiamentos destinados ao comércio, somaram R\$183,9 bilhões, aumentando 4,4% no trimestre. As operações relacionadas à indústria cresceram 3,5%, para R\$378,5 bilhões, com relevância para os ramos de siderurgia, energia e agronegócios. As operações direcionadas a outros serviços, evidenciando a demanda dos segmentos

transportes, consultoria de negócios e energia, atingiram R\$303,3 bilhões, expandindo-se 3,2% no trimestre.

O volume de crédito ao setor público situou-se em R\$68,2 bilhões, recuando 0,3% no trimestre, mas registrando alta de 10,4% em doze meses. A redução trimestral refletiu a diminuição de 3,8% no saldo das operações envolvendo o governo federal e a expansão de 3,3% na dívida bancária dos estados e municípios, que, traduzindo o impacto de financiamentos do BNDES para investimentos em infraestrutura urbana, na esfera estadual, totalizou R\$34,8 bilhões.

O volume de provisões constituídas pelas instituições financeiras somou R\$100,7 bilhões em maio, equivalendo a 5,6% do total da carteira de empréstimos do sistema financeiro. O saldo provisionado cresceu 4,5% no trimestre, em linha com o aumento de 0,1 p.p. na taxa de inadimplência do sistema financeiro, que atingiu 3,4%.

**Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados**

Discriminação	R\$ bilhões					
	2011				Variação %	
	Fev	Mar	Abr	Mai	3 meses	12 meses
Total	602,0	608,6	615,2	624,9	3,8	25,1
BNDES	363,4	363,7	364,6	368,2	1,3	21,2
Direto	179,7	178,6	178,0	179,4	-0,2	9,0
Repasses	183,7	185,2	186,6	188,8	2,8	35,6
Rural	86,6	88,6	89,7	90,4	4,4	10,7
Bancos e agências	82,0	83,4	84,6	85,1	3,8	9,9
Cooperativas	4,6	5,2	5,1	5,3	14,1	24,9
Habitação	138,1	142,2	146,6	151,8	9,9	48,2
Outros	13,9	14,1	14,2	14,5	4,2	24,7

**Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES**

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-mar		Variação %
	2010	2011	
Total	25 463	24 898	-2,2
Indústria	7 811	7 751	-0,8
Extrativa	223	800	258,7
Produtos alimentícios	2 526	1 703	-32,6
Veículo, reboque e carroceria	615	504	-18,0
Coque, petróleo e combustível	467	639	36,8
Produtos químicos	319	484	51,7
Equipamentos de transportes	444	398	-10,4
Comércio/serviços	15 010	15 026	0,1
Transporte terrestre	6 039	6 274	3,9
Eletricidade e gás	2 511	2 189	-12,8
Comércio	2 240	2 249	0,4
Atividades auxiliares de transportes	488	599	22,7
Construção	1 254	1 282	2,2
Telecomunicações	115	123	6,8
Agropecuária	2 642	2 121	-19,7

Fonte: BNDES

## Operações de crédito com recursos direcionados

Os créditos direcionados totalizaram R\$624,9 bilhões em maio, expandindo-se 3,8% no trimestre e 25,1% em doze meses. Os financiamentos habitacionais com recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) somaram R\$151,8 bilhões, registrando aumentos respectivos de 9,9% e 48,2%, nas bases de comparação mencionadas. Incluídos os financiamentos com recursos livres, o volume de crédito habitacional totalizou R\$161,4 bilhões, correspondendo a 4,2% do PIB e elevando-se 10,3% no trimestre e 49,8% em doze meses.

O crédito rural, excluídas as operações do BNDES, atingiu R\$90,4 bilhões, com aumentos de 4,4% no trimestre e de 10,7% em doze meses. A expansão trimestral refletiu, em especial, o impacto dos aumentos respectivos de 3,8% e 3,1% nos segmentos custeio e investimento, neutralizado, em parte, pelo recuo de 4,3% nas operações destinadas à comercialização. As participações dessas modalidades no total do crédito rural situaram-se, respectivamente, em 40,7%, 51% e 8,3%.

Os financiamentos do BNDES, consideradas as operações diretas e os repasses a instituições financeiras, atingiram R\$368,2 bilhões em maio, aumentando 1,3% no trimestre e 21,2% em doze meses. Os desembolsos

acumulados no primeiro trimestre do ano somaram R\$24,9 bilhões, recuando 2,2% em relação a igual período de 2010, evolução condicionada, fundamentalmente, pelo recuo de 19,7% nas contratações do setor agropecuário. As concessões para micro, pequenas e médias empresas foram responsáveis por 44,8% do total desembolsado no trimestre.

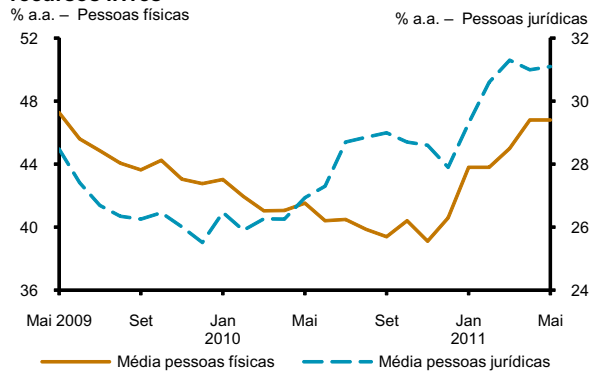
**Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres**

Discriminação	R\$ bilhões					Variação %	
	2011					3	12
	Fev	Mar	Abr	Mai	meses meses		
Total	1 132,9	1 145,1	1 161,5	1 179,6	4,1	18,1	
Pessoa jurídica	561,8	569,0	578,5	586,7	4,4	17,8	
Referencial <sup>1/</sup>	471,0	476,4	484,9	492,2	4,5	18,9	
Rec. domésticos	419,1	424,9	431,5	435,8	4,0	20,5	
Rec. externos	51,9	51,5	53,4	56,4	8,8	8,1	
Leasing <sup>2/</sup>	39,1	38,7	37,6	37,1	-5,1	-19,1	
Rural <sup>2/</sup>	3,5	3,2	3,3	3,4	-3,9	-3,2	
Outros <sup>2/</sup>	48,1	50,7	52,7	54,1	12,3	54,7	
Pessoa física	571,2	576,0	583,0	592,8	3,8	18,4	
Referencial <sup>1/</sup>	437,0	443,0	451,3	460,7	5,4	27,4	
Cooperativas	26,5	26,7	27,2	27,6	4,3	21,0	
Leasing	42,2	40,5	39,1	37,8	-10,3	-33,8	
Outros	65,5	65,7	65,3	66,7	1,8	12,3	

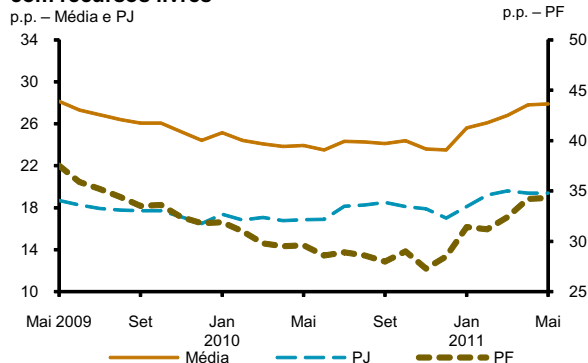
1/ Crédito referencial para taxas de juros, definido pela Circular nº 2.957, de 30 de dezembro de 1999.

2/ Operações lastreadas em recursos domésticos.

**Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres**



**Gráfico 3.4 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres**



## Operações de crédito com recursos livres

O estoque das operações de crédito com recursos livres somou R\$1.180 bilhões em maio, aumentando 4,1% no trimestre e 18,1% em doze meses. A carteira das pessoas jurídicas totalizou R\$586,7 bilhões, crescendo 4,4% no trimestre e 17,8% em doze meses, com ênfase no dinamismo das modalidades capital de giro e conta garantida. A carteira de pessoas físicas somou R\$592,8 bilhões, com expansões de 3,8% no trimestre e de 18,4% em doze meses, ante, na ordem, 4% e 19,4% no trimestre encerrado em fevereiro, ressaltando-se que a desaceleração registrada na variação trimestral evidenciou, em especial, o decréscimo de 10,4% nas concessões para aquisição de bens, sobretudo, de veículos.

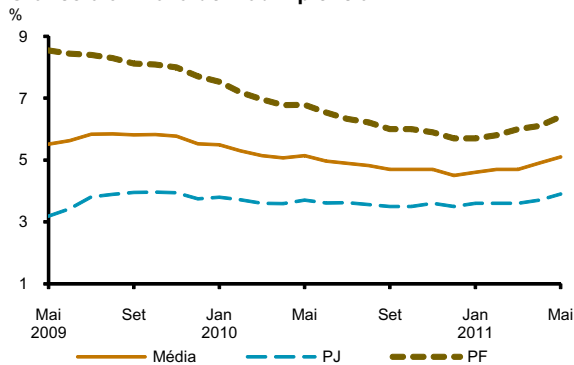
## Taxa de juros e inadimplência

A taxa média de juros do crédito referencial atingiu 40% a.a. em maio, aumentando 1,9 p.p. no trimestre e 5,1 p.p. em doze meses. A trajetória ascendente refletiu os impactos das medidas macroprudenciais adotadas recentemente e dos aumentos da taxa básica de juros. Nesse contexto, o *spread* bancário situou-se em 27,9 p.p., crescendo 1,8 p.p. no trimestre e 3,9 p.p. em doze meses.

A taxa média de juros no segmento de pessoas físicas atingiu 46,8% em maio, elevando-se 3 p.p. no trimestre e 5,3 p.p. em doze meses, ressaltando-se os aumentos trimestrais respectivos de 3,1 p.p. e 1,7 p.p. nas modalidades aquisição de veículos e crédito pessoal. A taxa relativa ao segmento de pessoas jurídicas atingiu 31,1%, aumentando 0,5 p.p. no trimestre e 4,2 p.p. em doze meses.

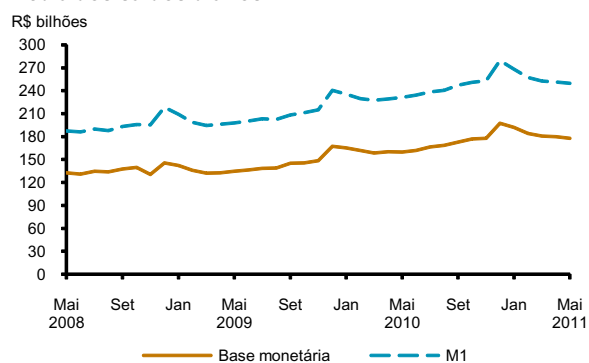
A taxa de inadimplência relativa ao crédito referencial, considerados atrasos superiores a noventa dias, situou-se em 5,1% em maio, variando 0,4 p.p. no trimestre e mantendo estabilidade em doze meses. A evolução

**Gráfico 3.5 – Taxa de inadimplência<sup>1/</sup>**

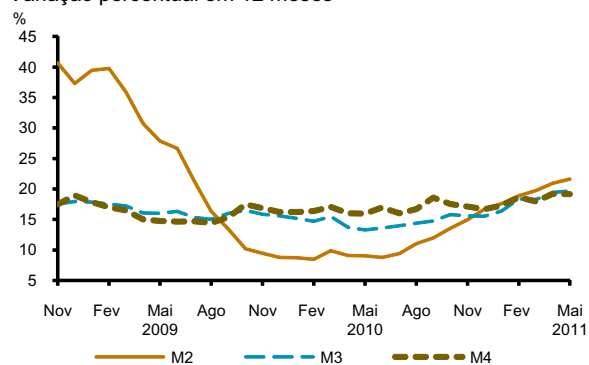


1/ Percentual da carteira de recursos livres com atraso superior a noventa dias.

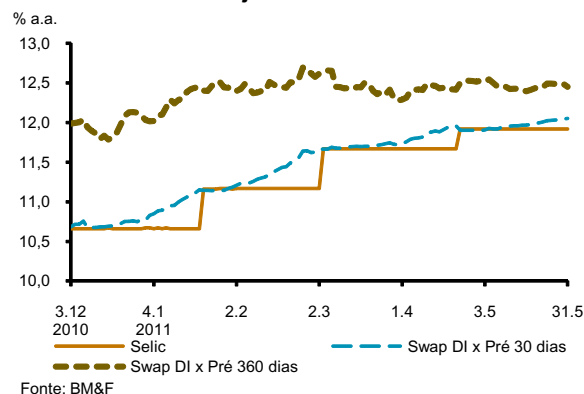
**Gráfico 3.6 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários**



**Gráfico 3.7 – Meios de pagamento ampliados**  
Variação percentual em 12 meses



**Gráfico 3.8 – Taxas de juros**



Fonte: BM&F

trimestral refletiu as elevações respectivas de 0,6 p.p. e 0,3 p.p. registradas nos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas. Os atrasos de 15 a 90 dias apresentaram acréscimos trimestrais respectivos de 0,4 p.p. e de 0,1 p.p. nos segmentos mencionados, situando-se, na ordem, em 6,3% e 2,2%.

## 3.2 Agregados monetários

Os meios de pagamento restritos (M1) registraram saldo médio diário de R\$249,8 bilhões em maio. O recuo de 2,9% relativamente a fevereiro refletiu as retrações registradas nos saldos médios do papel-moeda em poder do público, 3,1%, e dos depósitos à vista, 2,7%, enquanto a expansão anual de 7,9% decorreu de acréscimos respectivos de 11,1% e 5,6%. O saldo médio da base monetária atingiu R\$177,6 bilhões, com redução trimestral de 3,4% e aumento anual de 11,1%.

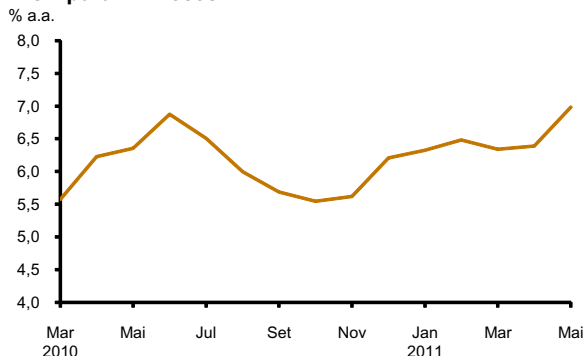
Considerados saldos em final de período, a base monetária totalizou R\$178,3 bilhões em maio. A retração trimestral de R\$7,3 bilhões refletiu o impacto contracionista das operações com o Tesouro Nacional, R\$38,6 bilhões; das operações com títulos públicos federais, R\$1,9 bilhão; e dos recolhimentos compulsórios, R\$1,2 bilhão, neutralizado, em parte, pelas compras líquidas de divisas pelo Banco Central, R\$31,7 bilhões, e pelos ajustes nas operações do Banco Central no mercado de derivativos, R\$1,1 bilhão.

Os meios de pagamento, no conceito M2, somaram R\$1,4 trilhão, aumentando 4,3% no trimestre e 21,6% em doze meses, enquanto o M3 atingiu R\$2,7 trilhões, representando altas de 3,4% e 19,7% nos mesmos períodos e o M4, R\$3,2 trilhões, elevando-se, na ordem, 3,3% e 19,2%.

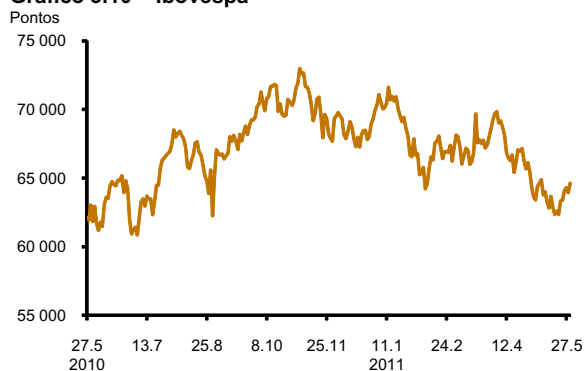
### Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A curva da taxa de juros futuros dos contratos de *swap* DI x pré de prazo mais curto apresentou aumento ao longo do trimestre e, ao final de maio, tendência de estabilidade, passando a acompanhar os contratos de prazo mais longo. A taxa de juros futuros dos contratos de *swap* DI x pré de 360 dias registrou queda de 129 p.b. no trimestre, atingindo 12,4% a.a. ao final de maio.

**Gráfico 3.9 – Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses**

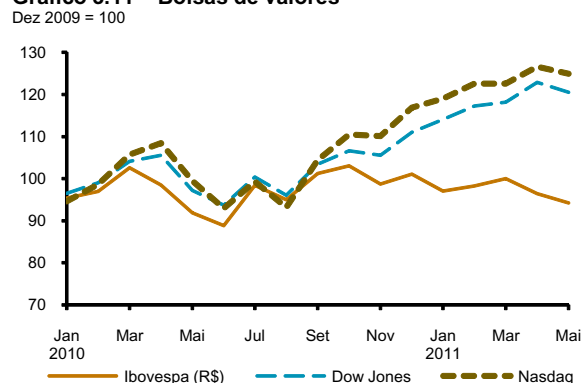


**Gráfico 3.10 – Ibovespa**

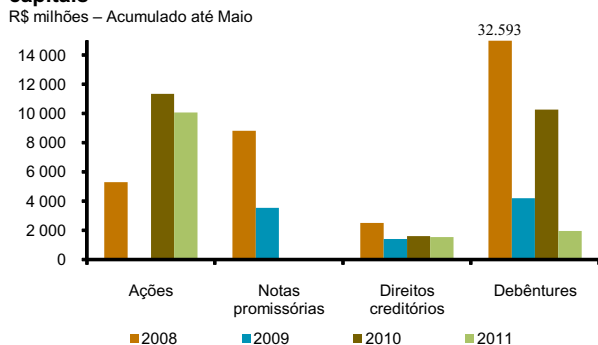


Fonte: Bovespa

**Gráfico 3.11 – Bolsas de valores**



**Gráfico 3.12 – Emissões primárias no mercado de capitais**



Fonte: CVM

A taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, calculada a partir da pesquisa Relatório de Mercado de 31 de maio, atingiu 7% a.a., ante 6,5% a.a. ao final de fevereiro. Contribuiu para esse resultado principalmente a redução de 5,6%, em abril, para 5,1%, em maio, das expectativas para a variação do IPCA nos próximos doze meses.

## Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) apresentou acentuada volatilidade ao longo do trimestre, atingindo 64.620 pontos no final de maio. O valor de mercado das empresas listadas no índice se manteve estável em R\$1,9 trilhão, enquanto a média diária do volume transacionado diminuiu 4,2% em relação ao trimestre anterior. Avaliado em dólares, o Ibovespa subiu 0,8% no trimestre, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq elevaram-se 2,8% e 1,9%, respectivamente.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, totalizou R\$13,6 bilhões até maio de 2011, ante R\$23,2 bilhões em igual período de 2010, ressaltando-se a contração, de R\$10,3 bilhões para R\$2 bilhões, nas emissões de debêntures.

## 3.3 Política fiscal

O governo elevou a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incidente sobre compras de bens e serviços realizadas no exterior com cartão de crédito para 6,38%, ao final de março. Adicionalmente, introduziu, em abril, a cobrança de IOF de 6% sobre as operações de empréstimos externos, contratadas na forma direta ou mediante a emissão de títulos no mercado internacional com prazo inferior a dois anos, e aumentou, de 1,5% para 3%, a alíquota sobre as operações de crédito domésticas com pessoas físicas, exceto as referentes a financiamentos imobiliários.

Objetivando aumentar o nível de formalização dos microempresários, foi editada, em abril, medida provisória reduzindo, de 11% para 5% do valor do salário mínimo, a alíquota de contribuição previdenciária a que está sujeito o

empresário individual com receita bruta anual de até R\$36 mil.

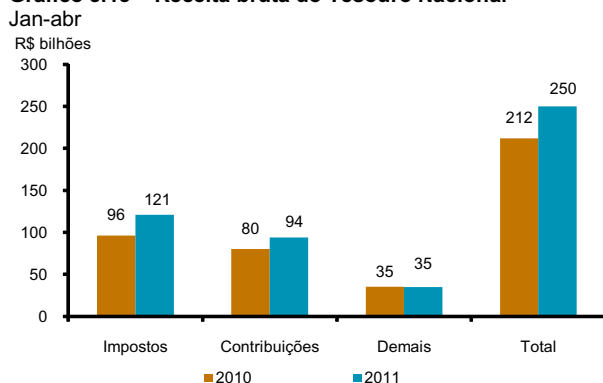
O governo encaminhou ao Congresso Nacional projeto de lei de diretrizes orçamentárias para 2012. A meta de superávit primário para o setor público consolidado foi fixada em R\$139,8 bilhões, 3,1% do PIB estimado para aquele ano, dos quais 2,15% na esfera do Governo Central e 0,95% na relativa aos governos regionais. O projeto prevê, de forma semelhante ao ocorrido nos últimos anos, a possibilidade de abatimento da meta de superávit das despesas relativas ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), estimadas em 0,9% do PIB.

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

Segmento	2009		2010		Abr 2011 <sup>1/</sup>	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-42,4	-1,3	-78,7	-2,1	-94,5	-2,5
Governos regionais	-21,0	-0,7	-20,6	-0,6	-24,1	-0,6
Empresas estatais	-1,3	-0,0	-2,3	-0,1	-1,0	-0,0
Total	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-119,6	-3,2

1/ Acumulado em doze meses até abril.

**Gráfico 3.13 – Receita bruta do Tesouro Nacional**



**Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional**

Jan-abr

Discriminação	2010		2011	
	R\$	% do	R\$	% do
	milhões	PIB	milhões	PIB
Total	123 560	11,0	135 320	10,7
Pessoal e encargos sociais	53 494	4,7	59 400	4,7
Custeio e capital	69 679	6,2	75 252	6,0
FAT	7 279	0,6	7 772	0,6
Subsídio e subvenções	3 453	0,3	3 005	0,2
Loas/RMV	7 231	0,6	8 121	0,6
Investimento	12 803	1,1	13 381	1,1
Outras	38 913	3,5	42 973	3,4
Transferências ao Bacen	388	0,0	668	0,1

Fonte: Minifaz/STN

## Necessidades de financiamento do setor público

O superávit primário do setor público consolidado atingiu R\$57,3 bilhões, 4,54% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2011, ante 3,50% do PIB no período correspondente do ano anterior. Essa evolução refletiu o aumento dos superávits do Governo Central e dos governos regionais, neutralizado, em parte, pela inversão, de superávit para déficit, no resultado das empresas estatais.

A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$249,9 bilhões no quadrimestre, elevando-se 18%, 1 p.p. do PIB, em relação a igual período de 2010. Esse resultado também reflete a base deprimida, haja vista que isenções tributárias introduzidas durante a crise de 2008/2009 ainda estavam em vigor no primeiro trimestre de 2010. A arrecadação do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), refletindo os aumentos da produção industrial e das importações, cresceu 30,1%, enquanto a relativa ao Imposto de Renda – Pessoa Jurídica, evidenciando o desempenho favorável das empresas no último trimestre de 2010 e o impacto da declaração de ajuste relativa àquele ano, elevou-se 25,8%.

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$135,3 bilhões no quadrimestre finalizado em abril, aumentando 9,5% em relação a igual intervalo de 2010. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 11%, impulsionados pela elevação de R\$4,8 bilhões das despesas no Poder Executivo, e os referentes a custeio e capital, 8%, destacando-se o aumento de 39,3% nos dispêndios com o PAC. Consideradas como proporção do PIB, as despesas com pessoal e as relativas a custeio e capital registraram recuos respectivos de 0,04 p.p. e 0,23 p.p., no período.

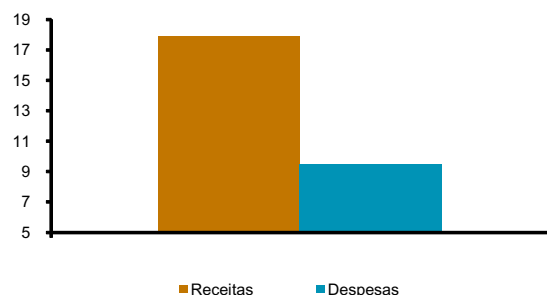
**Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social**

Jan-abr

Discriminação	R\$ bilhões		
	2010	2011	Var. %
Arrecadação bruta	69,2	80,7	16,6
Restituição/devolução	-0,2	-0,2	17,3
Transferência a terceiros	-7,5	-9,0	19,5
Arrecadação líquida	61,5	71,5	16,2
Benefícios previdenciários	78,7	86,7	10,1
Resultado primário	-17,2	-15,2	-11,8
Arrecadação líquida/PIB	5,5%	5,7%	
Benefícios/PIB	7,0%	6,9%	
Resultado primário/PIB	-1,5%	-1,2%	

**Gráfico 3.14 – Crescimento das receitas e despesas do Tesouro Nacional**

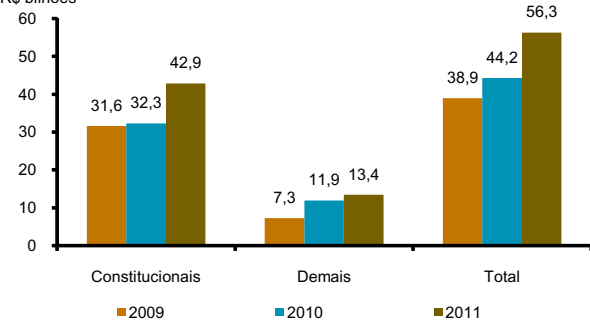
Acumulado no ano até abril  
%



**Gráfico 3.15 – Transferências para estados e municípios em 2011**

Jan-abr

R\$ bilhões

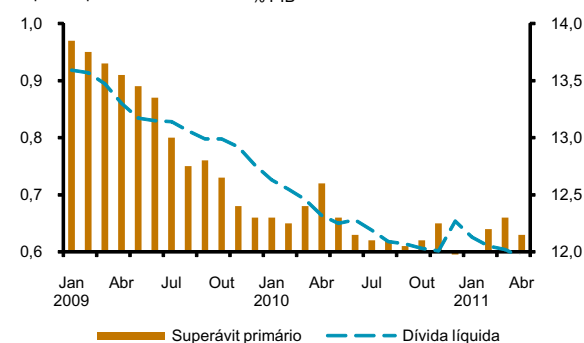


**Gráfico 3.16 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida**

Superávit primário

% PIB

Dívida líquida



O déficit da Previdência Social somou R\$15,2 bilhões no quadrimestre, reduzindo-se 11,8%, 0,33 p.p. do PIB, em relação a igual período de 2010. A arrecadação líquida da Previdência, refletindo o aumento da massa salarial, cresceu 16,2% enquanto as despesas com benefícios previdenciários, traduzindo o impacto da correção no salário mínimo sobre o valor médio das aposentadorias e auxílios pagos, 10,1%.

As receitas do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – aumentaram 16% nos quatro primeiros meses de 2011, em relação a igual período de 2010, e as despesas, 9,7%, resultando em elevação de 62% no respectivo superávit.

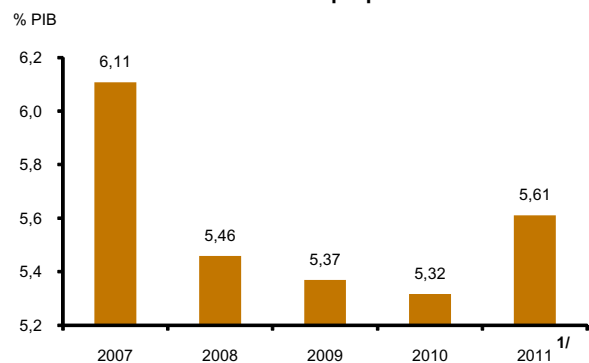
As transferências para os governos regionais totalizaram R\$56,3 bilhões no período, elevando-se 27,3% em relação ao intervalo correspondente de 2010, com ênfase no impacto dos aumentos nos recursos transferidos por meio dos fundos de participação, 32,8%, e nos repasses de recursos do Fundeb, 132,2%. Ressalte-se que no primeiro quadrimestre de 2010 a União havia repassado aos estados e municípios, a título de apoio financeiro, R\$1,3 bilhão, sem correspondência em 2011.

A arrecadação do principal tributo regional, o Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), cresceu 13,6% no primeiro trimestre de 2011, em relação a igual período de 2010, enquanto a relativa ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) recuou 5,6%.

O superávit primário dos governos regionais atingiu R\$16,3 bilhões no quadrimestre encerrado em abril, elevando-se 0,15 p.p. do PIB em relação ao período equivalente do ano anterior. Houve melhora nos resultados dos governos estaduais e dos municipais.

As empresas estatais registraram déficit de R\$189 milhões no período, ante R\$1,1 bilhão no quadrimestre finalizado em abril de 2010, resultado de inversão, de superávit de R\$116 milhões para déficit de R\$540 milhões, no âmbito das empresas estatais federais, e de recuo de 68% no superávit das empresas estatais estaduais.

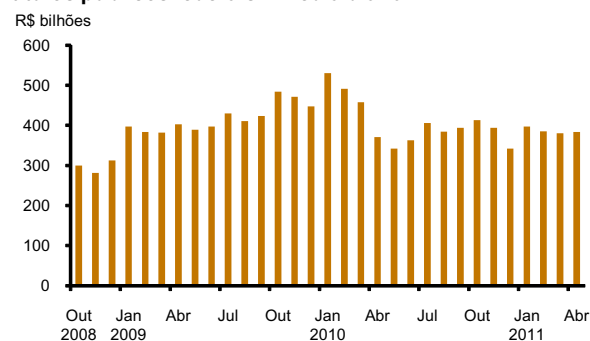
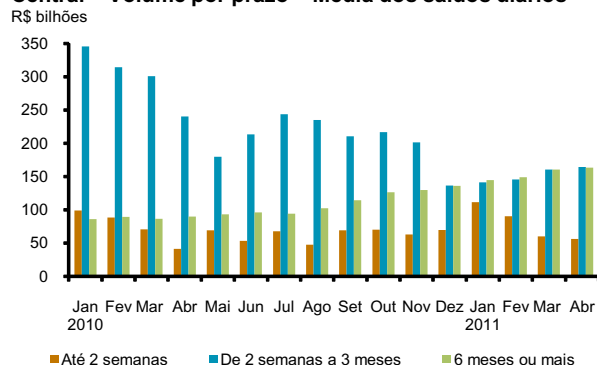
Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$78,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2011, 6,23% do PIB, elevando-se 0,9 p.p. do PIB em relação a igual intervalo de 2010. Esse aumento foi influenciado pela aceleração do IPCA e pelo aumento da taxa Selic,

**Gráfico 3.17 – Juros nominais apropriados**

1/ Valores acumulados em doze meses até abril.

**Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público**

Discriminação	2009		2010		Abr 2011	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões	bilhões	bilhões	bilhões	bilhões	bilhões
Usos	106,2	3,3	93,7	2,5	21,3	6,7
Primário	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-57,3	-18,2
Juros	171,0	5,4	195,4	5,3	78,6	24,9
Fontes	106,2	3,3	93,7	2,5	21,3	6,7
Financiamento interno	161,5	5,1	178,5	4,9	83,1	26,4
Dívida mobiliária	265,5	8,3	35,2	1,0	137,3	43,5
Dívida bancária	-123,2	-3,9	100,9	2,7	-22,2	-7,1
Outros	19,3	0,6	42,5	1,2	-31,9	-10,1
Financiamento externo	-55,3	-1,7	-84,9	-2,3	-61,9	-19,6

**Gráfico 3.18 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária****Gráfico 3.19 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários**

indicadores que incidem sobre parcela expressiva da dívida mobiliária federal.

O setor público consolidado registrou déficit nominal de R\$21,3 bilhões no quadrimestre, 1,69% do PIB, ante 1,83% do PIB nos quatro primeiros meses de 2010. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária, contrabalançada, em parte, pelas reduções observadas no financiamento externo líquido, na dívida bancária líquida e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

## Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em emissões líquidas de R\$57,8 bilhões no trimestre encerrado em abril, resultado de colocações de R\$130 bilhões e resgates de R\$72,2 bilhões. As operações de troca totalizaram R\$14,3 bilhões, das quais 60,3% realizadas com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) –, e 35% com Letras do Tesouro Nacional (LTN). Os resgates antecipados, concentrados em Letras Financeiras do Tesouro (LFT) –, somaram R\$0,7 bilhão.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$383,6 bilhões em abril. O recuo trimestral de 3,4% decorreu de aumentos respectivos de R\$144,8 bilhões para R\$163,2 bilhões, e de R\$141,1 bilhões para R\$164,5 bilhões nas operações de seis meses e de duas semanas a três meses, na ordem, e de retração, de R\$111,4 bilhões para R\$56 bilhões, naquelas com prazo inferior a duas semanas.

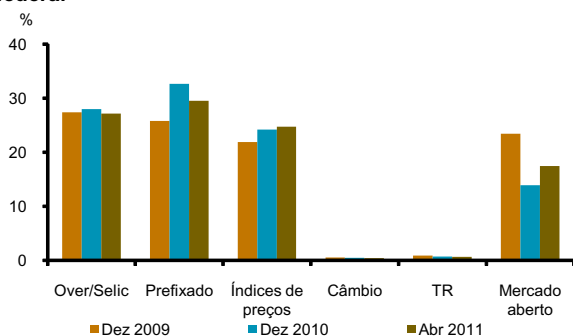
## Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.653,1 bilhões em abril, 43,4% do PIB, registrando variações de 1,8 p.p. do PIB no trimestre e de -1,3 p.p. do PIB em doze meses. A elevação trimestral traduziu, em especial, o impacto das emissões líquidas de R\$61,5 bilhões realizados no mercado primário e da incorporação de juros nominais de R\$49,6 bilhões.

As participações dos títulos prefixados e daqueles atrelados a índices de preços no total da dívida mobiliária

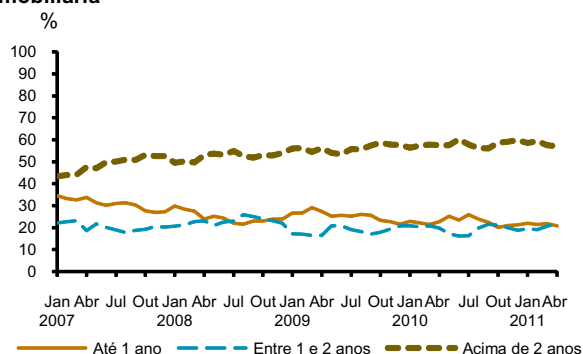


**Gráfico 3.20 – Composição da dívida mobiliária federal<sup>1/</sup>**



1/ Não inclui swap.

**Gráfico 3.21 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária**



federal registraram acréscimos trimestrais respectivos de 2 p.p. e 0,8 p.p. em abril, enquanto as relativas aos títulos vinculados à taxa *over*/Selic e aos financiamentos do Banco Central por meio das operações de mercado aberto reduziram-se 0,6 p.p. e 2,1 p.p. respectivamente.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em abril: 12,6% do total em 2011; 19,1% em 2012; e 68,4% a partir de janeiro de 2013. Os títulos vincendos em 12 meses representavam 20,9% da dívida mobiliária em mercado e o prazo médio de vencimento da dívida atingia 41,8 meses, ante intervalos respectivos de 21% a 25% e de 42 a 44,4 meses estabelecidos pelo Plano Anual de Financiamento – 2011.

O estoque das operações reversas de *swap* cambial totalizou R\$17,5 bilhões em abril, ressaltando-se que o resultado obtido nos três últimos meses – diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom – foi desfavorável ao Banco Central em R\$1,5 bilhão, no conceito caixa.

## Dívida líquida do setor público

**Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida**

Fatores condicionantes

Discriminação	2009		2010		Abr 2011	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
<b>Dívida líquida</b>						
total – Saldo	1 362 711	42,8	1 475 820	40,2	1 518 660	39,8
<b>Fluxos acumulados no ano</b>						
Varição DLSP	194 472	4,3	113 109	-2,6	42 840	-0,3
Fatores	194 472	6,1	113 109	3,1	42 840	1,1
NFSP	106 242	3,3	93 673	2,5	21 271	0,6
Primário	-64 769	-2,0	-101 696	-2,8	-57 315	-1,5
Juros	171 011	5,4	195 369	5,3	78 586	2,1
Ajuste cambial	80 886	2,5	17 677	0,5	25 018	0,7
Dívida interna <sup>1/</sup>	-3414	-0,1	1513	0,0	1903	0,0
Dívida externa	84 300	2,6	16 163	0,4	23 116	0,6
Outros <sup>2/</sup>	10 907	0,3	1 533	0,0	-6 122	-0,2
Reconhecimento						
de dívidas	-345	0,0	2969	0,1	2673	0,1
Privatizações	-3217	-0,1	-2742	-0,1	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-1,9		-5,7		-1,4

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

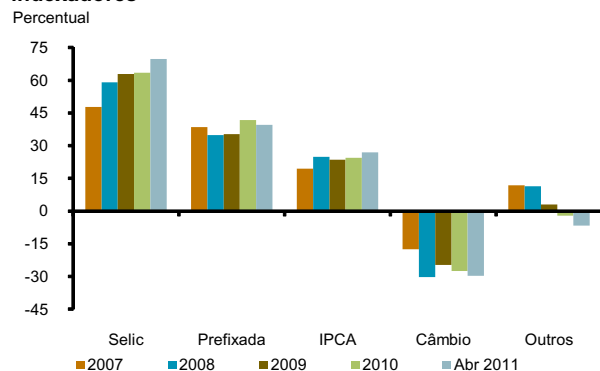
2/ Paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.518,7 bilhões em abril, 39,8% do PIB. A retração de 0,3 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2010 refletiu as contribuições do superávit primário, 1,5 p.p.; do crescimento do PIB corrente, 1,4 p.p.; e da variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,2 p.p. do PIB; neutralizadas, em parte, pelos impactos da apropriação dos juros nominais, 2,1 p.p.; da apreciação cambial de 5,6% acumulada no ano, 0,7 p.p.; e do reconhecimento de dívidas, 0,1 p.p.

Em relação à evolução da composição da DLSP, ressaltem-se os crescimentos quadrimestrais nas parcelas indexadas à taxa Selic, 6,3 p.p., e ao IPCA, 2,6 p.p., e os recuos nas parcelas sem remuneração, 4,1 p.p., e pré-fixada, 2,2, p.p.

A Dívida Bruta do Governo Geral – Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), governos estaduais e governos municipais – atingiu R\$2.135,4 bilhões, 56% do PIB, em abril. O aumento quadrimestral de 1,3 p.p. do PIB refletiu, em especial, a elevação, de 7,9% do PIB para 9,9% do PIB, no estoque de operações compromissadas.

**Gráfico 3.22 – DLSP – Participação percentual por indexadores**



## 3.4 Conclusão

As operações de crédito do sistema financeiro nacional registraram moderação no início de 2011, em resposta a ações macroprudenciais e ações de política monetária recentemente implementadas. O arrefecimento no ritmo de novas contratações vem ocorrendo, em especial, nos empréstimos às famílias.

O aumento nas taxas de juros e a maior restritividade para a concessão de empréstimos com prazos longos contribuiu para o aumento, ainda que de forma reduzida, da taxa de inadimplência no segmento de pessoas físicas a partir de fevereiro. Esse indicador, porém, permanece em patamar historicamente baixo.

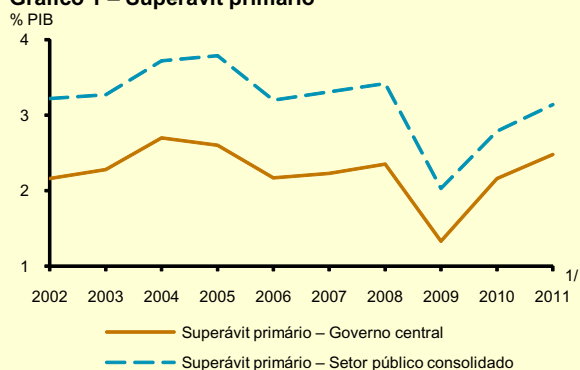
A desaceleração registrada nos financiamentos a pessoas jurídicas traduziu, em grande parte, a redução nos desembolsos do BNDES, parcialmente compensada pela recuperação dos adiantamentos a exportadores (Adiantamento de Contratos de Câmbio – ACC). Nesse cenário, estima-se que o mercado de crédito continuará a crescer em ritmo moderado.

O dinamismo da atividade econômica no primeiro quadrimestre, traduzindo-se no crescimento das receitas públicas, e o esforço para a contenção de despesas governamentais no período exerceram desdobramentos favoráveis sobre as contas públicas, concorrendo para a elevação do superávit primário, em linha com a meta fiscal prevista para o ano. Vale ressaltar que a consecução dessa meta constitui fator relevante para a permanência do cenário de estabilidade econômica e para a redução do nível de endividamento líquido.

## Impulso Fiscal

O impulso fiscal, indicador destinado a mensurar o impacto de medidas fiscais discricionárias do governo – ações pró-cíclicas ou anticíclicas que não são vinculadas ao desempenho da economia e à contratos, no curto prazo – constitui subsídio importante para a condução da política monetária<sup>1</sup>. Dada a relevância do assunto, este boxe avalia, sob três métodos, a evolução da política fiscal do Governo Central – responsável pela maior parcela das metas de superávit primário – no período 2001 a 2011.

**Gráfico 1 – Superávit primário**



A política fiscal implementada desde final dos anos 90 gerou superávits primários no setor público consolidado e no Governo Central, que registraram médias respectivas de 3,2% do Produto Interno Bruto (PIB) e de 2,2% do PIB, de 2002 a 2010, conforme o Gráfico 1. Considerando que no período mencionado a taxa de crescimento real do PIB registrou oscilações relevantes, o desempenho fiscal do setor público e, em particular, do Governo Central, esteve associado não apenas à evolução de receitas, mas também ao impacto de decisões discricionárias, tanto no que se refere a elevação, quando ao corte de despesas.

A literatura sugere diversos métodos de cálculo do impulso fiscal. Neste boxe, são considerados três dos mais frequentemente utilizados: (1) do Fundo Monetário Internacional (FMI); (2) da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE); e (3) o holandês, representados nas equações a seguir<sup>2</sup>:

1/ Definições menos elaboradas de impulso fiscal podem incluir a própria diferença entre o resultado primário de um período em relação ao período anterior, medida que, mesmo tendo a vantagem da simplicidade, ignora o efeito do ciclo econômico, conforme comentado. Ver, a respeito, Alesina e Perotti (1995). O impulso fiscal é geralmente calculado considerando as contas primárias do governo, mas é possível calculá-lo com base no resultado nominal. Ver, a respeito, IMF (2006).

2/ Exemplo de estudo semelhante, feito para o caso mexicano, pode ser visto em Sidaoui (2003).

$$FMI = \left( \Delta G - \frac{G_0}{Y_0^p} \Delta Y^p \right) - \left( \Delta T - \frac{T_0}{Y_0} \Delta Y \right)$$

$$OCDE = \Delta \left( G - \rho_G \frac{G_{-1}}{Y_{-1}} (Y - Y^p) \right) - \Delta \left( T - \rho_T \frac{T_{-1}}{Y_{-1}} (Y - Y^p) \right)$$

$$Holandês = \left( \Delta G - \frac{G_{-1}}{Y_{-1}^p} \Delta Y^p \right) - \left( \Delta T - \frac{T_{-1}}{Y_{-1}} \Delta Y \right)$$

Onde:

G – despesas do governo;

T – receitas do governo;

Y e Y<sup>P</sup> – PIB efetivo e potencial, respectivamente;

$\rho_G$  e  $\rho_T$  – elasticidade das despesas e receitas do governo em relação ao PIB, respectivamente;

Os subscritos *o*, *t* e *-1* indicam, respectivamente, os períodos base, período t e período anterior a t.

O método do FMI calcula o impulso tendo como referência um ano base onde o produto efetivo se aproxime do potencial. No método da OCDE, são calculadas as elasticidades das receitas e despesas do governo, as quais são implicitamente consideradas unitárias no método do FMI<sup>3</sup>. O método holandês assemelha-se ao do FMI, mas toma como referência o ano anterior.

Ressalte-se que nos métodos do FMI e holandês as receitas e despesas do governo são consideradas ciclicamente neutras se variam na mesma proporção do produto nominal e potencial, respectivamente, e o cálculo do impulso fiscal tende a convergir mais acentuadamente. O cálculo do impulso fiscal de acordo com o método da OCDE considera que as receitas e despesas são ciclicamente neutras se variam de acordo com as elasticidades estimadas, podendo, portanto, apresentar maior discrepância em relação aos resultados dos dois outros métodos. Vale enfatizar que os três métodos somente ajustam o comportamento das receitas e despesas públicas

3/ Discussão mais detalhada dos dois métodos pode ser encontrada em Heller et al (1986).

ao produto, ignorando o efeito de outras variáveis econômicas – como câmbio e juros.

O PIB potencial foi calculado segundo o modelo descrito em Areosa (2008), que considera uma combinação dos métodos de filtro Hodrick e Prescott (HP) e função de produção. As estimativas de elasticidades de receitas e despesas do Governo Central consideraram os valores divulgados pela Secretaria do Tesouro Nacional na apuração do resultado primário<sup>4</sup>. Para ano base, no caso do método do FMI, foi escolhido 2001.

**Tabela 1 – Impulso fiscal do Governo Central**

	% PIB		
	Método de cálculo		
	FMI	OCDE	Holandês
2001	0,0	0,1	0,0
2002	-0,5	-0,5	-0,5
2003	-0,5	-0,3	-0,5
2004	0,0	-0,4	0,1
2005	0,0	0,0	0,0
2006	0,3	0,3	0,4
2007	-0,1	-0,3	-0,1
2008	-0,9	-1,0	-0,9
2009	1,7	2,0	1,6
2010	0,2	-0,2	0,2
2011 <sup>1/</sup>	-0,9	-1,0	-0,8

1/ Considera crescimento real do PIB de 4%.

Os resultados encontram-se na Tabela 1 e mostram compatibilidade entre si, ressaltando-se que sinais positivos e negativos indicam, respectivamente, política fiscal (impulso) expansionista e contracionista. Observe-se, por exemplo, que o impulso fiscal foi negativo em 2003, quando a taxa de crescimento real do PIB foi a segunda menor do período amostral e ocorreu aumento do superávit primário.

Em meados da década a política fiscal apresentou certa neutralidade, voltou a se mostrar contracionista em 2008, quando taxas elevadas de crescimento do PIB foram acompanhadas por elevação do superávit primário, e registrou reversão em 2009, quando o governo adotou políticas anticíclicas em resposta aos impactos do agravamento da crise internacional e o impulso fiscal atingiu os valores mais expressivos do período amostral. Em 2010, novamente neutralidade, em linha com a retirada dos estímulos mencionados<sup>5</sup> e com a entrada em novo ciclo de expansão da economia.

Em 2011, considerando as hipóteses de crescimento do PIB e de cumprimento da meta de superávit primário, sem ajustes, definida para o Governo Central<sup>6</sup>, o ajuste fiscal deverá se situar entre 0,8% e 1% do PIB, dependendo do método considerado.

Em resumo, o cálculo do impulso fiscal, indicador que agrega subsídio relevante ao

4/ As elasticidades foram calculadas considerando as séries de receitas líquidas e despesas totais do Governo Central. Foram realizados ajustes apenas em 2010, para desconsiderar as receitas da cessão onerosa do pré-sal e as despesas com a capitalização da Petrobras, dado seu caráter especial.

5/ Assim como no cálculo das elasticidades de receitas e despesas (ver nota 5), o cálculo do impulso em 2010 desconsiderou as receitas da cessão onerosa do pré-sal e as despesas com a capitalização da Petrobras.

6/ A meta de superávit primário do Governo Central foi definida na Lei de Diretrizes Orçamentárias em R\$81,76 bilhões.

acompanhamento do impacto das atividades do governo na economia, evidencia que, de 2001 a 2011, o Governo Central vem adotando ações discricionárias para adequar a postura fiscal aos ciclos econômicos e à estratégia de manter a relação dívida/ PIB em trajetória decrescente.

### Referências

ALESINA, Alberto; PEROTTI, Roberto. (1995). *Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries. Working Paper Series*. NBER, n. 5214.

AREOSA, Marta. (2008). *Combining Hodrick-Prescott Filtering with a Production Function Approach to Estimate Output Gap. Working Paper Series*. Banco Central do Brasil, n. 172.

HELLER, Peter; HASS, Richard; MANSUR, Ahsan, (1986). *A Review of the Fiscal Impulse Measure. Occasional Paper*. International Monetary Fund, n.44.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. (2006). *Methodology for Fiscal Impulse Calculations. Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*. Appendix, nov.

SIDAOU, José. (2003). *Implications of Fiscal Issues for Central Banks: Mexico's Experience. BIS Papers*. BIS, n. 20.

## Expansão do Crédito e Medidas Macroprudenciais

**Tabela 1 – Crédito/PIB**

Países selecionados	Abril de 2011 (%)
Brasil	46,6
Área do Euro	105,9
Alemanha	90,0
Argentina	16,4
Espanha	163,0
EUA <sup>1/</sup>	86,4
França	95,4
Holanda	134,7
Itália	96,2

Fontes: FED, BEA, BCE, Eurostat, BCRA, Indec.

1/ Apenas pessoas físicas.

**Tabela 2 – Crédito habitacional/PIB**

Países selecionados	Abril de 2011 (%)
Brasil	4,1
Área do Euro	40,2
Alemanha	37,7
Espanha	61,2
EUA <sup>1/</sup>	70,3
França	39,8
Holanda	66,1
Itália	22,9

Fontes: FED, Bureau of Economic Analysis, BCE, Eurostat.

1/ Dezembro de 2010.

O volume das operações de crédito no Brasil passou de 26,3% do PIB, em abril de 2005, para 46,6% do Produto Interno Bruto (PIB), em abril de 2011. Nesse cenário, o objetivo deste boxe consiste em avaliar essa expansão de crédito, contextualizar e evidenciar os impactos das medidas macroprudenciais<sup>1</sup> adotadas pelo Banco Central, em dezembro de 2010.

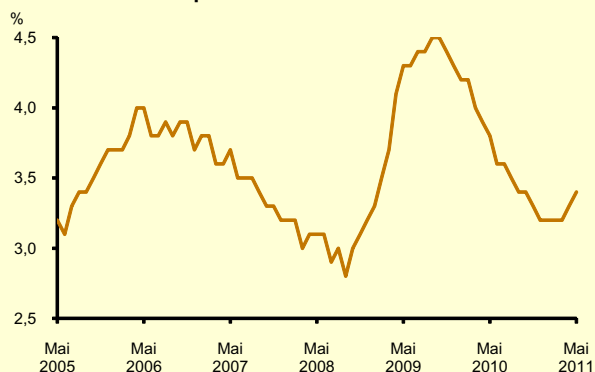
A relação crédito/PIB, apesar de crescimento significativo nos últimos anos, situa-se em patamar inferior ao registrado internacionalmente, conforme a Tabela 1.

Cabe mencionar que o crédito habitacional, segmento mais dinâmico do mercado brasileiro nos últimos anos, mesmo crescendo 49,6% no período de doze meses encerrado em abril de 2011, representava apenas 4,1% do PIB, percentual expressivamente inferior ao assinalado internacionalmente (Tabela 2). Fica evidente, ainda, que o crédito imobiliário explica grande parte da diferença entre a razão crédito/PIB para o Brasil e os demais países da amostra.

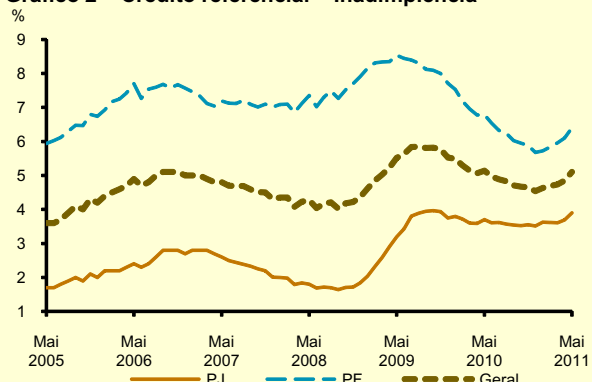
É relevante enfatizar que a evolução do crédito nos últimos anos, mesmo abrangendo um grupo crescente de tomadores com pouco ou nenhum histórico de crédito, e apesar da crise de 2008/2009, não determinou mudança relevante sobre a qualidade da carteira de crédito do sistema. De fato, considerados apenas atrasos superiores a noventa dias, 3,4% do volume total de crédito do sistema

1/ Segundo definição do Comitê sobre o Sistema Financeiro Global (CGFS) do Banco de Compensações Internacionais (BIS), políticas macroprudenciais incorporam dois objetivos principais: i) fortalecer a resiliência do sistema financeiro a retrações econômicas e ii) limitar ativamente o acúmulo de riscos financeiros. Tais objetivos não são mutuamente excludentes e vão além do propósito da política microprudencial de assegurar que instituições individuais tenham capital e liquidez suficientes para absorver choques em suas carteiras de empréstimos e de *funding*. Políticas macroprudenciais consideram, portanto, fatores de risco que transcendem circunstâncias individuais.

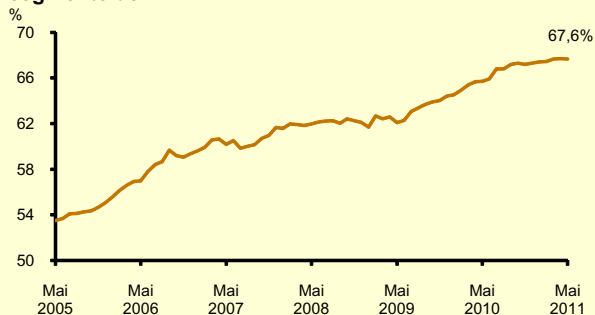
**Gráfico 1 – Inadimplência – Geral**



**Gráfico 2 – Crédito referencial – Inadimplência**



**Gráfico 3 – Participação do crédito consignado, leasing, financiamento de veículos e habitacional no segmento de PF**



financeiro nacional encontrava-se inadimplente em maio de 2011 – o mínimo da série, iniciada em março de 2000, atingiu 2,8% em setembro de 2008 (Gráfico 1).

No âmbito do crédito referencial<sup>2</sup>, a taxa de inadimplência – atrasos superiores a noventa dias – atingiu 4,5% em dezembro de 2010, menor patamar após a crise financeira internacional, sendo 5,7% no segmento de pessoas físicas e 3,5% no de pessoas jurídicas, ante mínimas históricas de 3,5%, em fevereiro de 2005; 5,3%, em outubro de 2000; e de 1,6%, em setembro de 2008, respectivamente (Gráfico 2). Nos primeiros meses deste ano, a inadimplência cresceu marginalmente, o que pode ser atribuído, ao menos em parte, ao aumento nas taxas de juros que se verificou a partir de dezembro de 2010.

Cabe ressaltar o aumento da participação de modalidades de baixo risco e de prazos mais dilatados no estoque de crédito nos últimos anos. Nesse sentido, os financiamentos para aquisição de veículos, as operações de *leasing* com essa finalidade, os financiamentos habitacionais e os empréstimos consignados corresponderam, em conjunto, a 67,7% do volume total de crédito a pessoas físicas em maio de 2011, ante 53,5% em maio de 2005 (Gráfico 3).

A despeito de condições gerais bastante favoráveis em termos agregados, foram identificadas fontes de riscos no aumento da alavancagem das famílias e no alongamento de prazo dos contratos em determinadas modalidades no crédito. Em resposta, o Banco Central adotou, em dezembro de 2010, medidas macroprudenciais com vista a conter esse processo<sup>3</sup>.

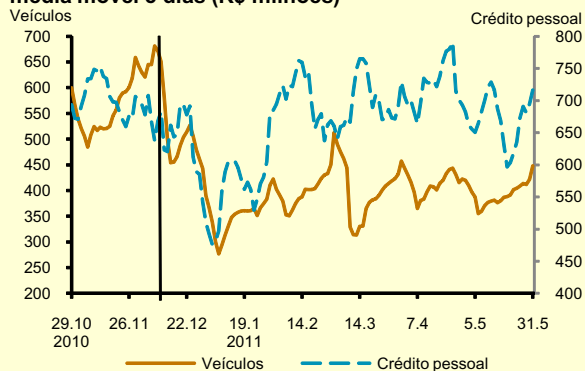
Essas medidas – conforme evidenciado, para os segmentos veículos e crédito pessoal, nos Gráficos 4 a 6 – de modo geral impactaram o volume de concessões, as taxas de juros e os prazos

2/ O crédito referencial para taxa de juros é um subconjunto do crédito com recursos livres, compreendendo as principais modalidades, tais como crédito pessoal, crédito para aquisição de bens, inclusive veículos, cartão de crédito, cheque especial. Não abrange empréstimos concedidos por cooperativas, arrendamentos mercantis (*leasing*) e as parcelas que não sofrem incidência de taxas de juros nas operações com cartão de crédito.

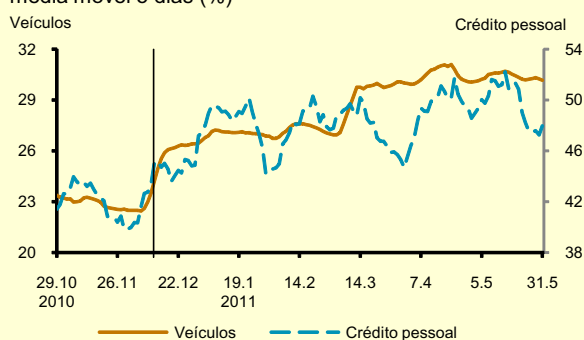
3/ Foram elevados os recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo; as exigibilidades adicionais sobre recursos à vista e a prazo; e o requerimento de capital referente a operações de prazo superior a 24 meses no segmento de pessoas físicas, ressaltando-se que na modalidade crédito consignado a medida foi aplicada nas operações com prazo superior a 36 meses. Cabe acrescentar que a alíquota de IOF incidente sobre operações de crédito de pessoas físicas passou de 1,5% para 3%, em abril deste ano.



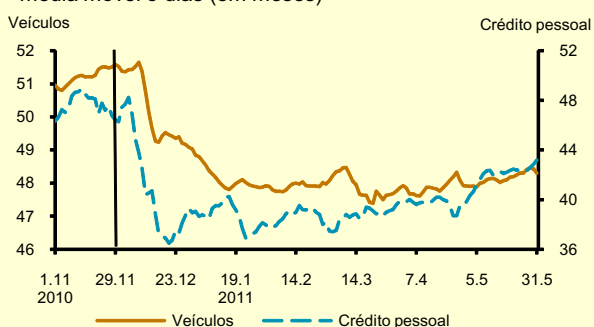
**Gráfico 4 – Veículos e crédito pessoal – concessões média móvel 5 dias (R\$ milhões)**



**Gráfico 5 – Veículos e Crédito pessoal – Taxa de juros média móvel 5 dias (%)**



**Gráfico 6 – Veículos e crédito pessoal – Prazo médio das concessões média móvel 5 dias (em meses)**



médios, contribuindo para a contenção da demanda por novos empréstimos. Com efeito, a taxa de juros média atingiu 30,4% em maio de 2011, ante 22,8% em novembro de 2010, enquanto, na mesma base de comparação, as concessões mensais recuaram de R\$11,2 bilhões para R\$8,8 bilhões, e o prazo médio a decorrer das novas operações, de 51,5 para 48,3 meses.

No mesmo período, as taxas de juros médias na modalidade crédito pessoal aumentaram de 42% para 49,7%, enquanto as concessões, após recuarem de R\$14,4 bilhões para R\$13,7 bilhões, em abril, atingiram R\$15,1 bilhões em maio, e o respectivo prazo médio decresceu de 45,7 meses para 43 meses.

Em síntese, a expansão dos estoques de empréstimos ao longo dos últimos dez anos no âmbito do sistema financeiro nacional verificou-se com estrita manutenção da qualidade do crédito. Ainda assim, o contínuo monitoramento da sua expansão justificou a adoção pontual e tempestiva de ações prudenciais de modo a assegurar a sua sólida fundamentação. Os efeitos até aqui observados das medidas implementadas em dezembro de 2010 demonstram a eficácia dessa atuação, que concorreu para a redução de prazos e desaceleração do crescimento do crédito, sobretudo nas modalidades financiamentos de veículos e crédito pessoal.