

Políticas creditícia, monetária e fiscal

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	2012				R\$ bilhões	
	Fev	Mar	Abr	Mai	Variação %	
					3 meses	12 meses
Total	2 036,4	2 074,6	2 101,6	2 136,5	4,9	18,3
Recursos livres	1 305,6	1 331,1	1 348,4	1 369,6	4,9	16,1
Direcionados	730,8	743,5	753,2	766,9	4,9	22,4

Participação %:						
Total/PIB	48,7	49,2	49,6	50,1		
Rec. livres/PIB	31,2	31,6	31,8	32,1		
Rec. direc./PIB	17,5	17,6	17,8	18,0		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

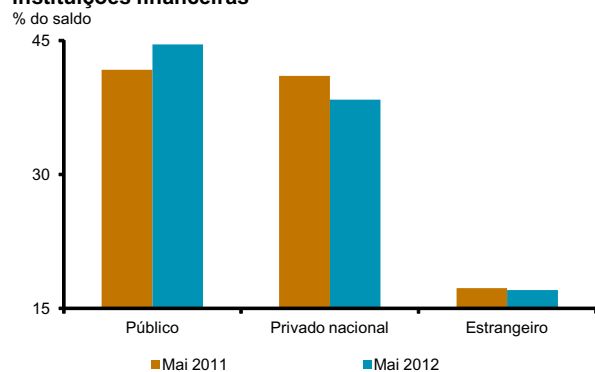
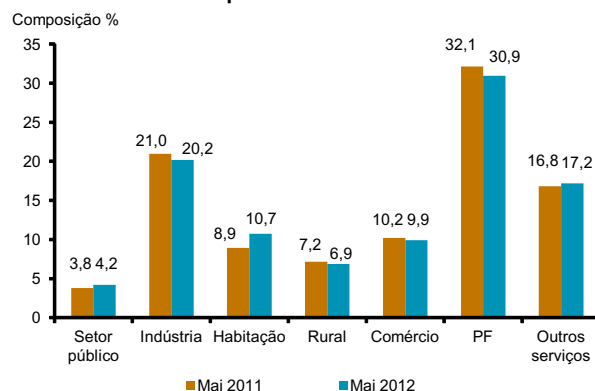


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



3.1 Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro registraram expansão moderada no trimestre encerrado em maio, em linha com o ritmo gradual de recuperação da atividade econômica doméstica, em ambiente de volatilidade nos mercados internacionais. O arrefecimento nas contratações destinadas às famílias evidenciou a postura mais conservadora das instituições financeiras na oferta de recursos, condicionada pela manutenção da inadimplência em patamares relativamente elevados. Vale ressaltar que as trajetórias declinantes das taxas de juros e dos *spreads* bancários, e as perspectivas de redução da inadimplência, contribuem para maior dinamismo do mercado de crédito ao longo dos próximos trimestres.

O saldo total do crédito bancário, consideradas as operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$2.136 bilhões em maio, expandindo-se 4,9% no trimestre e 18,3% em doze meses, contribuindo para que a relação crédito/PIB totalizasse 50,1%, ante 48,7% em fevereiro e 45,7% em igual período de 2011. A participação dos bancos públicos aumentou 0,8 p.p. no trimestre, para 44,6%, favorecida pela expansão do crédito habitacional, enquanto as relativas às instituições privadas nacionais e estrangeiras recuaram, na ordem, 0,6 p.p. e 0,2 p.p., situando-se em 38,4% e 17%, respectivamente.

Os empréstimos ao setor privado totalizaram R\$2.047 bilhões em maio, elevando-se 4,7% no trimestre e 17,8% em doze meses. A evolução trimestral refletiu, em grande parte, as expansões respectivas de 6,6% e de 4,5% nos segmentos outros serviços, com ênfase nas contratações relacionadas às atividades transportes e imobiliária, e indústria, esta impulsionada pela demanda das atividades mineração, agronegócios, e papel e celulose. O estoque de financiamentos habitacionais, com recursos livres e direcionados, alcançou R\$229 bilhões, aumentando 8,7% no trimestre encerrado em maio e 41,9% em doze meses, e

passou a representar 5,4% do PIB, ante 5% em fevereiro e 4,1% em maio de 2011.

Os créditos ao setor público atingiram R\$89,8 bilhões em maio, crescendo 10,6% no trimestre e 31,6% em doze meses. Os financiamentos ao governo federal, concentrados no segmento de energia, e a estados e municípios totalizaram, na ordem, R\$47,6 bilhões e R\$42,2 bilhões, aumentando 16,1% e 5%, respectivamente, no trimestre.

As provisões constituídas pelas instituições financeiras somaram R\$121,9 bilhões em maio, correspondendo a 5,7% da carteira do sistema financeiro, ante 5,8% em fevereiro e 5,6% em igual mês de 2011. O volume provisionado elevou-se 3,2% no trimestre, a despeito da estabilidade observada na inadimplência do sistema financeiro, que, consideradas operações vencidas há mais de noventa dias, atingiu 3,8% em maio.

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões					
	2012				Variação %	
	Fev	Mar	Abr	Mai	3 meses	12 meses
Total	730,8	743,5	753,2	766,9	4,9	22,4
BNDES	416,0	421,1	425,5	432,2	3,9	17,3
Direto	209,6	214,5	217,5	223,3	6,5	24,5
Repasses	206,4	206,6	208,0	209,0	1,2	10,6
Rural	102,6	103,7	104,8	105,9	3,2	15,3
Bancos e agências	97,0	97,9	98,9	99,9	3,0	15,5
Cooperativas	5,6	5,8	6,0	6,1	7,5	11,7
Habituação	195,8	202,2	206,5	212,3	8,4	39,8
Outros	16,4	16,4	16,3	16,4	0,3	13,1

Operações de crédito com recursos direcionados

O estoque de crédito direcionado somou R\$766,9 bilhões em maio, aumentando 4,9% no trimestre e 22,4% em doze meses. Os financiamentos habitacionais, com recursos da caderneta de poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), totalizaram R\$212,3 bilhões, elevando-se 8,4% e 39,8%, nas mesmas bases de comparação. Considerados os recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), os desembolsos de crédito habitacional somaram R\$11,7 bilhões no trimestre terminado em abril, acréscimo de 19,8% em relação a igual período de 2011. O crédito rural, excluindo as operações do BNDES, somou R\$105,9 bilhões, elevando-se 3,2% no trimestre e 15,3% em doze meses.

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-abr		Variação %
	2011	2012	
Total	33 651	34 153	1,5
Indústria	10 520	9 422	-10,4
Produtos alimentícios	2 397	1 250	-47,9
Veículo, reboque e carroceria	646	599	-7,3
Coque, petróleo e combustível	859	598	-30,4
Comércio/serviços	20 316	21 722	6,9
Eletricidade e gás	2 732	4 407	61,3
Construção	1 661	1 845	11,1
Telecomunicações	123	597	385,4
Transportes	8 534	6 388	-25,1
Agropecuária	2 814	3 009	6,9

Fonte: BNDES

Os financiamentos do BNDES, que incluem operações diretas e repasses a instituições financeiras, totalizaram R\$432,2 bilhões em maio, aumentando 3,9% no trimestre e 17,3% em doze meses, destacando-se as expansões respectivas de 6,5% e de 24,5% nas operações diretas. Os desembolsos acumulados no primeiro quadrimestre do ano atingiram R\$34,2 bilhões, recuando 1,5% em relação ao período correspondente do ano anterior. Esse desempenho refletiu, em especial, a retração de 10,4% nas operações contratadas pela indústria, atenuada pelo crescimento de 6,9% no segmento comércio e serviços, com destaque para as operações junto aos setores de eletricidade e gás e telecomunicações. Os desembolsos para micro, pequenas e

médias empresas decresceram 7,3%, para R\$13,9 bilhões, no período, enquanto as consultas formuladas ao BNDES, que representam potenciais desembolsos, cresceram 37,3%, destacando-se a expansão de 71,5% nas solicitações provenientes da indústria.

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões					Variação %	
	2012					3	12
	Fev	Mar	Abr	Mai	meses meses		
Total	1 305,6	1 331,1	1 348,4	1 369,6	4,9	16,1	
Pessoa jurídica	643,9	663,8	673,9	687,0	6,7	17,2	
Referencial ^{1/}	550,1	564,8	575,9	587,4	6,8	19,4	
Rec. domésticos	490,2	500,5	506,2	511,4	4,3	17,4	
Rec. externos	60,0	64,4	69,7	76,0	26,7	34,7	
Leasing ^{2/}	33,7	31,8	30,6	30,4	-9,9	-19,7	
Rural ^{2/}	3,6	4,1	4,1	4,1	13,1	21,8	
Outros ^{2/}	56,4	63,1	63,4	65,1	15,4	22,6	
Pessoa física	661,6	667,3	674,5	682,5	3,2	15,0	
Referencial ^{1/}	521,0	525,2	531,8	536,6	3,0	16,6	
Cooperativas	33,0	34,4	34,9	35,5	7,7	28,6	
Leasing	25,0	23,6	22,6	21,5	-14,0	-42,9	
Outros	82,6	84,1	85,1	88,9	7,5	31,2	

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

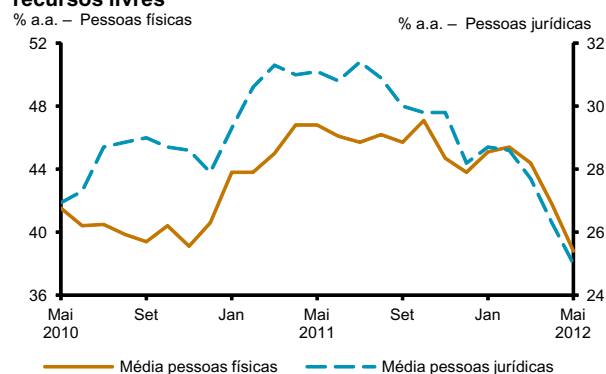
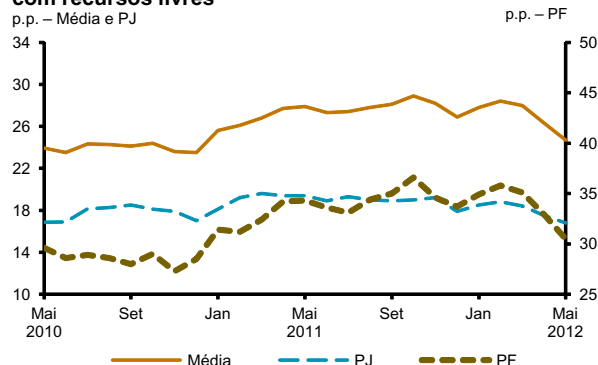


Gráfico 3.4 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres



Operações de crédito com recursos livres

As operações com recursos livres cresceram 4,9% no trimestre e 16,1% em doze meses, atingindo R\$1.370 bilhões em maio, 64,1% do crédito total. Destaquem-se, na evolução trimestral, as expansões nas modalidades com recursos externos, em particular nos Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC).

As modalidades relativas a pessoas jurídicas somaram R\$687 bilhões, elevando-se 6,7% no trimestre e 17,2% em doze meses, com ênfase no crescimento trimestral de 28,7% no saldo das operações de ACC. Os créditos para pessoas físicas somaram R\$682,5 bilhões, aumentando 3,2% no trimestre e 15% em doze meses, destacando-se, na análise trimestral, o arrefecimento na modalidade financiamentos de veículos, que cresceu 1,3%, ante 3,3% no trimestre encerrado em fevereiro.

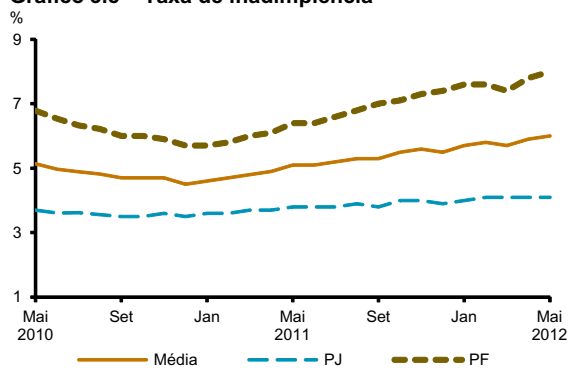
Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros do crédito referencial atingiu 32,9% a.a. em maio. As retrações respectivas de 5,2 p.p. e de 7,1 p.p. registradas no trimestre e em doze meses mostraram-se consistentes com a postura de política monetária. Nesse contexto, o *spread* bancário atingiu 24,7 p.p., recuando 3,7 p.p. no trimestre e 3,2 p.p. em doze meses.

A taxa de juros média no segmento de pessoas físicas atingiu 38,8% a.a. em maio, decrescendo 6,6 p.p. no trimestre (8 p.p. em doze meses), com ênfase nos recuos respectivos de 13,3 p.p. e de 9,2 p.p. nas modalidades cheque especial e crédito pessoal. A taxa relativa às operações com pessoas jurídicas atingiu 25% a.a., recuando 3,6 p.p. no trimestre e 6,1 p.p. em doze meses.

A taxa de inadimplência das modalidades que compõem o crédito referencial totalizou 6% em maio, elevando-se 0,2 p.p. no trimestre e 0,9 p.p. em doze meses. Ocorreram, no trimestre, aumento de 0,4 p.p. nos atrasos no segmento de pessoas físicas e estabilidade no indicador

Gráfico 3.5 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

referente ao segmento de pessoas jurídicas, que atingiram 8% e 4,1%, respectivamente. As perspectivas apontam tendência de redução desses indicadores, o que deverá contribuir para o maior dinamismo do mercado de crédito nos próximos trimestres.

O prazo médio da carteira de crédito referencial atingiu 500 dias em maio, aumentando um dia no trimestre e 23 dias em doze meses. A evolução trimestral decorreu de variações respectivas de 9 dias e de -3 dias nos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, que registraram, na ordem, prazos médios de 607 dias e de 402 dias.

3.2 Agregados monetários

Os meios de pagamento restritos (M1) registraram saldo médio diário de R\$258,9 bilhões em maio, recuando 0,9% no trimestre (crescimento de 3,6% em doze meses), quando as médias diárias do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista decresceram, na ordem, 1,6% e 0,3%. A média diária da base monetária atingiu R\$190,1 bilhões, variando -2,3% no trimestre e 7% em doze meses.

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

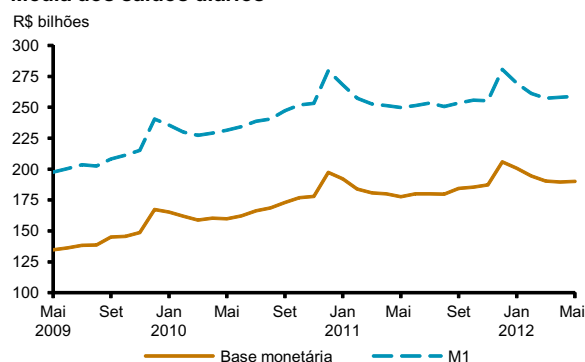
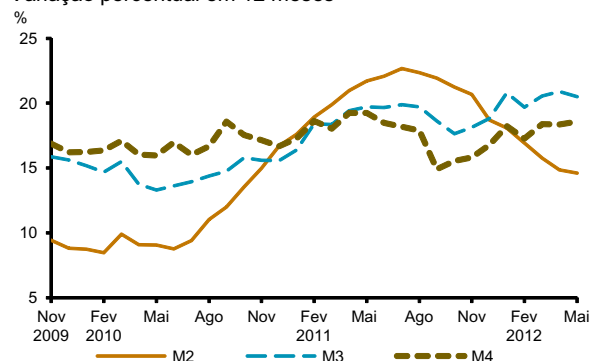


Gráfico 3.7 – Meios de pagamento ampliados

Varição percentual em 12 meses

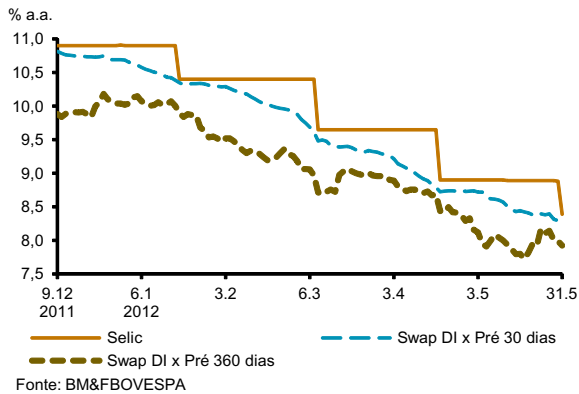


Considerados saldos em finais de período, a base monetária atingiu R\$191,7 bilhões em maio. A expansão trimestral de 0,1% resultou dos impactos contracionistas das operações com títulos públicos federais, R\$17,2 bilhões, e da movimentação na conta única do Tesouro Nacional, R\$34,4 bilhões, e, em sentido inverso, dos impactos das compras líquidas de divisas pelo Banco Central, R\$33,4 bilhões, e dos recolhimentos compulsórios, R\$23,8 bilhões.

A fim de ajustar as condições de liquidez do sistema bancário, o Banco Central editou a Circular nº 3.594, de 21 de maio, permitindo deduzir dos recolhimentos compulsórios sobre recursos a prazo, os saldos referentes a financiamentos e arrendamentos mercantis de automóveis e veículos comerciais leves, contratados a partir de 22 de maio de 2012.

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$1,6 trilhão em maio, elevando-se 2,3% no trimestre e 14,6% em doze meses, quando ocorreram aumentos de 18,3% no estoque de títulos privados e de 14,3% nos depósitos de poupança. O saldo de M3 atingiu R\$3,3 trilhões, crescendo 4,2% no trimestre e 20,5% em doze meses, enquanto o agregado M4 somou R\$3,8 trilhões, com expansões de 4,5% no trimestre e de 18,6% em doze meses.

Gráfico 3.8 – Taxas de juros

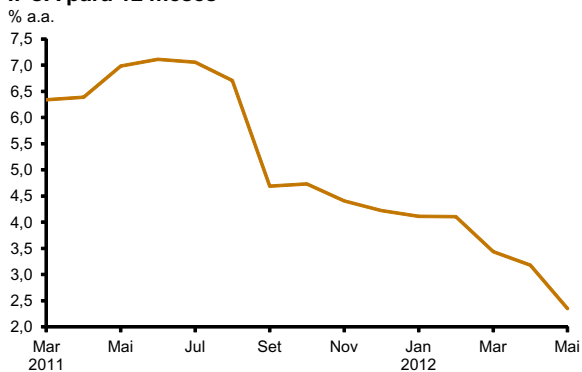


Taxas de juros reais e expectativas de mercado

Refletindo a trajetória decrescente da meta para a taxa Selic, a curva da taxa de juros futuros recuou em todos os vértices, ao longo do trimestre. A taxa relativa aos contratos de *swap* DI x pré de 30 dias atingiu 8,32% a.a. ao final de maio, acumulando retração de 160 p.b. no trimestre, enquanto a relativa aos contratos de 360 dias recuaram 133 p.b., para 7,93% a.a.

A taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, deflacionada pelo IPCA, recuou 1,7 p.p. no trimestre, situando-se em 2,4% a.a., reflexo da redução, de 9,56% a.a. para 8% a.a., na expectativa para a taxa Selic para os próximos doze meses, e de elevação, de 5,24% a.a. para 5,52% a.a., na expectativa de inflação para o mesmo período.

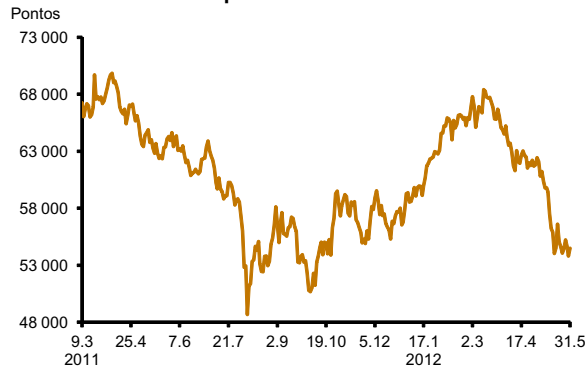
Gráfico 3.9 – Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses



Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), oscilou ao longo do trimestre, prevalecendo a tendência de baixa. O indicador, que havia atingido 68.394 pontos, em 13 de março, deslocou-se para 54.490 pontos ao final de maio, em ambiente de elevada aversão ao risco e de volatilidade nos mercados financeiros internacionais. No trimestre, a média diária transacionada aumentou 3,1% e o Ibovespa, avaliado em dólares, recuou 30%, ante quedas de 4,3% e de 4,7% nos índices Dow Jones e Nasdaq.

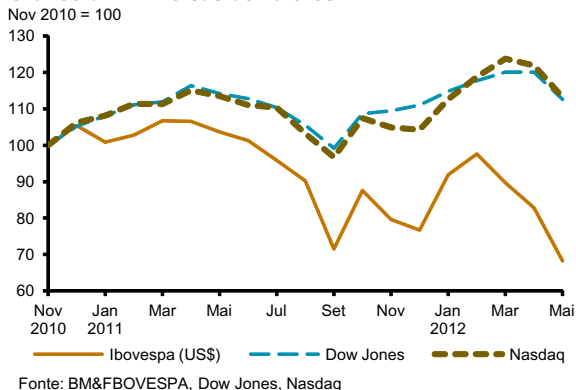
Gráfico 3.10 – Ibovespa



O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$30,9 bilhões em maio de 2012, ante R\$13,6 bilhões em igual período do ano anterior, destacando-se a emissão de R\$27 bilhões em debêntures.

Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.11 – Bolsas de valores

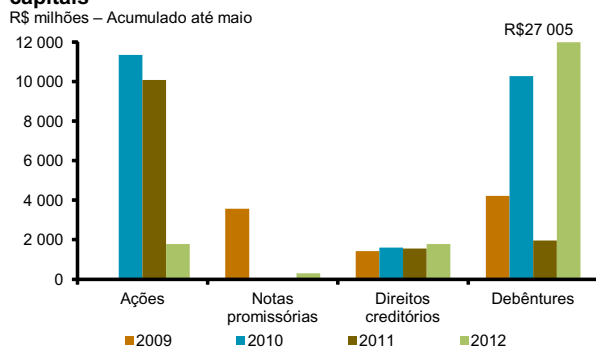


3.3 Política fiscal

O Governo Federal anunciou, em abril, conjunto de medidas complementares ao Plano Brasil Maior envolvendo ações voltadas à expansão do crédito; ao estímulo de investimentos públicos e privados; à desoneração da folha de pagamentos para quinze setores da economia; e à desoneração de produtos da linha branca, móveis e luminárias. Com isso, a renúncia fiscal em 2012, associada ao Plano Brasil Maior, elevou-se de R\$2,7 bilhões, valor inicialmente previsto, para R\$6,4 bilhões.

Fonte: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.12 – Emissões primárias no mercado de capitais



Outras iniciativas de apoio à atividade econômica foram anunciadas em maio, incluindo reduções na alíquota do IOF incidente sobre operações de crédito de pessoas físicas e nas alíquotas do IPI incidentes sobre veículos. Também estão previstas reduções nas taxas de juros cobradas pelo BNDES nas linhas de crédito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI), para aquisição de caminhões e ônibus, bens de capital, exportação de bens de capital e para o Programa Pró-Engenharia. Essas medidas devem gerar renúncia fiscal adicional de R\$2,7 bilhões, em 2012.

Em abril, foi instituído o regime de previdência complementar para os servidores públicos titulares de cargo efetivo da União e de suas autarquias e fundações, inclusive para os membros do Poder Judiciário, do Ministério Público e do TCU. A Lei prevê a criação de fundos previdenciários que contribuirão para reduzir, no longo prazo, as despesas da União com aposentadorias e pensões de seus servidores, representando importante mudança na política previdenciária do setor público. Além do impacto positivo sobre as contas do setor público, no médio e longo prazos, essa iniciativa tende a favorecer de modo significativo a geração de poupança doméstica.

A programação orçamentária e financeira do Governo Central para o exercício de 2012, divulgada em maio, incorpora elevação de R\$3,5 bilhões, para R\$825 bilhões, no total das receitas estimado no documento publicado em fevereiro, alteração decorrente de aumento de R\$13,5 bilhões na projeção para receitas não administradas e de recuo de R\$10 bilhões nas receitas administradas.

Necessidades de financiamento do setor público

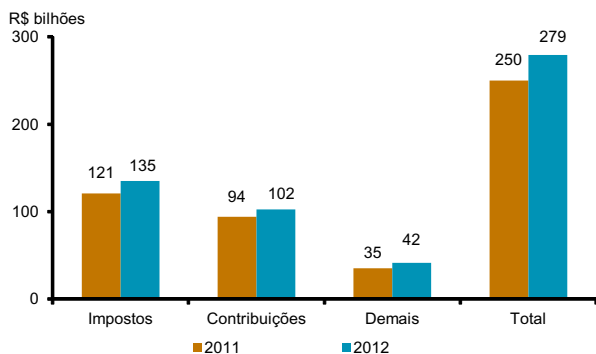
O superávit primário do setor público consolidado atingiu R\$60,2 bilhões, equivalente a 4,34% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2012, ante R\$57,3 bilhões, 4,43% do PIB, no mesmo período do ano anterior. De janeiro a abril deste ano, ocorreram aumento no superávit do Governo Central, recuo no dos governos regionais e elevação no déficit das empresas estatais.

Nesse período, a receita bruta do Governo Federal totalizou R\$279,3 bilhões, elevando-se 11,7%, 0,8 p.p. do PIB, em relação ao primeiro quadrimestre de 2011. Destacaram-se os crescimentos nas arrecadações da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), 17,1%; do Imposto de Renda – Pessoas Jurídicas, 15,4%; e no recolhimento de *royalties* de petróleo, 30,2%.

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

Segmento	2010		2011		Abr/2012 ^{1/}	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-78,7	-2,1	-93,0	-2,2	-96,3	-2,3
Governos regionais	-20,6	-0,5	-33,0	-0,8	-32,6	-0,8
Empresas estatais	-2,3	-0,1	-2,7	-0,1	-2,7	-0,1
Total	-101,7	-2,7	-128,7	-3,1	-131,6	-3,1

^{1/} Acumulado em doze meses até abril.

Gráfico 3.13 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional

Jan-abr

Discriminação	2011		2012	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	135 548	10,5	153 790	11,1
Pessoal e encargos sociais	59 400	4,6	60 407	4,4
Custeio e capital ^{1/}	75 480	5,8	92 663	6,7
FAT	7 772	0,6	8 838	0,6
Subsídio e subvenções	3 221	0,2	6 367	0,5
Loas/RMV	8 121	0,6	9 616	0,7
Investimento	16 368	1,3	21 098	1,5
Outras	39 998	3,1	46 745	3,4
Transferências ao Bacen	668	0,1	720	0,1

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

1/ Exclui despesas com capitalização da Petrobras em 2010 (R\$42,9 bilhões).

Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social

Jan-abr

Discriminação	R\$ bilhões		
	2011	2012	Var. %
Arrecadação bruta	80,7	93,1	15,4
Restituição/devolução	-0,2	-0,3	61,7
Transferência a terceiros	-9,0	-10,4	15,1
Arrecadação líquida	71,5	82,4	15,3
Benefícios previdenciários	86,7	97,6	12,6
Resultado primário	-15,2	-15,2	0,2
Arrecadação líquida/PIB	5,5%	5,9%	
Benefícios/PIB	6,7%	7,0%	
Resultado primário/PIB	-1,2%	-1,1%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$153,8 bilhões de janeiro a abril deste ano, aumento de 13,5%, 0,6 p.p. do PIB, no período comparativo. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 1,7%, resultado de expansão de 5,2% nas despesas do Poder Executivo e de redução de 10,2% no conjunto das despesas relativas aos Poderes Legislativo e Judiciário e ao Ministério Público da União. Os gastos com custeio e capital aumentaram 22,8%, ressaltando-se as elevações nos subsídios e subvenções, 97,7%; nos investimentos, incluindo despesas do Programa Minha Casa, Minha Vida, 28,9%; e nos benefícios assistenciais (Lei Orgânica da Assistência Social – Loas/ Renda Mensal Vitalícia – RMV), 18,4%. Os investimentos incluídos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) aumentaram 50% no primeiro quadrimestre de 2012, em relação a igual intervalo do ano anterior.

O déficit da Previdência Social atingiu R\$15,2 bilhões no primeiro quadrimestre, estável em relação ao do mesmo período de 2011. A arrecadação líquida da Previdência, em linha com o crescimento da massa salarial, elevou-se 15,3%, enquanto os gastos com benefícios previdenciários, refletindo aumentos respectivos de 9,6% e de 3,1% no valor médio dos valores pagos e na quantidade média mensal de benefícios pagos, cresceram 12,6%.

As receitas totais do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – aumentaram 12,3% e as despesas, 13,1%. Considerando somente as receitas líquidas, que excluem as transferências aos estados e municípios, o crescimento atingiu 12,5%.

As transferências para os governos regionais somaram R\$62,7 bilhões no primeiro quadrimestre, elevando-se 11,3%, 0,16 p.p. do PIB, em relação ao período homólogo de 2011, com ênfase no crescimento de 41,2% nas transferências relativas a *royalties* de petróleo.

As arrecadações relativas ao Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), tributo regional mais expressivo, e ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) aumentaram respectivamente 10,3% e 8,5% nos três primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2011, totalizando, na ordem, R\$77,7 bilhões e R\$14,3 bilhões.

O superávit primário dos estados e municípios atingiu R\$16 bilhões nos quatro primeiros meses de 2012, reduzindo-se 0,11 p.p. do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior. As empresas estatais registraram

Gráfico 3.14 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central

Jan-abr 2012/Jan-abr 2011

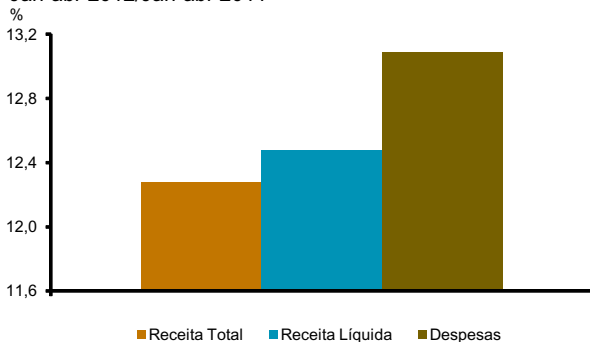


Gráfico 3.15 – Transferências para estados e municípios

Jan-abr

R\$ bilhões

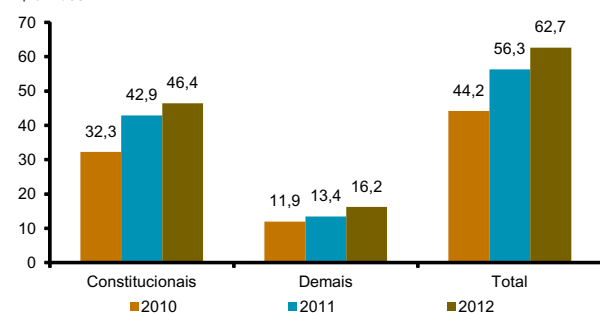


Gráfico 3.16 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida

Superávit primário % PIB

Dívida líquida

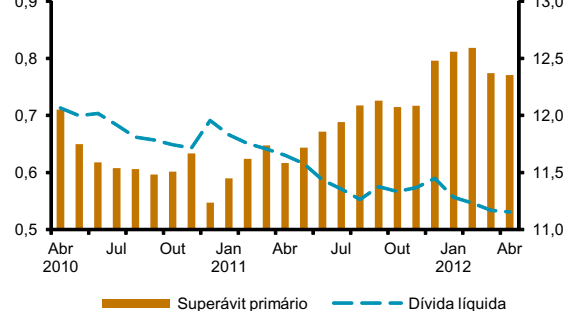
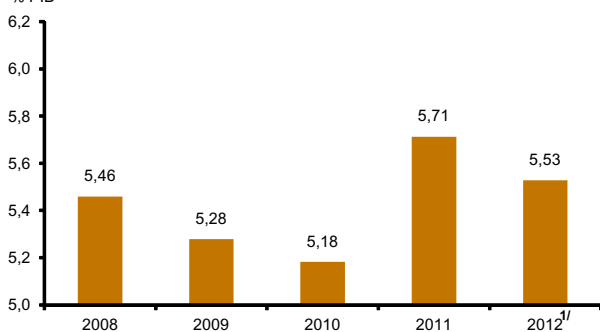


Gráfico 3.17 – Juros nominais apropriados

% PIB



1/ Valores acumulados em doze meses até abril.

déficit de R\$229 milhões, 0,02% do PIB, ante 0,01% do PIB no mesmo período do ano anterior.

Os pagamentos de juros nominais totalizaram R\$76,2 bilhões, correspondendo a 5,49% do PIB, no primeiro quadrimestre. O recuo de 0,59 p.p. do PIB em relação a igual intervalo de 2011 evidenciou, em especial, a trajetória decrescente da taxa Selic e a menor variação nos principais índices de preços no período, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais, componente mais importante do endividamento.

O déficit nominal do setor público atingiu R\$16 bilhões no primeiro quadrimestre de 2012, equivalente a 1,15% do PIB, reduzindo-se 0,49 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2011. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária doméstica, que refletiu, ainda, as reduções 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\$19,3 bilhões no trimestre encerrado em abril, resultado de colocações de R\$91,3 bilhões e resgates de R\$72 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$10,6 bilhões, das quais 57,3% realizadas com Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT); 38,5% com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B); 2,5% com Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C); e 1,7% com Letras do Tesouro Nacional (LTN).

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$486,4 bilhões em abril, aumentando 6,7% em relação a janeiro. O saldo das operações com prazos de duas semanas a três meses passou de R\$219,9 bilhões, em janeiro, para R\$287,6 bilhões, em abril, enquanto os relativos às operações com prazos de seis meses e com prazos inferiores a duas semanas registraram reduções respectivas de R\$166,5 bilhões para R\$141,5 bilhões, e de R\$69,2 bilhões para R\$57,2 bilhões.

Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2010		2011		Abr/2012	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões		bilhões		bilhões	
Usos	93,7	2,5	108,0	2,6	16,0	1,2
Primário	-101,7	-2,7	-128,7	-3,1	-60,2	-4,3
Juros	195,4	5,2	236,7	5,7	76,2	5,5
Fontes	93,7	2,5	108,0	2,6	16,0	1,2
Financiamento interno	178,5	4,7	214,4	5,2	52,9	3,8
Dívida mobiliária	35,2	0,9	223,8	5,4	163,9	11,8
Dívida bancária	100,9	2,7	-21,0	-0,5	-90,7	-6,5
Outros	42,5	1,1	11,6	0,3	-20,3	-1,5
Financiamento externo	-84,9	-2,3	-106,5	-2,6	-36,9	-2,7

Gráfico 3.18 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

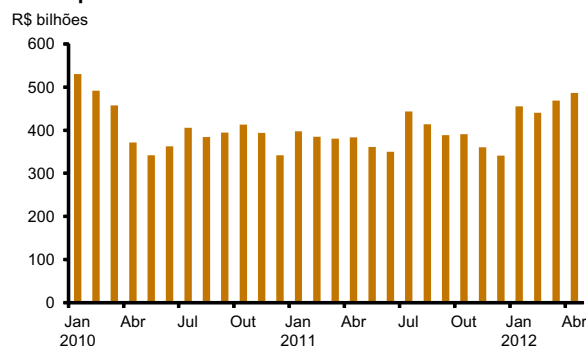


Gráfico 3.19 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

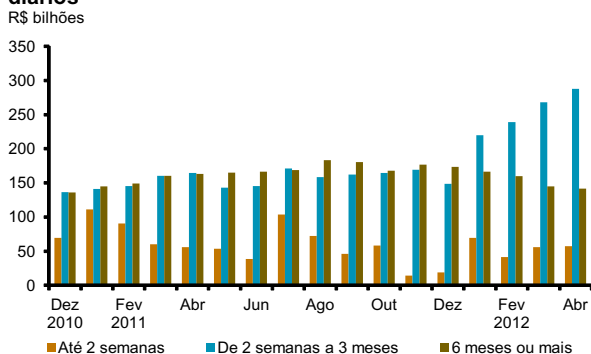
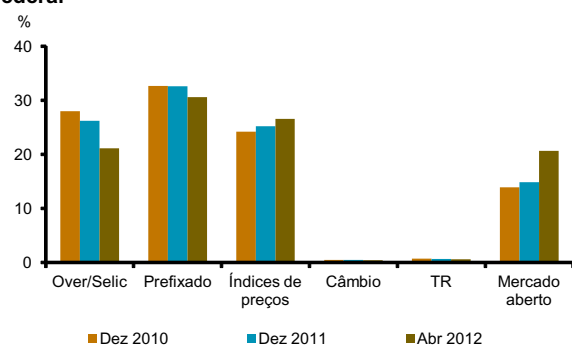


Gráfico 3.20 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



^{1/} Não inclui swap.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.795 bilhões, 42,4% do PIB, em abril, registrando acréscimos de 0,8 p.p. do PIB em relação a janeiro e de 0,1 p.p. do PIB em doze meses. A elevação trimestral decorreu de emissões líquidas de R\$20,9 bilhões no mercado primário, incorporação de R\$48,7 bilhões de juros nominais, e do impacto de R\$0,8 bilhão associado à depreciação cambial de 8,8% registrada no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados a taxas prefixadas e a índices de preços, e dos financiamentos do Banco Central por meio das operações do mercado aberto, registraram acréscimos respectivos de 2,4 p.p., 1,5 p.p. e 0,9 p.p. em abril, em relação a janeiro, enquanto a relativa aos títulos indexados à taxa Selic recuou 4,8 p.p.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em abril: 11,4% do total com vencimento em 2012; 22,9% em 2013; e 65,8% a partir de janeiro de 2014. Em abril, os títulos vencidos em doze meses representaram 22,8% do total da dívida mobiliária em mercado, que registrou prazo médio de 44,6 meses, valores situados nos respectivos intervalos estabelecidos pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) 2012.

O estoque líquido das operações reversas de swap cambial somou R\$6 bilhões em abril. O resultado do trimestre, compreendido como a diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$392 milhões, no conceito caixa.

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.515 bilhões, correspondendo a 35,7% do PIB em abril, reduzindo-se 0,7 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011, com ênfase no recuo de 0,4 p.p. registrado na esfera do Governo Central.

A redução na relação DLSP/PIB evidenciou os impactos do superávit primário, 1,4 p.p. do PIB; do crescimento do PIB, 0,8 p.p.; da depreciação cambial registrada no período, 0,2 p.p.; e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,1 p.p., neutralizado, em parte, pelo efeito da apropriação de juros nominais, 1,8 p.p. do PIB.

Gráfico 3.21 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

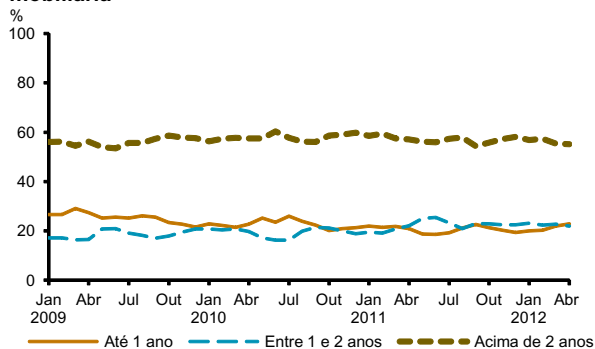


Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida

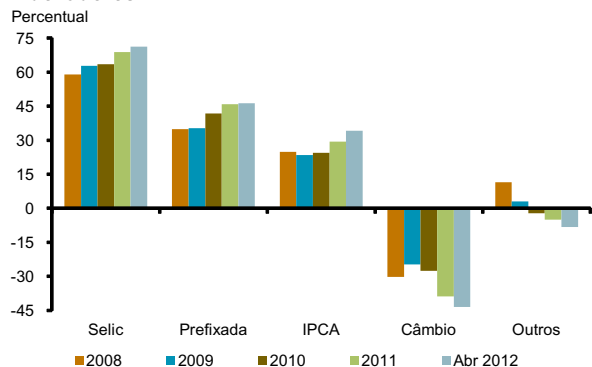
Fatores condicionantes

Discriminação	2010		2011		Abr 2012	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 475 820	39,1	1 508 547	36,4	1 514 600	35,7
Fluxos acumulados no ano						
Varição DLSP	113 109	-2,9	32 727	-2,7	6 053	-0,7
Fatores	113 109	3,0	32 727	0,8	6 053	0,1
NFSP	93 673	2,5	107 963	2,6	15 979	0,4
Primário	-101 696	-2,7	-128 710	-3,1	-60 212	-1,4
Juros	195 369	5,2	236 673	5,7	76 191	1,8
Ajuste cambial	17 677	0,5	-66 626	-1,6	-7 131	-0,2
Dívida interna ^{1/}	1513	0,0	-3405	-0,1	-793	0,0
Dívida externa	16 163	0,4	-63 221	-1,5	-6 338	-0,1
Outros ^{2/}	1 533	0,0	-9 097	-0,2	-2 743	-0,1
Reconhecimento de dívidas	2969	0,1	487	0,0	-52	0,0
Privatizações	-2742	-0,1	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-5,9		-3,5		-0,8

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

Gráfico 3.22 – DLSP – Participação percentual por indexadores



A composição da DLSP registrou, nos quatro primeiros meses de 2012, aumentos respectivos de 4,8 p.p. e de 2,4 p.p. nas parcelas vinculadas a índices de preços e à taxa Selic, que atingiram, na ordem, 39,6% e 71,2% do total, e expansão de 4,7 p.p., para 43,5%, na parcela credora vinculada ao câmbio, esta evidenciando os impactos do aumento das reservas internacionais e da depreciação cambial.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$2.406 bilhões, equivalente a 56,8% do PIB em abril de 2012, aumentando 2,6 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011.

3.4 Conclusão

Apesar do ritmo gradual de recuperação da atividade econômica doméstica, em ambiente de volatilidade nos mercados internacionais, uma expansão moderada do crédito tende a se materializar nos próximos trimestres. Para tanto, contribuem ações de política recentemente implementadas, entre outros aspectos.

Em termos de evolução recente, ressalte-se a expansão continuada dos financiamentos habitacionais, que representaram 5,4% do PIB em maio, ante 1,4% do PIB em igual período de 2006, impulsionada pelo dinamismo do mercado de trabalho e pelos avanços institucionais que favoreceram a realização de tais operações.

O crescimento mais moderado das receitas públicas em relação ao das despesas, registrado no primeiro quadrimestre do ano, não impediu que o resultado fiscal do período fosse compatível com o cumprimento da meta de superávit primário estabelecida para este ano. Medidas de desoneração visando apoiar a atividade econômica podem manter o ritmo de crescimento das receitas em patamar mais modesto, o que eventualmente demandaria contenção adicional de gastos.

Vale ressaltar que o cumprimento da meta de superávit primário e a menor incorporação de juros nominais, em decorrência, principalmente, da redução nos custos de financiamento do Tesouro Nacional, contribuem para a melhora na percepção de risco do país, em ambiente internacional no qual importantes economias enfrentam desafios na área fiscal.

Análise do Quadro Fiscal segundo Critérios Alternativos

A avaliação das finanças governamentais está sujeita a enfoques diferenciados, fundamentados em bases metodológicas distintas de produção de indicadores. Dada a importância do tema para a formulação e implementações de políticas macroeconômicas, este boxe objetiva apresentar as principais metodologias utilizadas internacionalmente na compilação de indicadores fiscais, bem como efetuar com base nas mesmas uma análise comparativa da situação fiscal do País. Para tanto, consideram-se o procedimento hoje aplicado pelo Banco Central; o constante do *Government Finance Statistics Manual (GFSM) 2001*, do Fundo Monetário Internacional (FMI); e os métodos de derivação de resultados fiscais ciclicamente ajustados.

O procedimento atual de cálculo dos indicadores fiscais é baseado no *GFSM 1986*, do FMI, com adaptações às especificidades da economia brasileira. Nesse caso, a partir da evolução dos estoques de ativos e passivos do setor público registrados na contabilidade do sistema financeiro, de registros no balanço de pagamentos e nos sistemas de liquidação e custódia de títulos públicos, o Banco Central estima o resultado fiscal das diversas esferas de governo (método “abaixo da linha” – baseado na ótica do financiamento).

A metodologia atual utiliza o critério de caixa para contabilizar o resultado primário e de competência para os juros nominais. A cobertura das estatísticas abrange todo o setor público não financeiro, em bases mensais, e defasagem máxima de trinta dias para publicação.

Construídos com bases na metodologia atual, os Gráficos 1 a 4 indicam que, ao longo dos

Gráfico 1 – Setor Público: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida

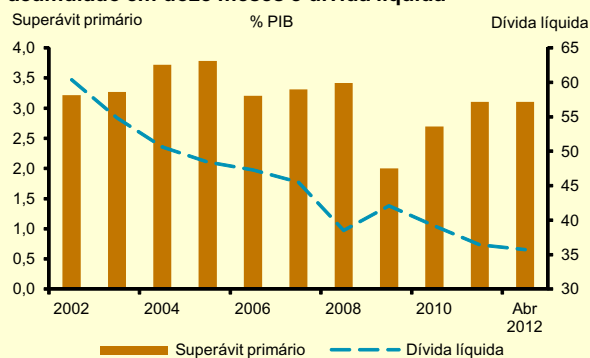


Gráfico 2 – DLSP: Participação percentual da dívida cambial

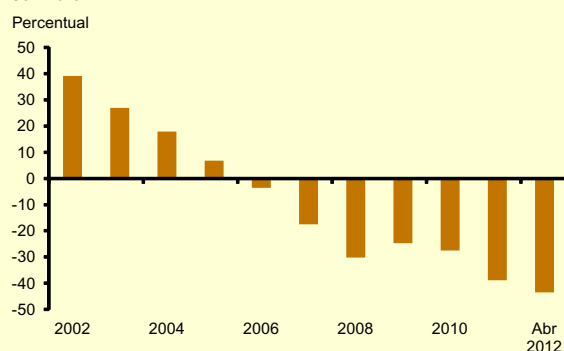


Gráfico 3 – Prazo médio dos títulos federais

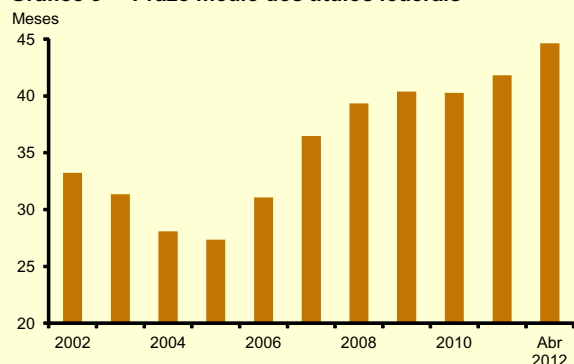
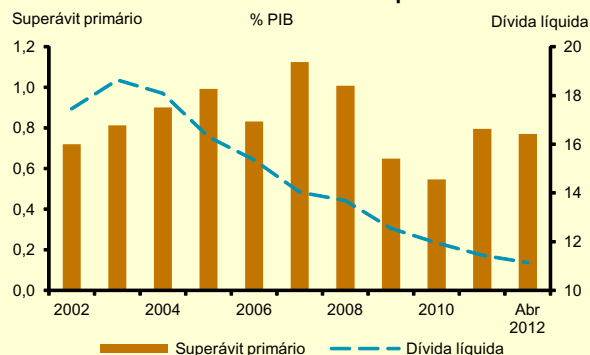


Gráfico 4 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida



últimos anos, a situação fiscal do Brasil evoluiu favoravelmente, registrando-se geração contínua de superávits primários, melhora no perfil do endividamento e redução na relação Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)/PIB.

O *GFSM 2001* constitui avanço metodológico importante em relação ao Manual anterior, ao incorporar novos conceitos e princípios.

O cálculo do patrimônio líquido do setor público é um dos pilares do novo Manual do FMI. Trata-se de indicador abrangente da situação fiscal, que inclui as contas financeiras e não-financeiras, a exemplo dos ativos não financeiros do governo. O Manual divide as contas de estoques e fluxos em três componentes principais: o balanço patrimonial, os fluxos de transações do governo e os outros fluxos econômicos. Com esses três componentes, apresentam-se as fontes de variação do patrimônio líquido durante determinado período, conciliando-se estoques e fluxos. Ressalte-se que o cálculo do patrimônio líquido não elimina a apuração dos indicadores tradicionais de endividamento e resultado, devendo apenas incorporar informações adicionais para análise da situação fiscal, já que possibilita o conhecimento da evolução patrimonial completa, e não apenas da situação financeira líquida. Outros aspectos importantes referem-se à adoção do critério de competência para os indicadores fiscais, e a avaliação dos ativos a preços de mercado.

Alguns avanços propostos no *GFSM 2001* já são contemplados nas estatísticas atualmente divulgadas pelo Banco Central, como a conciliação de estoques e fluxos; a abrangência de setor público consolidado, exceto corporações públicas financeiras; inclusão da Autoridade Monetária no consolidado; e explicitação de outros fluxos econômicos, tais como variação cambial e outros fluxos patrimoniais.

Ainda que preliminarmente, é possível consolidar estimativas de indicadores fiscais mais abrangentes no âmbito da metodologia do *GFSM*. Nesse sentido, a partir da variação do Patrimônio Financeiro, estima-se o resultado fiscal seguindo o critério de competência. Destaque-se que o cálculo dos fluxos financeiros segue o padrão atual e, além disso, que as variações de estoques decorrentes de

oscilações de preços das participações acionárias do governo ou dos preços de mercado dos ativos financeiros são tratadas como “Outros fluxos econômicos”, de forma semelhante à adotada para a variação cambial incidente sobre os atuais ativos e passivos incluídos na DLSP.

Gráfico 5 – Dívida líquida e patrimônio financeiro do Governo Geral

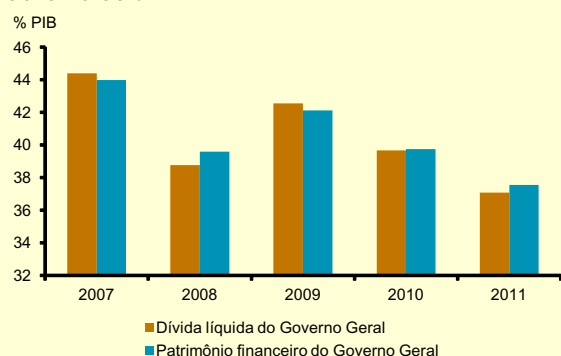
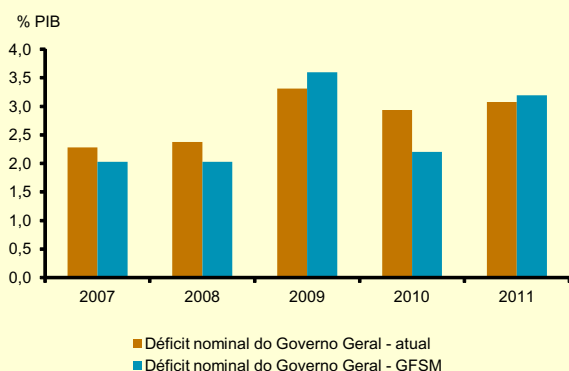


Gráfico 6 – Déficit nominal do Governo Geral



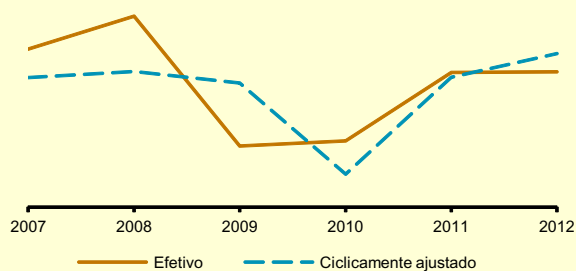
A análise dos indicadores produzidos segundo esse novo arranjo – Gráficos 5 e 6 – considerando dados do Governo Geral, que abrange o Governo Federal, estados e municípios, também aponta evolução favorável das finanças governamentais, com tendência de recuo da posição devedora do Patrimônio Financeiro. Em 2007, a posição devedora do patrimônio financeiro do Governo Geral correspondia a 44,0% do Produto Interno Bruto (PIB), deslocando-se para 37,6% em 2011. No mesmo período o déficit nominal, segundo a metodologia *GFSM 2001*, passou de 2,0% para 3,2% do PIB, seguindo o padrão similar ao obtido com a metodologia atual.

O *GFSM 2001* de fato fornece elementos adicionais que contribuem para o aprofundamento da análise das contas do setor público. Entretanto, sua aplicabilidade para aferir, em curto prazo, o impacto das operações do setor público sobre a demanda agregada mostra-se limitada. Isso porque as estatísticas construídas segundo o *GFSM 2001*, sob o critério de competência, eventualmente contemplam informações sobre ações que não afetam de modo relevante a demanda do período. A título de ilustração, cabe mencionar incorporação de provisões e despesas inscritas em restos a pagar processados, cuja execução financeira só ocorre em períodos posteriores. Dessa forma, no que se refere a impactos sobre as condições de demanda, o procedimento atual (que segue o critério de caixa) mostra-se mais adequado.

O resultado do governo ciclicamente ajustado, por definição, exclui os efeitos do ciclo econômico sobre as contas do setor público¹.

1/ Para uma discussão mais detalhada do cálculo do resultado ciclicamente ajustado, bem como do resultado estrutural, que além do ciclo econômico, também ajusta o resultado às variações em ativos, componentes não recorrentes de receitas e despesas e mudanças na composição do Produto, ver Bornhorst, Fabian *et al.* (2011). *When and How to Adjust Beyond the Business Cycle? A Guide to Structural Fiscal Balances*, IMF Technical Notes and Manuals, April, Washington.

Gráfico 7 – Governo Geral: superávit primário efetivo e ciclicamente ajustado
% PIB



O Gráfico 7 apresenta as estimativas para o resultado ciclicamente ajustado do Governo Geral brasileiro no período 2007/2012, para tanto considerando, neste último ano, o cumprimento da meta fiscal estabelecida na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)². As estimativas apontam certa aderência do resultado fiscal efetivo ao resultado ciclicamente ajustado.

Em resumo, este boxe considerou três metodologias para cálculos de indicadores fiscais brasileiros. Dada a relevância dos desenvolvimentos no âmbito fiscal para formulação e implementação da política monetária, é importante a disponibilidade de ferramentas que permitam a análise das contas do setor público sob perspectivas diferentes.

2/ O resultado foi estimado ajustando-se as receitas pela elasticidade calculada com base em métodos econométricos e considerando o cálculo do PIB potencial segundo o filtro Hodrick e Prescott (HP), método mais usado em comparações internacionais, inclusive pelo FMI. Foram desconsideradas as operações decorrentes da capitalização da Petrobras e da cessão onerosa de petróleo em 2010, bem como a operação do Fundo Soberano em 2008. A elasticidade das despesas foi considerada como igual à unidade. A estimativa de crescimento do PIB efetivo em 2012 é a mesma apresentada neste Relatório de Inflação.