Políticas creditícia, monetária e fiscal

3

3.1 Crédito

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

R$ bilhões

Discriminação	2012				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	2 135,9	2 168,1	2 184,6	2 211,0	3,5	17,0
Recursos livres	1 368,8	1 391,1	1 396,6	1 410,6	3,1	15,0
Direcionados	767,1	777,0	788,0	800,5	4,4	20,6
Participação %:						
Total/PIB	50,1	50,7	50,8	51,0		
Rec. livres/PIB	32,1	32,6	32,5	32,6		
Rec. direc./PIB	18,0	18,2	18,3	18,5		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

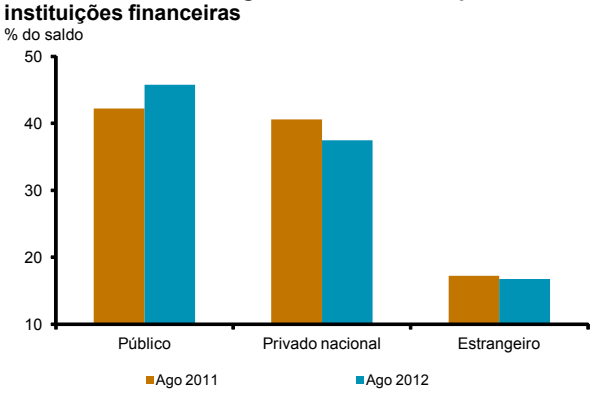
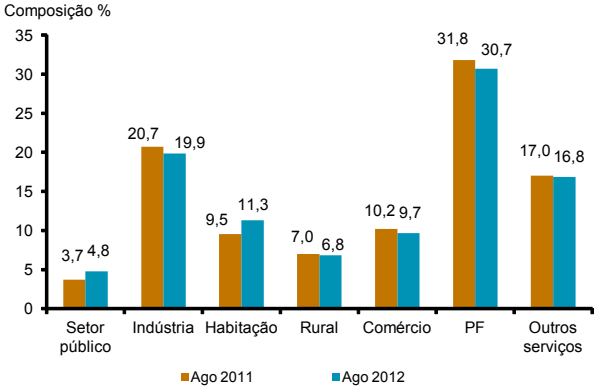


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



As operações de crédito do sistema financeiro registraram expansão moderada no trimestre encerrado em julho. O segmento de crédito direcionado registrou dinamismo mais acentuado – em particular, crédito habitacional e financiamentos do BNDES destinados à infraestrutura – do que no segmento de crédito com recursos livres, no qual se destacaram as contratações de pessoas jurídicas, em especial as envolvendo Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC) e empréstimos para capital de giro. Ainda sobre o crédito livre, nas operações contratadas por pessoas físicas, ressaltem-se os aumentos nas modalidades crédito pessoal e aquisição de veículos.

O saldo das operações de crédito do sistema financeiro, com recursos livres e direcionados, atingiu R$2.211 bilhões em agosto, elevando-se 3,5% no trimestre e 17% em doze meses. O volume correspondeu a 51% do PIB, ante 50,1% em maio e 46,6% em agosto de 2011. A representatividade das instituições públicas no total do crédito do sistema financeiro cresceu 1,2 p.p. no trimestre, atingindo 45,8%, enquanto as relativas aos bancos privados nacionais e aos bancos estrangeiros recuaram, na ordem, 0,9 p.p. e 0,3 p.p., situando-se em 37,5% e 16,8%, respectivamente.

O crédito ao setor privado somou R$2.105 bilhões em agosto, aumentando 2,9% no trimestre e 15,7% em doze meses. O desempenho trimestral refletiu a elevação de 1,9% nos empréstimos à indústria, evidenciando as contratações envolvendo os segmentos automotivo, agroindustrial, energético e de infraestrutura. Os financiamentos ao segmento outros serviços, destinados principalmente às atividades relacionadas com transporte, cartão de crédito, energia e frigoríficos cresceram 1,5%, e os destinados ao comércio, 0,8%, ressaltando-se a demanda das atividades hipermercados, móveis e eletrodomésticos. O crédito habitacional totalizou R$250 bilhões (5,8% do PIB, ante

4,4% do PIB em agosto de 2011), elevando-se 9,2% no trimestre e 38,6% em doze meses.

O saldo das operações de crédito ao setor público atingiu R$106 bilhões em agosto, expandindo-se 17,6% no trimestre e 50,2% em doze meses. A evolução trimestral refletiu, em grande parte, o acréscimo de 28,8% no saldo dos financiamentos à esfera federal, impulsionado por desembolsos a empresas do setor energético e pelos efeitos da depreciação cambial. Os créditos aos governos estaduais e municipais aumentaram 4,9%, com destaque para os recursos direcionados a investimentos em infraestrutura urbana.

As provisões constituídas pelo sistema financeiro somaram R$127 bilhões em agosto, aumentando 4,6% no trimestre e 19% em doze meses. A relação entre o saldo provisionado e o total de crédito atingiu 5,8%, patamar 0,1 p.p. mais alto que o observado em maio último e em agosto de 2011.

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

R$ bilhões

Discriminação	2012				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	767,1	777,0	788,0	800,5	4,4	20,6
BNDES	432,9	434,6	441,8	442,8	2,3	15,0
Direto	223,3	224,9	230,2	231,4	3,6	23,1
Repasses	209,6	209,6	211,6	211,5	0,9	7,2
Rural	105,5	106,7	104,6	108,7	3,1	14,5
Bancos e agências	99,4	100,6	98,3	102,2	2,9	14,6
Cooperativas	6,1	6,2	6,3	6,5	6,4	12,8
Habitação	212,3	218,9	224,7	231,9	9,2	37,3
Outros	16,4	16,9	16,8	17,0	3,8	14,4

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

R$ milhões

Discriminação	Jan-jul		Variação %
	2011	2012	
Total	69 158	67 866	-1,9
Indústria	22 006	22 848	3,8
Produtos alimentícios	3 206	2 253	-29,7
Veículo, reboque e carroceria	3 047	2 128	-30,2
Coque, petróleo e combustível	2 104	4 093	94,5
Comércio/serviços	41 467	39 664	-4,3
Eletricidade e gás	7 241	7 270	0,4
Construção	3 276	3 745	14,3
Telecomunicações	306	608	98,7
Transportes	16 356	10 577	-35,3
Agropecuária	5 686	5 354	-5,8

Fonte: BNDES

Operações de crédito com recursos direcionados

As operações de crédito com recursos direcionados totalizaram R$800 bilhões em agosto, elevando-se 4,4% no trimestre e 20,6% em doze meses. Os financiamentos do BNDES, incluídas operações diretas e repasses por intermédio de outras instituições financeiras, somaram R$443 bilhões, aumentando 2,3% no trimestre e 15% em doze meses, com ênfase para os desembolsos para o setor de energia e para os efeitos da depreciação cambial nos contratos referenciados em moeda estrangeira. Os financiamentos rurais, excluídas as operações do BNDES, somaram R$109 bilhões, elevando-se 3,1% no trimestre e 14,5% em doze meses, ressaltando-se que a evolução trimestral refletiu a liquidação sazonal de créditos para custeio agrícola.

Operações de crédito com recursos livres

O saldo das operações de crédito com recursos livres atingiu R$1.411 bilhões em agosto aumentando 3,1% no trimestre e 15% em doze meses. Os empréstimos para pessoas físicas somaram R$702 bilhões, com elevações respectivas de 2,9% e 13,9%, ressaltando-se que o desempenho trimestral foi condicionado pelas expansões de 4,6% nas

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

R$ bilhões

Discriminação	2012				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	1 368,8	1 391,1	1 396,6	1 410,6	3,1	15,0
Pessoa jurídica	686,9	702,6	703,3	708,6	3,2	16,1
Referencial 1/	587,3	598,6	599,1	604,1	2,9	18,0
Rec. domésticos	511,3	523,1	522,2	525,6	2,8	15,9
Rec. externos	76,0	75,5	77,0	78,5	3,3	33,7
Leasing 2/	29,8	29,2	28,3	27,9	-6,3	-21,2
Rural 2/	5,4	6,0	5,5	5,3	-1,8	61,0
Outros 2/	64,5	68,8	70,4	71,3	10,6	19,9
Pessoa física	681,9	688,5	693,3	702,0	2,9	13,9
Referencial 1/	537,0	546,1	551,1	558,4	4,0	15,4
Cooperativas	35,0	35,2	35,6	36,5	4,2	25,6
Leasing	21,5	20,6	19,5	18,2	-15,6	-45,7
Outros	88,4	86,7	87,1	88,9	0,6	27,6

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

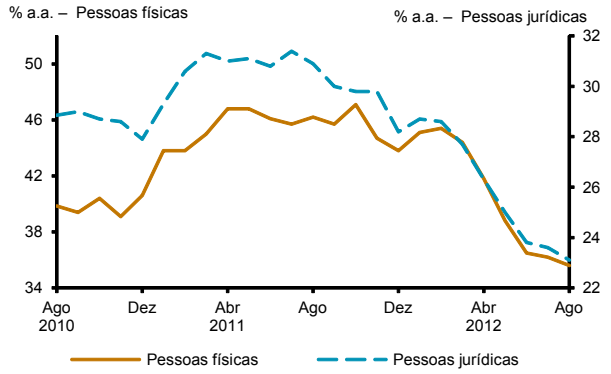
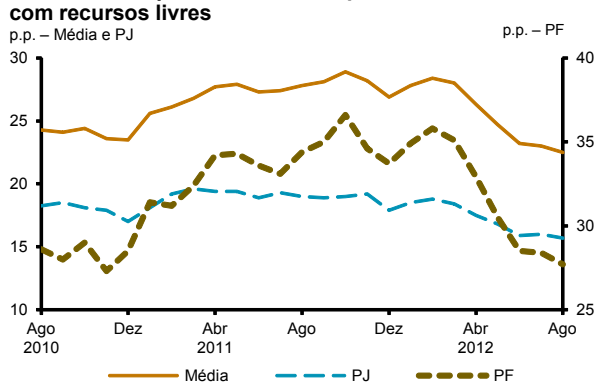


Gráfico 3.4 – *Spread* médio das operações de crédito com recursos livres



operações de crédito pessoal e de 4,3% nos financiamentos de veículos. Os empréstimos a pessoas jurídicas totalizaram R$709 bilhões, aumentando 3,2% no trimestre e 16,1% em doze meses, com ênfase para o acréscimo trimestral de 4,2% nas operações para capital de giro.

Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros no âmbito do crédito referencial atingiu 30,1% a.a. em agosto, decrescendo 2,8 p.p. no trimestre e 9,6 p.p. em doze meses. O *spread* bancário totalizou 22,5 p.p., recuando 2,2 p.p. e 5,3 p.p., respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

A taxa média de juros no segmento de pessoas físicas situou-se em 35,6% em agosto, menor patamar da série, iniciada em julho de 1994, reduzindo-se 3,2 p.p. no trimestre e 10,6 p.p. em doze meses. Destacaram-se os recuos nas modalidades cheque especial, 20,9 p.p., e financiamentos de veículos, 2,9 p.p. A taxa média de juros atingiu 23,1% no segmento de pessoas jurídicas, recuando 1,9 p.p. no trimestre e 7,8 p.p. em doze meses.

A inadimplência no crédito referencial atingiu 5,9% em agosto, registrando estabilidade no trimestre e aumento de 0,6 p.p. em doze meses, ressaltando-se que o comportamento no trimestre decorreu da estabilidade observada tanto no segmento de pessoas físicas quanto no de pessoas jurídicas.

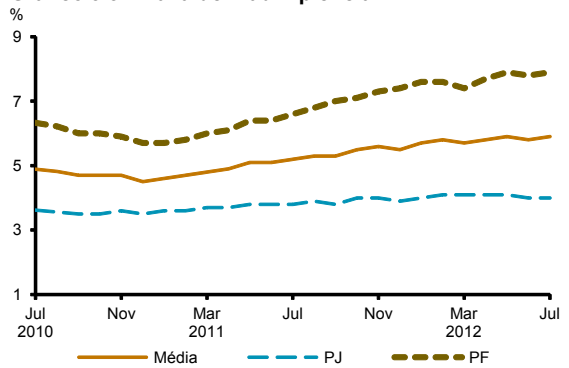
O prazo médio da carteira de crédito referencial atingiu 507 dias em agosto, elevando-se sete dias no trimestre e dez dias em doze meses. Os prazos relativos às operações com pessoas físicas e com pessoas jurídicas situaram-se em 614 dias e 408 dias, respectivamente.

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R$266 bilhões em agosto, elevando-se 2,8% no trimestre e 6,2% em doze meses, enquanto a base monetária totalizou R$197 bilhões, aumentando 3,6% e 9,6%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

A base monetária, considerados saldos em final de período, somou R$203,6 bilhões em agosto. O

Gráfico 3.5 – Taxa de inadimplência[1/]



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

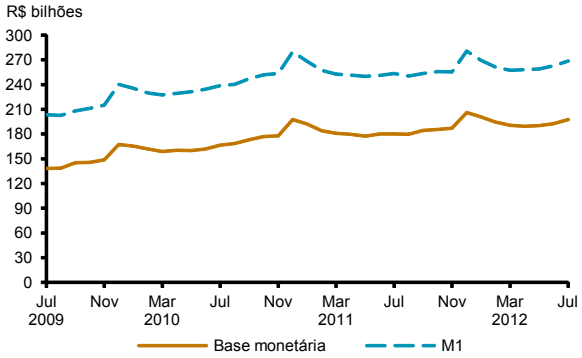


Gráfico 3.7 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em 12 meses

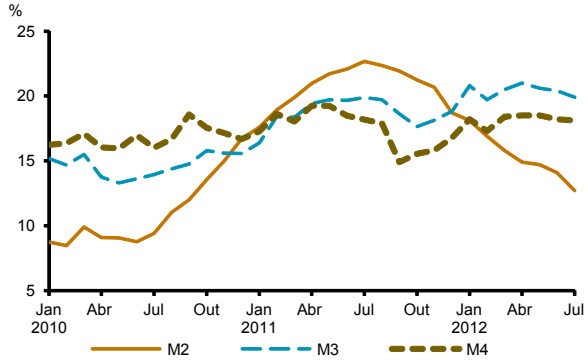
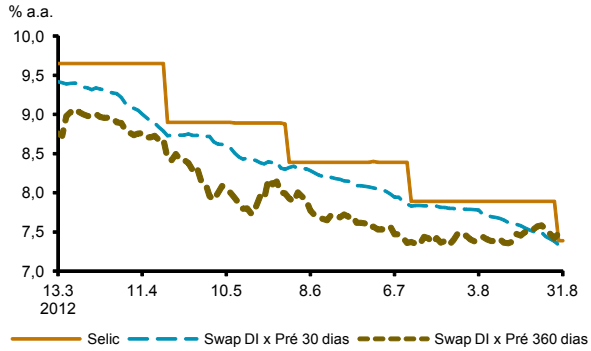


Gráfico 3.8 – Taxas de juros



Fonte: BM&FBOVESPA e Banco Central

crescimento trimestral de 6,2% refletiu, em especial, impactos expansionistas de operações com títulos públicos federais, R$15,6 bilhões, e de recolhimentos compulsórios, R$22,1 bilhões, esse reflexo da redução, de 12% para 6%, na alíquota sobre a exigibilidade adicional sobre recursos à vista. Em oposição, a movimentação na conta única do Tesouro Nacional foi contracionista em R$17,8 bilhões.

Por intermédio da Resolução nº 4.115, de 26 de julho de 2012, o Conselho Monetário Nacional alterou e consolidou as normas referentes à captação de Depósitos a Prazo com Garantia Especial (DPGE) do Fundo Garantidor de Créditos (FGC). A medida introduziu a possibilidade de captação desses depósitos com alienação fiduciária de recebíveis de operações de crédito e de arrendamento mercantil, originadas pela instituição emitente em favor do FGC. A alienação fiduciária reduz o risco do FGC e permite a cobrança de menor percentual da contribuição especial das instituições financeiras ao fundo, de 0,3% ao ano, nessa nova modalidade.

Os meios de pagamento, no conceito M2, somaram R$1,7 trilhão em agosto, crescendo 2% no trimestre e 11,3% em doze meses, registrando-se aumentos de 11% no estoque de títulos privados e de 14,3% nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R$3,3 trilhões, elevando-se 2,1% no trimestre e 17,1% em doze meses, enquanto o agregado M4 totalizou R$3,9 trilhões, com expansões de 2,6% no trimestre e de 16,6% em doze meses.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A curva da taxa de juros futuros, desde o último Relatório, apresentou declínio para todos os vértices, mantendo tendência verificada desde o início do ano. As taxas de juros futuros dos contratos de *swap* pré x DI de 30 e de 360 dias fecharam o mês de agosto em 7,35% a.a. e 7,49% a.a., respectivamente, recuando, na ordem, 98 p.b. e 43 p.b. no trimestre.

O processo de reduções na meta para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) se traduziu na expectativa para a taxa básica de juros nos próximos doze meses, que recuou de 8,00% a.a., em maio, para 7,29% a.a., em agosto. A taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, deflacionada pelo IPCA, decresceu 0,9 p.p., para 1,5%, no período.

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

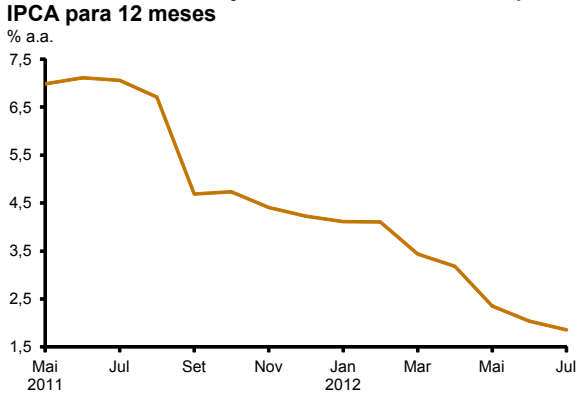
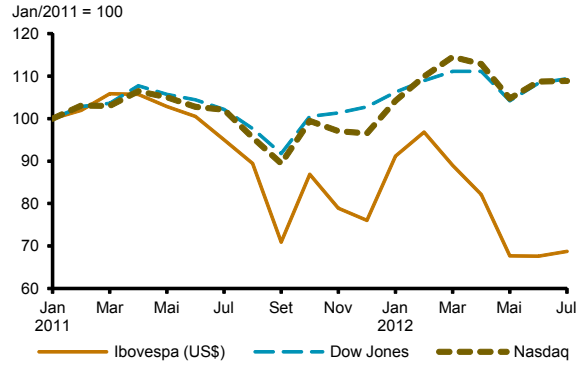


Gráfico 3.10 – Ibovespa

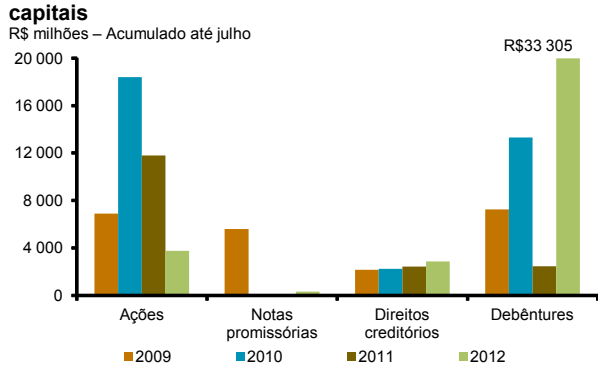
Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.11 – Bolsas de valores



Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.12 – Emissões primárias no mercado de capitais



Fonte: CVM

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) registrou instabilidade ao longo do trimestre, encerrando agosto em 57.061 pontos, ante 54.490 ao final de maio. O valor de mercado das empresas listadas no índice aumentou 2%, encerrando o período em R$1.829 bilhões, enquanto a média diária do volume transacionado no trimestre subiu 3,5% em relação ao trimestre encerrado em maio. Avaliado em dólares, o Ibovespa cresceu 4% no trimestre, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq avançaram 5,6% e 8,5%, respectivamente.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R$40,2 bilhões nos oito primeiros meses do ano, ante R$17 bilhões no mesmo período de 2011, destacando-se a emissão de R$33,3 bilhões em debêntures. O estoque total dos financiamentos mencionados totalizou R$2,9 trilhões em agosto de 2012.

3.3 Política fiscal

Objetivando estimular a atividade econômica, o governo federal introduziu, de junho a agosto, medidas com renúncia fiscal estimada em R$18 bilhões. Destacam-se as reduções no prazo dos empréstimos externos sujeitos ao pagamento de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), de cinco para dois anos; nas alíquotas da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide – Combustíveis) incidentes sobre a importação e a comercialização de petróleo e derivados, gás natural e álcool etílico combustível; e nas alíquotas de IPI sobre produtos da linha branca, móveis, laminados, luminárias, papel de parede e construção civil.

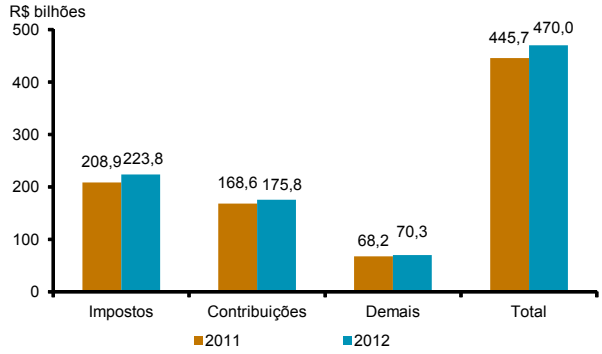
Foram aprovadas revisões do Programa de Ajuste Fiscal dos Estados (PAF) de 2012, autorizando a contratação, por 21 estados, de operações de crédito totalizando R$58,3 bilhões. Foi anunciado, adicionalmente, novo decreto de programação orçamentária e financeira do Governo Central para 2012, contemplando, em relação ao decreto publicado em maio, redução de R$7 bilhões nas receitas; diminuição nas transferências para estados e municípios, R$4,9 bilhões; e recuo no déficit previdenciário, R$3 bilhões, mantendo-se inalterada a meta de superávit primário para o exercício. Foi sancionada, ainda, a Lei de Diretrizes Orçamentária de 2013, estabelecendo meta de superávit primário do setor público não-financeiro de R$155,9 bilhões.

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

Jan-Jul

Segmento	2010		2011		2012	
	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB
Governo Central	-25,4	-1,2	-66,3	-2,8	-51,9	-2,1
Governos regionais	-16,7	-0,8	-23,8	-1,0	-17,9	-0,7
Empresas estatais	-1,5	-0,1	-1,9	-0,1	-1,5	-0,1
Total	-43,6	-2,1	-92,0	-3,9	-71,2	-2,8

Gráfico 3.13 – Receita bruta do Tesouro Nacional



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional

Jan-jul

Discriminação	2011		2012	
	R$ milhões	% do PIB	R$ milhões	% do PIB
Total	250 587	10,6	279 352	11,1
Pessoal e encargos sociais	104 388	4,4	107 724	4,3
Custeio e capital	144 977	6,2	170 296	6,8
FAT	19 607	0,8	22 003	0,9
Subsídio e subvenções	6 532	0,3	8 451	0,3
Loas/RMV	14 366	0,6	17 013	0,7
Investimento	29 950	1,3	38 758	1,5
Outras	74 522	3,2	84 072	3,3
Transferências ao Bacen	1 222	0,1	1 332	0,1

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social

Jan-jul

R$ bilhões

Discriminação	2011	2012	Var. %
Arrecadação bruta	145,2	165,9	14,2
Restituição/devolução	-0,4	-0,5	30,0
Transferência a terceiros	-15,0	-17,2	15,0
Arrecadação líquida	129,9	148,1	14,1
Benefícios previdenciários	151,5	171,3	13,1
Resultado primário	-21,6	-23,1	7,1
Arrecadação líquida/PIB	5,5%	5,9%	
Benefícios/PIB	6,4%	6,8%	
Resultado primário/PIB	-0,9%	-0,9%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Necessidades de financiamento do setor público

O superávit primário do setor público consolidado somou R$71,2 bilhões (2,8% do PIB) nos sete primeiros meses do ano, ante R$92 bilhões (3,9% do PIB) em igual período de 2011. Como proporção do PIB, ocorreram pioras nos resultados do Governo Central e dos governos regionais, e estabilidade no relativo às empresas estatais.

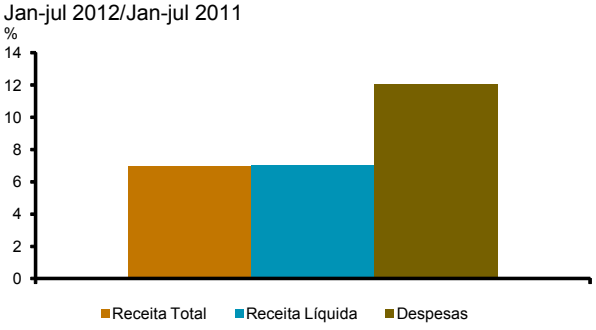
A receita bruta do Governo Federal totalizou R$470 bilhões, elevando-se 5,4% no período, com ênfase nos aumentos de 20,8% na arrecadação de IPI Vinculado à Importação – decorrente, principalmente da apreciação do dólar frente ao real e da elevação de alíquotas – e de 25,7% no recolhimento de royalties de petróleo. Em oposição, ressaltem-se as reduções de 12,7% na arrecadação de dividendos e de 6,4% na arrecadação da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), essa evidenciando o recebimento, em julho de 2011, de débitos em atraso no montante de R$5,8 bilhões, sem correspondência em 2012. A receita bruta do Governo Federal atingiu 18,7% do PIB, recuando 0,3 p.p. no período.

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R$279,4 bilhões nos sete primeiros meses de 2012, elevando-se 12% (0,5 p.p. do PIB) em relação ao mesmo período do ano anterior. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 3,2% e os relativos a custeio e capital, 17,5%, ressaltando-se as elevações de 29,4%, igualmente, na rubrica subsídios e nas subvenções, e na rubrica investimentos, incluindo despesas do Programa Minha Casa Minha Vida, e de 18,4% nos benefícios assistenciais (Lei Orgânica da Assistência Social – Loas/ Renda Mensal Vitalícia – RMV). Os investimentos incluídos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) aumentaram 36,7% no período.

O déficit da Previdência Social atingiu R$23,1 bilhões nos sete primeiros meses do ano, aumentando R$1,5 bilhão em relação a igual período de 2011, e mantendo-se estável, em 0,9%, como proporção do PIB. A arrecadação líquida da Previdência, em linha com o crescimento da massa salarial, cresceu 14,1%, e os gastos com benefícios previdenciários, refletindo aumentos de 9,5% no valor médio dos valores pagos e de 3,1% na quantidade média mensal de benefícios pagos, aumentaram 13,1%.

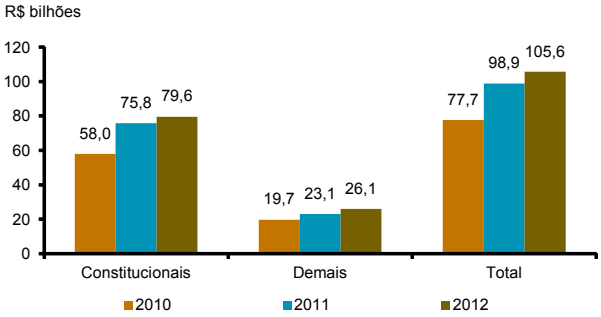
As receitas totais do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – somaram

Gráfico 3.14 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central
Jan-jul 2012/Jan-jul 2011



Fonte: MF/STN

Gráfico 3.15 – Transferências para estados e municípios
Jan-jul



Fonte: MF/STN

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

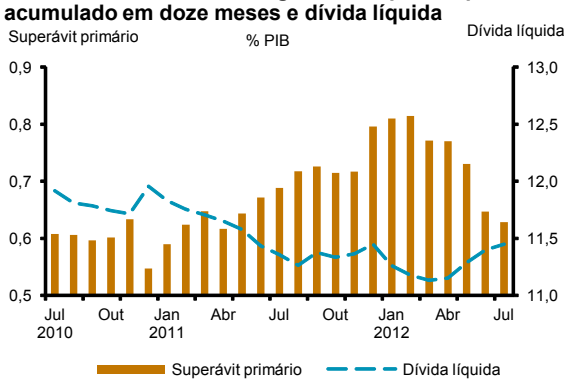
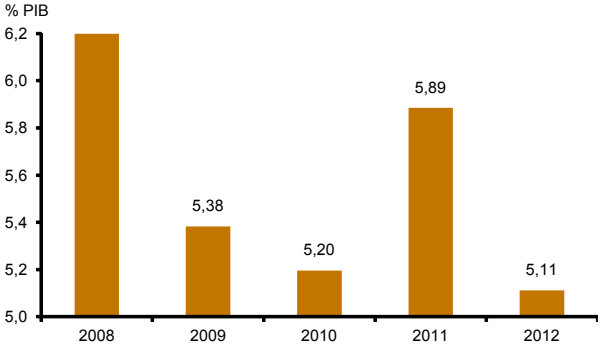


Gráfico 3.17 – Juros nominais apropriados
Jan-jul



R$610,1 bilhões, crescendo 7% em relação ao mesmo período do ano anterior, evolução semelhante à das receitas líquidas, que excluem as transferências a estados e municípios. As despesas elevaram-se 12% no período.

As transferências para os governos regionais totalizaram R$105,6 bilhões nos sete primeiros meses do ano, elevando-se 6,8% em relação ao mesmo período de 2011 e permanecendo estáveis em 4,2% do PIB. Destacaram-se os aumentos de R$3,8 bilhões nas transferências constitucionais (Imposto de Renda – IR, IPI e outras), reflexo da maior arrecadação das receitas compartilhadas, e de R$2,9 bilhões nas transferências de royalties de petróleo.

A arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), tributo regional mais expressivo, atingiu R$158,4 bilhões nos seis primeiros meses do ano, aumentando 10,1% em relação ao mesmo período de 2011, enquanto a arrecadação relativa ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) cresceu 6,9%, para R$19,5 bilhões.

O superávit primário dos estados e municípios atingiu R$17,9 bilhões nos sete primeiros meses do ano. A redução de 0,3 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2011 decorreu de decréscimos nos resultados dos governos estaduais e dos governos municipais. As empresas estatais registraram superávit de R$1,5 bilhão (0,06% do PIB), ante 0,08% do PIB nos sete primeiros meses de 2011.

Os juros nominais apropriados até julho totalizaram R$128,5 bilhões, 5,10% do PIB, reduzindo-se 0,79 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2011. Essa redução foi influenciada, sobretudo, pela redução da taxa Selic e pela menor variação do IPCA, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais, que são o componente mais importante do endividamento.

O déficit nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R$57,2 bilhões (2,27% do PIB) nos sete primeiros meses de 2012, aumentando 0,29 p.p. do PIB em relação a igual período de 2011. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão na dívida mobiliária interna e reduções na dívida bancária, na dívida externa líquida e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2010		2011		Jul/2012	
	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB
Usos	93,7	2,5	108,0	2,6	57,2	2,3
Primário	-101,7	-2,7	-128,7	-3,1	-71,2	-2,8
Juros	195,4	5,2	236,7	5,7	128,5	5,1
Fontes	93,7	2,5	108,0	2,6	57,2	2,3
Financiamento interno	178,5	4,7	214,4	5,2	96,6	3,8
Dívida mobiliária	35,2	0,9	223,8	5,4	223,7	8,9
Dívida bancária	100,9	2,7	-21,0	-0,5	-117,3	-4,7
Outros	42,5	1,1	11,6	0,3	-9,8	-0,4
Financiamento externo	-84,9	-2,3	-106,5	-2,6	-39,4	-1,6

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

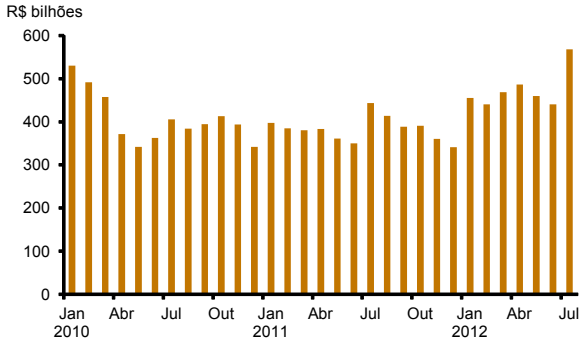


Gráfico 3.19 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

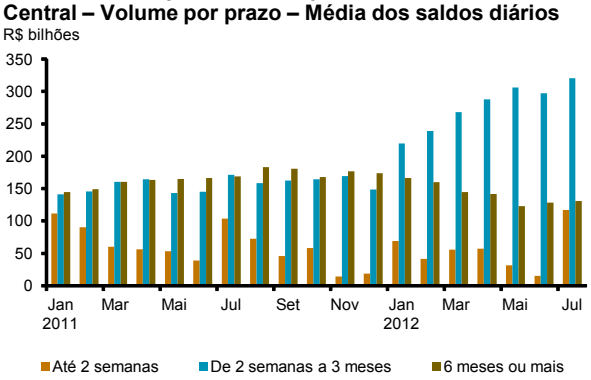
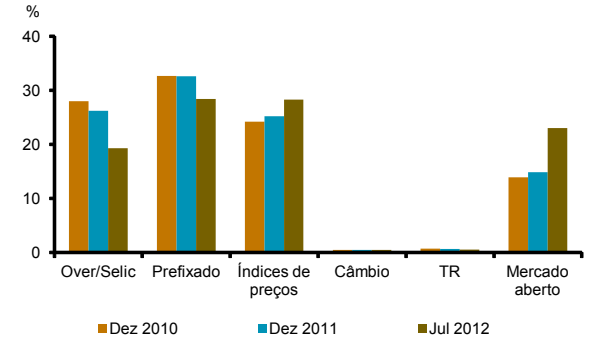


Gráfico 3.20 – Composição da dívida mobiliária federal[1/]



1/ Não inclui *swap*.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em resgates líquidos, com impacto monetário expansionista, de R$68,1 bilhões no trimestre encerrado em julho, resultado de colocações de R$93,7 bilhões e resgates de R$161,8 bilhões. As operações de trocas totalizaram R$11,5 bilhões, das quais 56,3% com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B); 25,1% com Letras do Tesouro Nacional (LTN) e 18,6% com Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT). Os resgates antecipados atingiram R$0,5 bilhão, no mesmo período, integralmente de NTN-Bs.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R$568,2 bilhões em julho, aumentando 16,8% em relação a abril. As operações de duas semanas a três meses passaram de R$287,6 bilhões para R$320,7 bilhões; as de prazo inferior a duas semanas, de R$57,2 bilhões para R$116,8 bilhões; e as de prazo de seis meses, de R$141,5 bilhões para R$130,8 bilhões.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R$1.788,4 bilhões em julho (41,5% do PIB), variando -0,8 p.p. do PIB em relação a abril e 0,2 p.p. em doze meses. O recuo trimestral decorreu de resgates líquidos de R$55,2 bilhões no mercado primário; incorporação de R$48,2 bilhões juros nominais; e do impacto de R$0,8 bilhão decorrente da depreciação cambial de 8,4%, no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados à índices de preços e das operações do mercado aberto realizadas pelo Banco Central para controle da liquidez registraram acréscimos respectivos de 1,7 p.p. e 2,3 p.p. em julho, em relação a abril. As participações dos títulos indexados à taxa Selic e dos prefixados reduziram-se, respectivamente, 1,8 p.p. e 2,2 p.p., e a dos títulos atrelados ao câmbio e à taxa referencial, mantiveram-se estáveis.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em julho: 4,9% do total

Gráfico 3.21 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

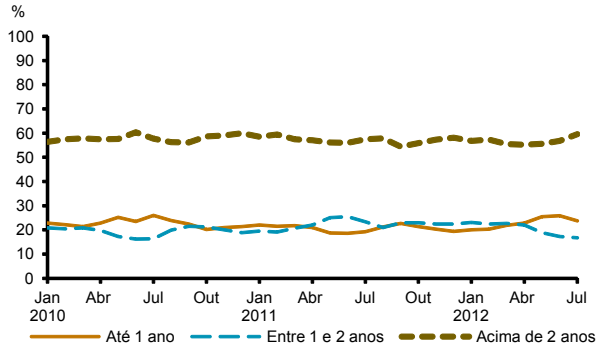


Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida

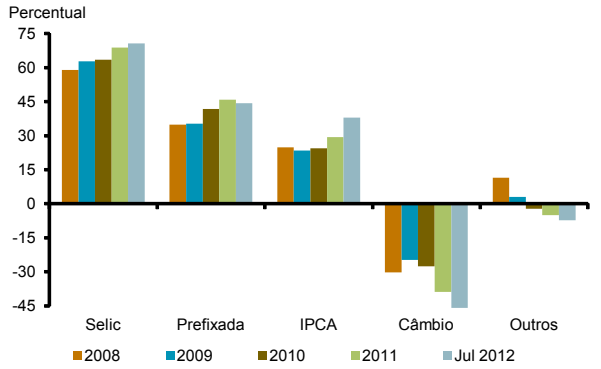
Fatores condicionantes

Discriminação	2010		2011		Jul 2012	
	R$ milhões	% PIB	R$ milhões	% PIB	R$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 475 820	39,1	1 508 547	36,4	1 504 539	35,0
Fluxos acumulados no ano						
Variação DLSP	113 109	-2,9	32 727	-2,7	-4 008	-1,4
Fatores	113 109	3,0	32 727	0,8	-4 008	-0,1
NFSP	93 673	2,5	107 963	2,6	57 234	1,3
Primário	-101 696	-2,7	-128 710	-3,1	-71 229	-1,7
Juros	195 369	5,2	236 673	5,7	128 462	3,0
Ajuste cambial	17 677	0,5	-66 626	-1,6	-58 406	-1,4
Dívida interna[1/]	1513	0,0	-3405	-0,1	-3296	-0,1
Dívida externa	16 163	0,4	-63 221	-1,5	-55 110	-1,3
Outros[2/]	1 533	0,0	-9 097	-0,2	-2 001	0,0
Reconhecimento de dívidas	2 969	0,1	487	0,0	-834	0,0
Privatizações	-2 742	-0,1	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-5,9		-3,5		-1,3

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



em 2012; 22,8% em 2013; e 72,3% a partir de janeiro de 2014. Os títulos vincendos em doze meses representaram 23,7% do total da dívida mobiliária em mercado, percentual no intervalo de 22% a 26% estabelecido pelo PAF 2012. O prazo médio de vencimento da dívida atingiu 46,2 meses, valor acima do limite superior do intervalo do PAF 2012, de 45,6 meses.

O estoque líquido das operações de *swap* cambial somou R$22,3 bilhões em julho. O resultado do trimestre, definido como a diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom de juros, foi favorável ao Banco Central em R$554 milhões, no conceito caixa.

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R$1.504,5 bilhões (34,9% do PIB) em julho, reduzindo-se 1,49 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011. A dívida interna líquida passou de 49,4% do PIB, ao final de 2011, para 49,7% do PIB, e o saldo credor externo líquido, refletindo o impacto da depreciação cambial e do aumento das reservas internacionais, aumentou de 13% do PIB para 14,7% do PIB.

A redução registrada na relação DLSP/PIB em 2012 evidenciou as contribuições do superávit primário, 1,7 p.p.; do crescimento do PIB corrente, 1,4 p.p.; e da depreciação cambial de 9,3% registrada no período, 1,4 p.p., neutralizadas parcialmente pelo impacto de 3,0 p.p. associado à apropriação de juros nominais.

As maiores alterações na composição da DLSP em 2012 estiveram relacionadas ao crescimento da parcela vinculada aos índices de preços, que registraram expansão da ordem de 8,6 p.p., alcançando 38,0% do total; e da parcela credora vinculada ao câmbio, que aumentou 7,0 p.p., atingindo 45,9%, em virtude do aumento das reservas internacionais e da desvalorização cambial. A participação da parcela vinculada à taxa Selic registrou crescimento de 1,9 p.p., alcançando 70,7% da DLSP em julho.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R$2.480,2 bilhões (57,6% do PIB) em julho, aumentando 3,4 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011. Destacaram-se a redução de 1,6 p.p. do PIB na dívida mobiliária em mercado e o aumento de 4,8 p.p. nas operações compromissadas.

3.4 Conclusão

A expansão do mercado de crédito segue em ritmo moderado. Manteve-se, nos meses recentes, tendência de crescimento mais acentuado das operações de crédito com recursos direcionados – destacando-se sobremaneira os financiamentos habitacionais – com desdobramentos sobre a representatividade dos bancos públicos no total das operações de crédito do sistema financeiro.

A evolução das concessões de crédito com recursos livres refletiu, em particular, o aumento da demanda por crédito para financiamento de automóveis. As operações destinadas a pessoas jurídicas, em fase de arrefecimento sazonal, devem observar ritmo mais intenso de expansão nos próximos meses, à medida que as empresas se preparam para as vendas de final de ano e a recuperação da atividade econômica se consolide em ritmo mais intenso.

As taxas de juros apresentaram declínio acentuado, atingindo patamares historicamente reduzidos, movimento consistente com o processo de diminuição da taxa básica de juros, e que evidenciou, ainda, o impacto de reduções expressivas dos *spreads*. Nesse contexto, considerando-se adicionalmente a probabilidade de retração dos índices de inadimplência, a expansão do crédito tende a continuar, permanecendo assim como elemento de sustentação da demanda agregada.

No âmbito fiscal, o ritmo de atividade menos intenso no primeiro semestre vem se traduzindo em recuo das receitas e do superávit primário acumulado no ano, em comparação ao registrado em 2011. No decorrer do segundo semestre tende-se a observar a reversão dessa trajetória, em linha com a aceleração da atividade.

O endividamento líquido segue em declínio, ressaltando-se que a redução na incorporação de juros nominais tende a continuar nos próximos meses.

Projeções da Dívida Líquida do Setor Público e da Dívida Bruta do Governo Geral

Tabela 1 – Parâmetros para projecões do endividamento público (Focus de 21.9.2012)

Discriminação	2012	2013	2014	2015	2016
Taxa Selic média (% a.a)	8,7	7,6	9,0	9,0	8,5
IPCA (% a.a.)	5,4	5,5	5,2	5,0	4,8
IGP-DI (% a.a.)	8,7	5,3	5,0	4,5	4,5
Câmbio – final período (R$/US$)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Crescimento real do PIB (% a.a.)	1,6	4,0	4,0	4,0	3,7
Superávit primário (% do PIB)	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7

Tabela 2 – Evolução da DLSP

Fatores condicionantes

p.p. do PIB

Discriminação	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DLSP - saldo	36.4	35.2	33.5	32.2	30.7	28.8
DLSP - variação acum. ano	-2.7	-1.2	-1.7	-1.3	-1.5	-1.9
Fatores condicionantes	0.8	1.2	1.6	1.6	1.2	0.6
NFSP	2.6	1.9	1.2	1.3	1.0	0.8
Primário	-3.1	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.7
Juros	5.7	4.7	4.0	4.1	3.8	3.5
Ajuste Cambial	-1.6	-0.9	0.0	0.0	0.0	-0.2
Dívida interna cambial	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.0
Dívida externa cambial	-1.5	-0.9	0.0	0.0	0.0	-0.2
Dív. externa – Outros ajustes	-0.2	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reconhecimento de dívidas	0.0	0.3	0.4	0.3	0.3	0.0
Privatizações	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Efeito do crescimento do PIB	-3.5	-2.4	-3.2	-2.9	-2.7	-2.4

Este boxe apresenta a trajetória esperada para importantes indicadores fiscais, entre 2012 a 2016. As projeções foram realizadas com base em parâmetros de mercado divulgados no Relatório Focus para as principais variáveis determinantes da evolução da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).

Com base nas informações constantes da Tabela 1, a relação DLSP/Produto Interno Bruto (PIB) deverá atingir 35,2% ao final de 2012, patamar 1,2 p.p. menor do que o verificado em 2011 (Tabela 2). Nesse exercício, projetam-se contribuições negativas (isto é, baixistas) do resultado primário, 2,8 p.p. do PIB; da depreciação cambial prevista para o ano, 0,9 p.p. do PIB, dada a posição liquidamente credora em moeda estrangeira; e do efeito do crescimento do PIB nominal, 2,4 p.p. do PIB, contrastando com contribuições positivas (ou seja, altistas) respectivas de 4,7 p.p e 0,3 p.p. do PIB da apropriação de juros nominais e do reconhecimento de dívidas.

Por sua vez, a razão DBGG/PIB deverá aumentar 3,1 p.p. do PIB em 2012, totalizando 57,2%. Essa trajetória, também construída com base nos parâmetros da Tabela 1, reflete o efeito dos seguintes fatores: (1) depreciação cambial prevista para o ano; (2) acumulação de ativos mediante contrapartida em emissões de títulos públicos, aí computados os empréstimos já autorizados ao BNDES, de R$45 bilhões; e (3) redução de alíquotas de depósitos compulsórios observada no ano, que se refletem no montante de operações compromissadas de controle da liquidez.

Sobre o serviço da dívida pública, destaquem-se, em 2012, as reduções respectivas de 1,0 p.p. do

Tabela 3 – Evolução da DBGG
Fatores condicionantes

p.p. do PIB

Discriminação	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DBGG - saldo	54.2	57.2	53.7	50.9	48.4	46.3
DBGG - var. acum. no ano	0.8	3.1	-3.6	-2.8	-2.5	-2.1
Fatores condicionantes	5.6	6.7	1.7	1.8	1.8	1.8
Necessidade financ. DBGG	5.2	6.2	1.3	1.5	1.5	1.7
Emissões líquidas	-1.0	0.7	-3.5	-3.2	-2.8	-2.3
Juros	6.1	5.5	4.9	4.8	4.3	4.0
Ajuste cambial	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
Dív. mob. int. index. ao câmbio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dív. externa – Metodológico	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
Dív. externa – Outros ajustes[1/]	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reconhecimento de dívidas	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.0
Privatizações	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Efeito do crescimento do PIB	-4.8	-3.6	-5.3	-4.7	-4.3	-3.9

Gráfico 1 – Selic e taxa implícita da DLSP
(acumulado em 12 meses)

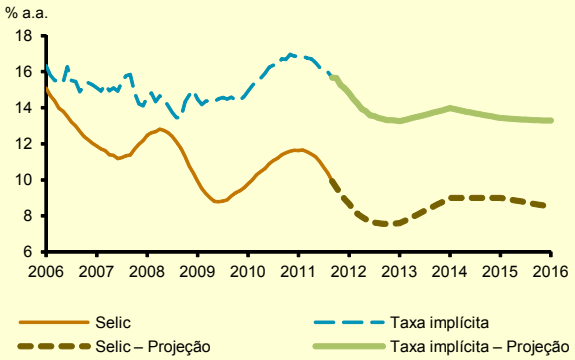
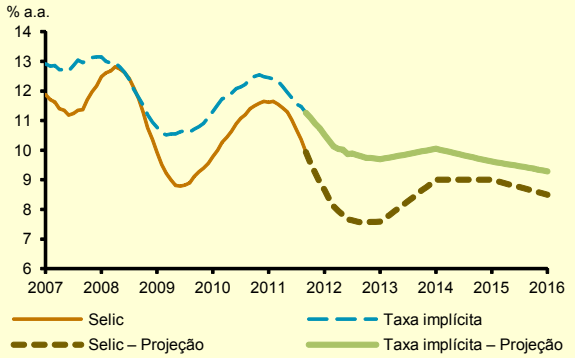


Gráfico 2 – Selic e taxa implícita da DBGG
(acumulado em 12 meses)



PIB e de 0,7 p.p. do PIB na incorporação de juros nominais sobre a DLSP e DBGG. Esse movimento reflete, fundamentalmente, a redução da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e a do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), indicadores aos quais estão vinculadas significativas parcelas da dívida pública.

Estima-se em 14,7% a.a. a taxa implícita de juros incidente sobre a DLSP, em 2012, ante 16,9% a.a. observado em 2011; enquanto a taxa implícita incidente sobre a DBGG deverá recuar 2,1 p.p., para 10,4% a.a. (Gráficos 1 e 2).

Ressalte-se que a taxa implícita da DBGG situa-se em patamar próximo e apresenta trajetória similar à da taxa Selic, enquanto a taxa implícita da DLSP, embora em trajetória de queda, registra diferencial mais acentuado e apresenta, em alguns períodos, trajetória distinta da observada na taxa básica de juros. Análise mais detalhada sobre a evolução da taxa implícita de juros da DLSP foi apresentada no Boxe "Análise Evolutiva dos Juros Nominais Apropriados sobre a DLSP", divulgado no Relatório de Inflação de março de 2011.

O déficit nominal deverá atingir 1,9% do PIB em 2012, recuando 0,7 p.p. em relação ao ano anterior, reflexo da menor incorporação de juros nominais e do superávit primário esperado pelo mercado para o período.

A DLSP/PIB e a DBGG/PIB deverão apresentar trajetória decrescente a partir de 2013, em cenário de ocorrência de superávits primários e crescimento do PIB esperados pelo mercado (Gráfico 3). As contribuições dos demais fatores, consideradas as trajetórias das taxas de juros, dos índices de preços e da taxa de câmbio do cenário de mercado, deverão ser mais moderadas do que em 2012. As relações DLSP/PIB e DBGG/PIB deverão atingir 28,8% e 46,3%, respectivamente, em dezembro de 2016.

A elasticidade da relação DLSP/PIB em relação aos principais indexadores do endividamento registra alterações importantes ao longo do tempo, conforme a Tabela 4. A elasticidade em relação à taxa Selic aumentou de 0,23 p.p., em 2002, para 0,27 p.p., em julho de 2012, período em que a

Gráfico 3 – Projeções para DLSP e DBGG

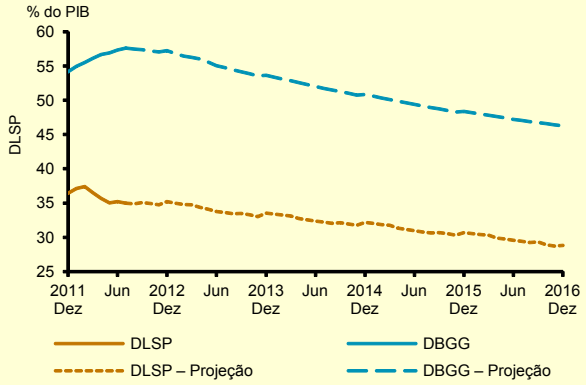


Tabela 4 – Elasticidade da DLSP aos indexadores

Impacto na relação DLSP/PIB

p.p. do PIB

	Taxas de juros		Índices de preços				Câmbio
	Selic	TJLP	IPCA	IGP-DI	IGP-M	Total	
2002	0,23	-0,05	0,01	0,02	0,02	0,03	0,17
2003	0,26	-0,05	0,01	0,02	0,03	0,03	0,12
2004	0,28	-0,05	0,01	0,01	0,04	0,04	0,08
2005	0,25	-0,05	0,02	0,01	0,03	0,07	0,03
2006	0,20	-0,06	0,06	0,01	0,03	0,07	-0,02
2007	0,23	-0,06	0,07	0,01	0,02	0,10	-0,08
2008	0,25	-0,06	0,09	0,01	0,02	0,12	-0,11
2009	0,27	-0,08	0,08	0,00	0,02	0,10	-0,11
2010	0,29	-0,11	0,09	0,00	0,02	0,11	-0,11
2011	0,27	-0,11	0,09	0,00	0,02	0,11	-0,14
2012[1/]	0,27	-0,11	0,12	0,00	0,02	0,14	-0,16

1/ Valores em julho.

Tabela 5–- Projeções da DBGG de países selecionados

% PIB

	2011	2012	2014	2016
Economias avançadas	103,5	106,5	109,5	108,9
Estados Unidos	102,9	106,6	111,9	112,8
Área do Euro	88,1	90,0	90,8	88,6
França	86,3	89,0	90,6	87,5
Alemanha	81,5	78,9	75,8	72,7
Grécia	160,8	153,2	158,1	143,7
Irlanda	105,0	113,1	117,5	112,2
Itália	120,1	123,4	123,4	120,7
Portugal	106,8	112,4	114,4	110,7
Espanha	68,5	79,0	87,4	90,7
Japão	229,8	235,8	245,6	253,6
Reino Unido	82,5	88,4	92,8	90,1
Canadá	85,0	84,7	80,4	76,3
Economias emergentes	37,6	35,7	32,9	30,2
China	25,8	22,0	17,1	12,6
Índia	68,1	67,6	66,2	65,3
Rússia	9,6	8,4	9,0	11,3
Turquia	39,4	36,0	33,5	32,1
Brasil	**54,2**	**57,2**	**50,9**	**46,3**
México	43,8	42,9	43,0	43,1
África do Sul	38,8	40,0	41,5	38,8

Fontes: Banco Central e FMI/Fiscal Monitor de abril de 2012.

elasticidade em relação à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) passou de -0,05 p.p. para -0,11 p.p., devido, principalmente, ao aumento no volume de crédito junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A elasticidade em relação ao IPCA aumentou de 0,01 p.p. para 0,12 p.p., reflexo das emissões líquidas de Nota do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) no período, e a elasticidade em relação à taxa de câmbio passou de 0,17 p.p. para -0,16 p.p., resultado da significativa alteração na composição do endividamento externo, considerando que o setor público passou de devedor externo líquido a credor externo líquido.

A comparação internacional, considerada a evolução da relação DBGG/PIB até o final de 2016, revela que o endividamento do setor público brasileiro apresenta tendência declinante similar à esperada para a maioria das economias emergentes (Tabela 5). Ressaltem-se as distinções acentuadas entre as trajetórias projetadas para o indicador do Brasil, recuo de 7,8 p.p., e para os referentes aos países da Área do Euro, aumento de 0,5 p.p., e aos Estados Unidos da América (EUA), elevação de 9,9 p.p.

Em resumo, as projeções com base em parâmetros de mercado indicam trajetória decrescente nos próximos anos para a dívida líquida do setor público e para a dívida bruta do governo geral. Esta tendência é favorecida pelos superávits primários esperados, pela trajetória da taxa Selic, e pela retomada do crescimento econômico, evidenciada nas expectativas de mercado, que apontam taxa média de crescimento do PIB próxima a 4% a.a., de 2013 a 2016.