

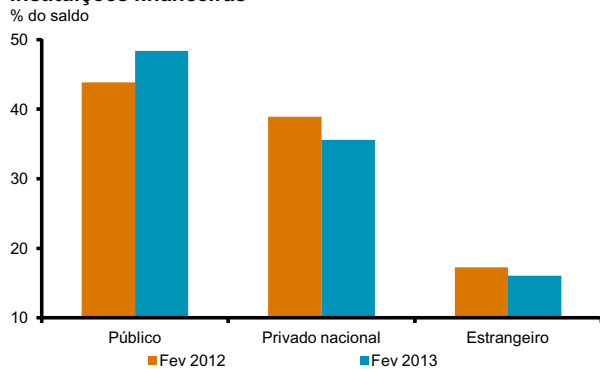
## 3.1 Crédito

O Banco Central, objetivando aperfeiçoar e ampliar as estatísticas de crédito, com ênfase nas modalidades que ganharam expressão nos últimos anos, a exemplo dos financiamentos imobiliários e do crédito consignado, passou recentemente a publicar um conjunto mais amplo de informações sobre o mercado de crédito. Essas estatísticas, que possibilitam análise mais abrangente, detalhada e uniforme das modalidades de crédito, e, em particular, dos financiamentos com recursos direcionados, encontram-se detalhadas no box: Nova estrutura de dados de crédito, na página 29 deste relatório.

**Tabela 3.1 – Evolução do crédito**

Discriminação	R\$ bilhões					
	2012		2013		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Total	2 310,9	2 368,0	2 366,0	2 383,5	3,1	16,8
Pessoas jurídicas	1 255,2	1 292,1	1 278,7	1 290,4	2,8	17,2
Recursos livres	688,6	706,1	690,7	697,7	1,3	16,3
Direcionados	566,6	586,0	588,0	592,7	4,6	18,3
Pessoas físicas	1055,7	1075,9	1087,3	1093,1	3,5	16,2
Recursos livres	684,6	692,7	697,6	696,8	1,8	9,5
Direcionados	371,1	383,2	389,7	396,3	6,8	30,4
<b>Participação %:</b>						
Total/PIB	52,8	53,8	53,4	53,4		
P. jurídicas/PIB	28,7	29,4	28,8	28,9		
P. físicas/PIB	24,1	24,4	24,5	24,5		
Rec. livres/PIB	31,3	31,7	31,3	31,2		
Rec. direc./PIB	21,4	22,0	22,1	22,2		

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



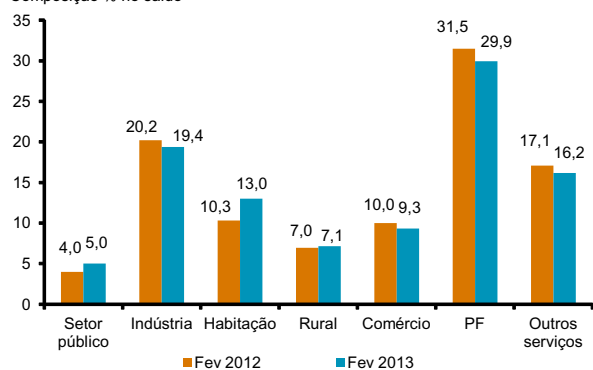
Já considerando esses desenvolvimentos, o saldo das operações de crédito do sistema financeiro, computadas operações com recursos livres e direcionados, somou R\$2.384 bilhões em fevereiro, elevando-se 3,2% no trimestre e 16,8% em doze meses. O estoque de crédito correspondeu a 53,4% do PIB, ante 52,8% em novembro e 48,8% em fevereiro de 2012. Os créditos às empresas e às famílias totalizaram R\$1.291 bilhões e R\$1.093 bilhões, respectivamente, assinalando, na ordem, elevações trimestrais de 2,8% e 3,6%.

A expansão trimestral do crédito foi condicionada, em parte, por fatores sazonais e idiossincráticos, como a intensificação da demanda por crédito pelas empresas, associada às vendas de fim de ano e a aceleração dos desembolsos do BNDES em dezembro. No âmbito das pessoas físicas, o recebimento do décimo terceiro salário contribuiu para a redução, em dezembro, do uso da modalidade crédito rotativo, que se recuperou em janeiro, quando se apresentam compromissos financeiros sazonais importantes.

A representatividade dos bancos públicos no total das operações de crédito aumentou 1,2 p.p. no trimestre, para R\$1.153 bilhões, enquanto as relativas às instituições privadas nacionais e estrangeiras recuaram, na ordem, 0,7 p.p. e 0,5 p.p., correspondendo a R\$848 bilhões e R\$382 bilhões, respectivamente. Os empréstimos ao setor privado

**Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas**

Composição % no saldo

**Tabela 3.2 – Crédito concedido a pessoas jurídicas**

Discriminação	R\$ bilhões					
	2012		2013		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Recursos livres	688,6	706,1	690,7	697,7	1,3	16,3
Capital de giro	358,4	366,4	365,8	364,9	1,8	15,7
Conta garantida	43,7	43,1	42,6	43,8	0,2	-2,6
ACC	48,1	45,9	43,6	44,5	-7,7	9,9
Financ. a export.	37,5	36,9	36,6	43,0	14,5	55,4
Demais	200,8	213,8	202,1	201,6	0,4	17,6
Rec. direcionados	566,6	586,0	588,0	592,7	4,6	18,3
BNDES	432,3	446,7	448,5	450,2	4,1	15,7
Imobiliário	42,2	42,9	43,1	43,8	3,7	28,7
Rural	47,7	48,8	48,9	49,9	4,6	17,8
Demais	44,4	47,6	47,6	48,8	10,0	37,5

**Tabela 3.3 – Crédito concedido a pessoas físicas**

Discriminação	R\$ bilhões					
	2012		2013		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Recursos livres	684,6	692,7	697,6	696,8	1,8	9,5
Crédito pessoal	278,8	279,1	283,2	287,1	3,0	16,4
Do qual: consignado	187,7	188,9	192,2	195,5	4,2	18,7
Aquisição de veículos	190,8	193,2	193,5	192,8	1,0	6,3
Cartão de crédito	119,4	126,6	126,3	122,1	2,2	11,0
Cheque especial	20,0	18,3	20,0	20,8	4,1	0,4
Demais	75,6	75,5	74,6	74,0	-2,1	-4,9
Recursos direcionados	371,1	383,2	389,7	396,3	6,8	30,4
BNDES	28,5	29,2	30,2	31,1	9,3	20,9
Imobiliário	248,7	255,4	261,3	266,5	7,1	34,3
Rural	86,4	90,7	90,5	90,9	5,2	23,1
Demais	7,5	8,0	7,7	7,8	3,9	33,6

totalizaram R\$2.264 bilhões, elevando-se 2,8% no trimestre, com destaque para as contratações dos setores imobiliário e rural. Os financiamentos para o setor público cresceram 9,6% no período, para R\$120 bilhões, resultado da elevação de 23,4% e retração de 0,5% nos créditos a governos subnacionais e à esfera federal, respectivamente.

As operações de crédito com recursos livres totalizaram R\$1.395 bilhões (31,2% do PIB) em fevereiro, elevando-se 1,6% no trimestre e 12,8% em doze meses, e corresponderam a 58,5% da carteira do sistema financeiro. Nesse segmento, os empréstimos a pessoas jurídicas registraram aumento trimestral de 1,3%, ante 4,5% em novembro, e totalizaram R\$698 bilhões. Destacaram-se as expansões nas modalidades capital de giro, cheque especial e repasses externos, e as reduções nas operações envolvendo *leasing* de veículos e Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC). Os créditos a pessoas físicas atingiram R\$697 bilhões, com aumentos de 1,8% no trimestre e de 9,5% em doze meses. A expansão trimestral, 0,5 p.p. acima da registrada no trimestre finalizado em novembro, foi estimulada, em especial, pelo aumento sazonal de 2,6% na modalidade crédito rotativo.

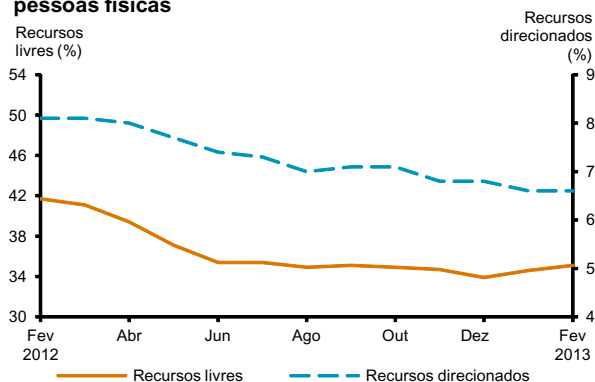
Os financiamentos com recursos direcionados (41,5% do estoque total de crédito) somaram R\$989 bilhões (22,2% do PIB) em fevereiro, crescendo 5,5% no trimestre e 22,9% em doze meses. Os créditos a pessoas jurídicas (59,9% do total dos créditos direcionados) expandiram 4,6% no trimestre. As operações do BNDES aumentaram 4,1%, com ênfase para o financiamento de investimentos em infraestrutura. No segmento de pessoas físicas, os financiamentos com recursos direcionados cresceram 6,8% no trimestre, destacando-se as modalidades crédito imobiliário, 7,1%, e crédito rural, 5,2%.

## Taxas de juros e inadimplência

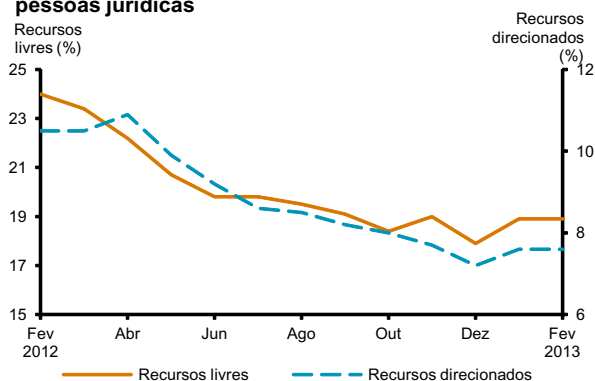
A taxa média de juros das operações de crédito atingiu 18,7% no trimestre encerrado em fevereiro, recuando 0,2 p.p. em relação ao terminado em novembro de 2012 e 5,1 p.p. em doze meses. Registraram-se taxas médias de 26,4% nas contratações com recursos livres e de 7,2% nas efetuadas com recursos direcionados.

Considerado o segmento de pessoas físicas, a taxa média de juros recuou 0,2 p.p. no trimestre e 6,2 p.p. em doze meses, situando-se em 24,9%. Ocorreu aumento trimestral de 0,4 p.p. na taxa relativa às operações com recursos livres, reflexo, em parte, das elevações respectivas de 2,1 p.p., 0,8 p.p. nas modalidades crédito renegociado e crédito pessoal.

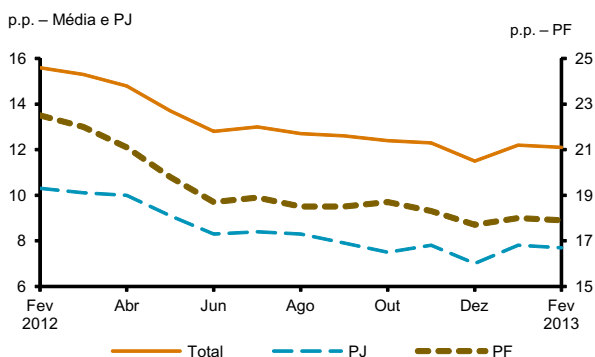
**Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas**



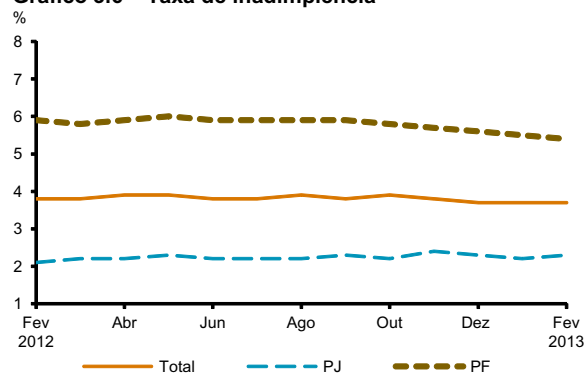
**Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas**



**Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito**



**Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência<sup>1/</sup>**



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

A retração trimestral de 0,2 p.p. na taxa média envolvendo as operações com recursos direcionados foi condicionada, em parte, pelas retrações respectivas de 1 p.p., 0,2 p.p. e 0,2 p.p. nas modalidades financiamentos para investimentos com recursos do BNDES, crédito rural e crédito imobiliário. As taxas médias de juros nos segmentos mencionados atingiram 35,1% e 6,6%, respectivamente.

A taxa média de juros nos financiamentos a pessoas jurídicas atingiu 14% no trimestre encerrado em fevereiro e recuaram 4,2 p.p. em doze meses. A análise trimestral revela que a redução de 0,2 p.p., em relação trimestre encerrado em novembro de 2012, resultou da variação respectiva de -0,1 p.p. nas taxas relativas às operações com recursos direcionados e com recursos livres, que se deslocaram para patamares de 7,6% e 18,9%, respectivamente. No crédito direcionado, destacou-se o recuo de 0,9 p.p. na taxa média de capital de giro com recursos do BNDES; e no crédito livre, as reduções de 0,1 p.p. e 0,6 p.p. nas taxas de capital de giro e ACC, respectivamente.

O *spread* bancário estimado para o total das operações de crédito do sistema financeiro, consideradas as operações com recursos livres e direcionados, atingiu 12,1 p.p. em fevereiro, recuando 0,2 p.p. no trimestre e de 3,5 p.p. em doze meses. Ocorreram variações trimestrais de -0,4 p.p. no segmento de pessoas físicas, e de -0,1 p.p. no de pessoas jurídicas.

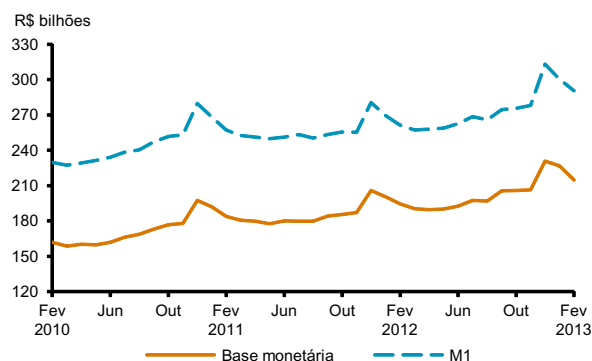
A inadimplência do sistema financeiro, correspondente a operações com atraso superior a noventa dias, representou, em fevereiro, 3,7% do estoque total de crédito, reduzindo-se 0,1 p.p. tanto no trimestre como em relação a igual período de 2012. A inadimplência totalizou 5,6% das operações com recursos livres e 1,1% das com direcionados. Destacaram-se os recuos trimestrais nas modalidades financiamentos de veículos, 0,4 p.p.; cartão de crédito rotativo, 2,2 p.p.; e financiamentos imobiliários de 0,1 p.p.

A taxa de inadimplência atingiu 5,4% no segmento de pessoas físicas, com recuos 0,3 p.p. no trimestre encerrado em fevereiro e 0,5 p.p. em doze meses.

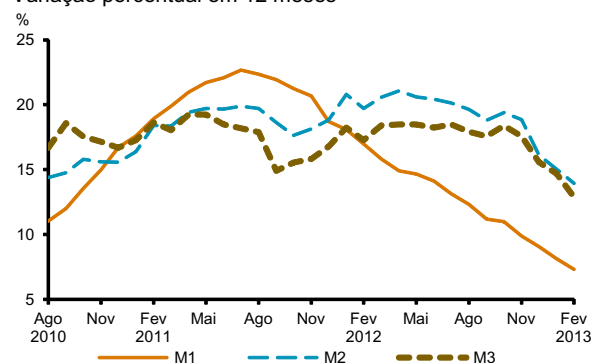
No segmento de pessoas jurídicas, a inadimplência situou-se em 2,3% em fevereiro, apresentando estabilidade no trimestre, com ênfase nos declínios de 0,1 p.p. em capital de giro e de 0,2 p.p. nos financiamentos com recursos do BNDES, e elevação de 0,1 p.p. em doze meses.

## 3.2 Agregados monetários

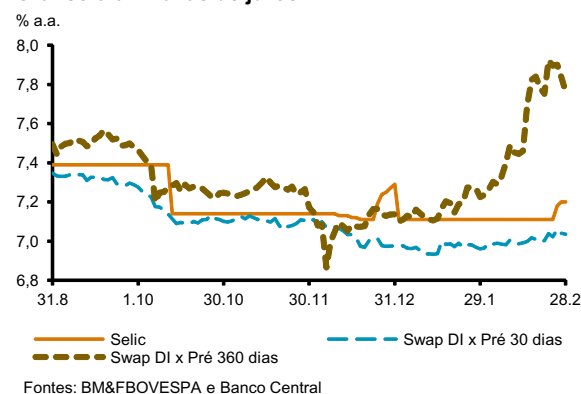
**Gráfico 3.7 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários**



**Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados**

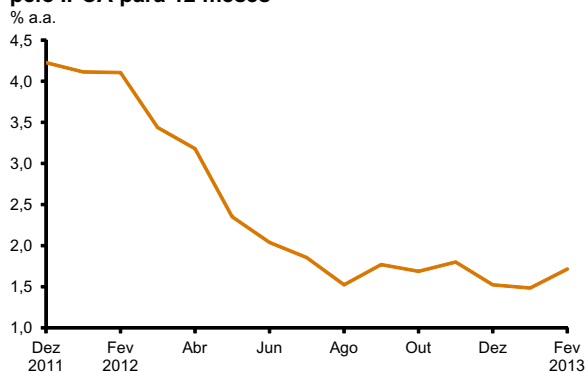


**Gráfico 3.9 – Taxas de juros**



Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

**Gráfico 3.10 – Taxa de juros ex-ante deflacionada pelo IPCA para 12 meses**



O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R\$ 290,5 bilhões em fevereiro, elevando-se 4,5% no trimestre e 11,2% em doze meses. A base monetária totalizou R\$ 214,9 bilhões, variando 4,1% e 10,5%, nas mesmas bases de comparação.

Considerados saldos em final de período, a base monetária situou-se em R\$ 205 bilhões em fevereiro. A retração trimestral de 1,9% refletiu, em especial, impactos contracionistas das operações do Tesouro Nacional, R\$52,4 bilhões, e das vendas líquidas de divisas pelo Banco Central, R\$5 bilhões, neutralizados, em parte, pelos efeitos expansionistas das operações com títulos públicos federais, R\$47,1 bilhões, e dos recolhimentos compulsórios, R\$1,6 bilhões.

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$1,7 trilhão em fevereiro, diminuição de 0,4% no trimestre e 7,3% em doze meses, registrando-se crescimentos de 0,8% no estoque de títulos privados e de 18,7% nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R\$3,5 trilhões, elevando-se 1,5% no trimestre e 13,9% em doze meses, enquanto o M4 somou R\$4,1 trilhões, com expansões respectivas de 1,1% e 12,9%.

### Taxas de juros reais e expectativas de mercado

As taxas de juros futuros para prazos mais longos apresentaram elevado crescimento ao final do trimestre encerrado em fevereiro. Os contratos de *swap* Depósito Interfinanceiro (DI) x pré de 30 dias apresentaram redução de 6 p.b., enquanto as de 360 dias cresceram 59 p.b. no trimestre. As referidas taxas fecharam fevereiro respectivamente em 7,0% a.a. e 7,8% a.a., frente a 7,1% a.a. e 7,2% a.a. no trimestre anterior.

A taxa de juros real *ex-ante* para os próximos doze meses, calculada com base em pesquisa sobre as expectativas de analistas do setor privado para a taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e para a variação anual do IPCA, apresentou redução, saindo de 1,8% a.a. para 1,7% a.a. ao longo do trimestre. Esse movimento se deve às expectativas de elevação da inflação e manutenção da taxa de juros Selic nos próximos doze meses.

## Nova Estrutura de Dados de Crédito

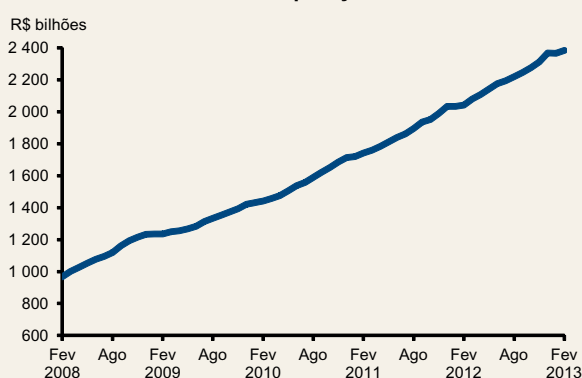
Este boxe apresenta as principais alterações introduzidas recentemente nas estatísticas de crédito publicadas pelo Banco Central<sup>1</sup>.

A reformulação objetivou ampliar a abrangência, uniformizar informações e a especificação mais detalhada das principais modalidades de crédito. A nova estrutura amplia as estatísticas de concessões, taxas de juros, spreads, prazos e taxas de inadimplência, as quais, antes limitadas às principais modalidades de crédito com recursos livres, passaram a incorporar créditos com recursos direcionados e operações de arrendamento mercantil. As mudanças permitem o detalhamento da evolução de linhas de crédito como financiamentos imobiliários, rurais e com recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), e de modalidades que adquiriram expressão ao longo dos últimos anos, como o crédito consignado, cartão de crédito e empréstimos de capital de giro.

Os créditos do Sistema Financeiro Nacional (SFN) totalizaram R\$2.368,3 bilhões em dezembro de 2012 (R\$2.383,7 bilhões, em fevereiro de 2013), de acordo com os dados disponíveis na nova estrutura. Esse total, na antiga estrutura, correspondeu a R\$2.359,6 bilhões<sup>2</sup>. Como não houve alteração na abrangência dos saldos, a diferença de R\$8,7 bilhões resulta da maior precisão na mensuração do volume total de operações interbancárias. A relação entre o crédito total e o PIB situou-se em 53,8% em dezembro de 2012.

A segmentação dos saldos entre recursos livres e direcionados foi alterada, decorrente da reclassificação, como créditos direcionados, de financiamentos imobiliários e rurais baseados nas exigibilidades de direcionamento dos depósitos de poupança e à vista, porém, contratados com taxas de juros livres. Também

**Gráfico 1 – Saldo total das operações de crédito**



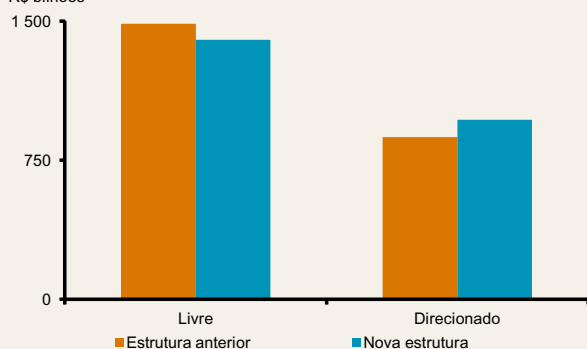
1/ Mais informações a respeito constam da Nota Metodológica sobre a Nova Estrutura de Dados de Crédito, disponível no endereço <http://www.bcb.gov.br/?ecoimprensa>.

2/ As séries de saldos na estrutura antiga foram interrompidas em dezembro de 2012. Os dados publicados relativos aos últimos três meses são sempre considerados preliminares, tendo em vista a possibilidade de serem revisados.

**Gráfico 2 – Crédito segundo origem dos recursos**

Dezembro/2012

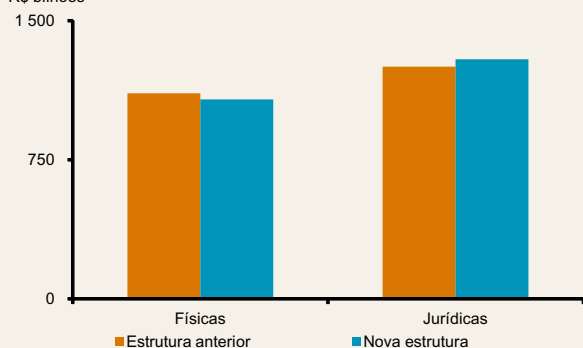
R\$ bilhões



**Gráfico 3 – Crédito a pessoas físicas e jurídicas**

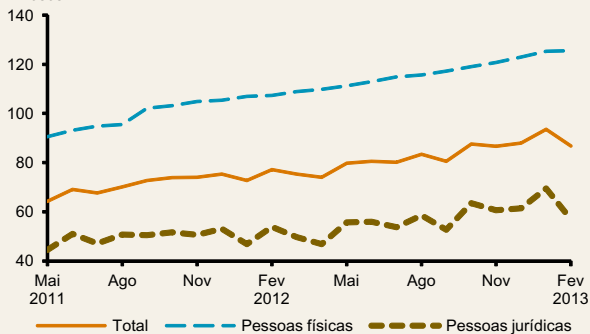
Dezembro/2012

R\$ bilhões



**Gráfico 4 – Prazo médio das concessões das operações de crédito**

Meses



foi possível aferir com mais precisão a segmentação entre pessoas físicas e a pessoas jurídicas. Conseqüentemente, a distribuição do volume total de crédito passou a ser de 59,1% com recursos livres e 40,9% com recursos direcionados, e de 54,5% para pessoas jurídicas e 45,5% para pessoas físicas, em dezembro de 2012.

Os dados sobre concessões foram ampliados e passaram a abranger quase a totalidade das operações de crédito<sup>3</sup>, permitindo assim identificar com mais precisão fluxos destinados a consumo, investimento e habitação.

A estatística de prazo das concessões é outra novidade. A estrutura anterior apresentava apenas o prazo médio das carteiras, indicador referente ao prazo remanescente de todo o saldo das operações ativas<sup>4</sup>. Para cada contrato, o novo indicador reflete o prazo total a decorrer entre a data de contratação e o vencimento da última prestação e se refere exclusivamente às operações contratadas no mês, possibilitando avaliações mais tempestivas acerca da evolução dos prazos de crédito.

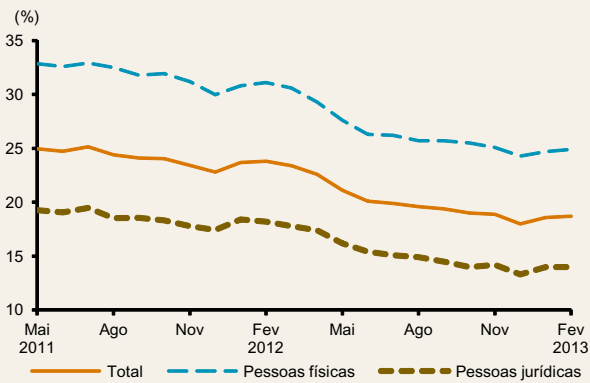
A abrangência sobre taxas de juros e concessões foi ampliada, passando a compreender as principais modalidades de crédito direcionado e, entre as operações com recursos livres, a oferecer maior detalhamento. Nesse contexto, a taxa média de juros referente ao volume total de crédito do sistema financeiro atingiu 18% a.a. em dezembro de 2012, reflexo de taxas médias respectivas de 13,3% a.a. e 24,3% a.a. nos segmentos de pessoas jurídicas e de pessoas físicas. A nova estrutura permite conhecer as taxas de juros do crédito direcionado. Assim, a taxa média de juros das operações de crédito direcionado atingiu 7%, correspondendo a 7,2% nos financiamentos a pessoas jurídicas e a 6,8% nos destinados a pessoas físicas.

As estatísticas de taxas de juros referentes ao crédito livre são comparáveis às que eram produzidas na estrutura anterior, que se referiam ao subconjunto de modalidades de crédito chamado de Crédito Referencial para Taxas de Juros. A taxa média de juros do crédito livre na nova estrutura atingiu 25,3% em dezembro, ante 28,1% no crédito referencial da estrutura anterior. No âmbito das empresas, a taxa de juros situou-se em 17,9% na nova

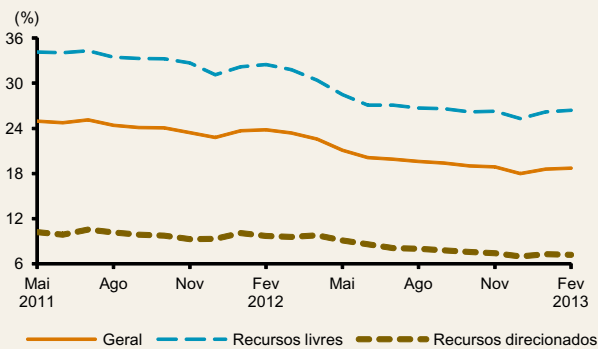
3/ As informações relativas a concessões, taxas de juros, prazos e taxas de inadimplência não incluem dados de cooperativas de crédito, agências de fomento e sociedades de crédito ao microempreendedor, instituições que, em conjunto, respondem por 2,2% do saldo total de crédito do SFN.

4/ O indicador de prazo médio da carteira permanece disponível, de forma resumida, na Nota para Imprensa sobre Política Monetária e Operações de Crédito, e, com maior detalhe, no sistema de séries temporais.

**Gráfico 5 – Taxas de juros de operações de crédito**



**Gráfico 6 – Taxas de juros de crédito segundo a origem dos recursos**



estrutura, ante 20,6% na anterior. Nos empréstimos a pessoas físicas, a taxa de juros alcançou 33,9% na nova estrutura e 34,6% na anterior.

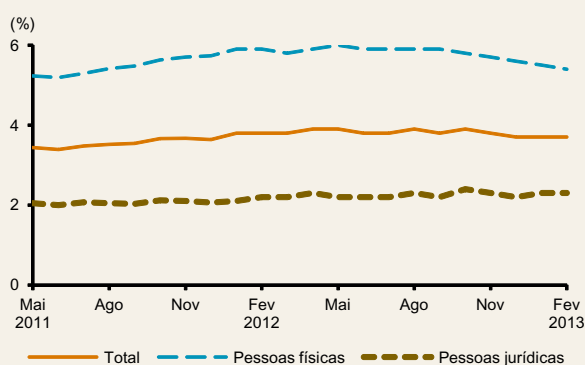
A redução do nível da taxa média de juros nos empréstimos às empresas refletiu, sobretudo, a modificação introduzida nas taxas referentes aos Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC), que deixaram de incorporar a expectativa de variação cambial ao longo do prazo da operação. A alteração se justifica porque, embora com valores referenciados em moeda estrangeira, as operações são contratadas e liquidadas em reais, portanto, sem a incidência de variação cambial entre a contratação e a liquidação. Nos empréstimos às famílias, a principal alteração foi a inclusão das taxas de juros referentes às operações de arrendamento mercantil, que se situam abaixo da média das demais modalidades. A despeito do deslocamento das curvas determinado pela mudança, a evolução das taxas de juros identificadas na nova estrutura manteve-se condizente com a observada anteriormente no crédito referencial, evidenciando trajetória declinante ao longo de 2012.

Em termos dos indicadores de inadimplência, a estrutura anterior contemplava dados referentes à totalidade do saldo de crédito do sistema financeiro, porém, sem aberturas pessoas físicas/jurídicas e créditos livres/direcionados para o total dos saldos. A nova estrutura permite a mediar a inadimplência para os segmentos pessoas físicas e jurídicas, bem como para operações com recursos livres e direcionados. Dessa forma, a taxa de inadimplência relativa ao volume total de crédito atingiu 3,7% em dezembro de 2012, situando-se, na ordem, em 2,2% e 5,6% nos segmentos de pessoas jurídicas e de pessoas físicas.

A taxa de inadimplência atingiu 1% no âmbito dos empréstimos com recursos direcionados, totalizando 0,5% nos créditos a pessoas jurídicas e 1,9% nos contratados por pessoas físicas. O segmento de crédito direcionado apresenta, portanto, menores níveis de inadimplência do que o crédito livre, o que, em grande parte, explica-se pelas garantias oferecidas em tais operações.

As taxas de inadimplência do crédito livre, assim como as taxas de juros, são comparáveis às do crédito referencial. Em dezembro de 2012, a inadimplência

Gráfico 7 – Taxa de inadimplência



das operações com recursos livres situou-se em 5,6% (5,8% no crédito referencial), correspondendo a 3,7% (4%) nos créditos a pessoas jurídicas e a 8% (7,9%) nos relativos a pessoas físicas. Ressalte-se que a elevação de 0,1 p.p. no indicador referente a pessoas físicas deveu-se à inclusão das operações de *leasing*. A redução no indicador relacionado ao segmento de pessoas jurídicas é explicada, em especial, pela maior precisão trazida pela nova estrutura de informação.

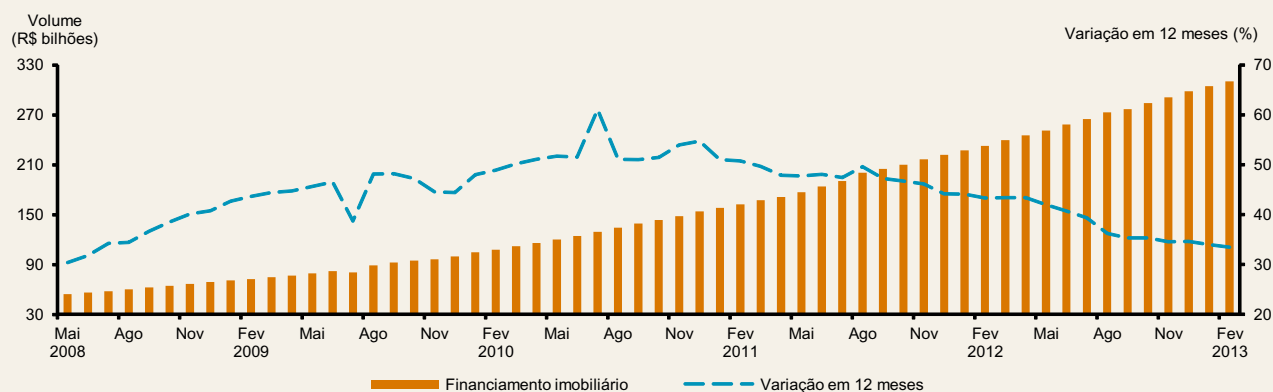
O saldo total dos financiamentos imobiliários atingiu R\$266,5 bilhões em fevereiro de 2013, dos quais R\$239,6 bilhões em operações com taxas de juros reguladas no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e R\$26,9 bilhões em financiamentos contratados a taxas livres. Cabe notar que as operações com taxas reguladas compreendem, também, financiamentos com recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) destinados a mutuários de baixa renda. A nova estrutura identifica financiamentos imobiliários destinados a pessoas jurídicas, que correspondem, principalmente, a créditos para construtoras e incorporadoras para financiamento da construção de unidades residenciais, transferidos posteriormente às pessoas físicas que adquirem as unidades mencionadas. Esses créditos, que somaram R\$43,8 bilhões em fevereiro de 2013, podem ser adicionados aos empréstimos habitacionais às pessoas físicas, que atingiriam saldo total de R\$310,3 bilhões (6,9% do Produto Interno Bruto – PIB).

Ainda a respeito dos financiamentos imobiliários, a taxa de juros nas operações destinadas às famílias atingiu 6,9% nos créditos com taxas reguladas e 12,7% nos com taxas de mercado. A reduzida taxa de inadimplência dessas operações, 2% em fevereiro de 2013, corrobora a avaliação de que, a despeito do expressivo crescimento nos últimos anos, há espaço para expansão desse segmento.

Sobre crédito consignado, a nova estrutura permite a agregação de estatísticas relativas a inadimplência e prazos, para todo o sistema financeiro, segmentadas em operações destinadas a trabalhadores ativos e inativos do setor público, a beneficiários do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e a trabalhadores da iniciativa privada. A taxa de juros do conjunto dessas operações atingiu 24,7% em fevereiro de 2013, ante 69,8% nos empréstimos pessoais sem consignação em folha de

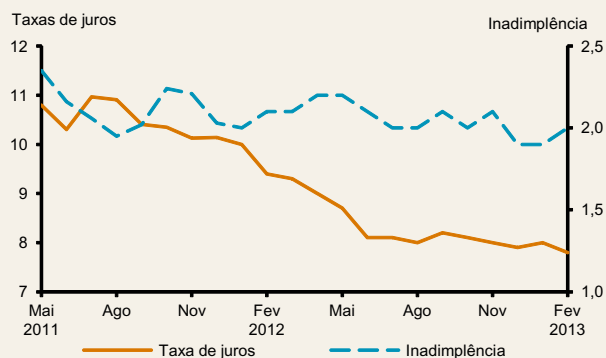


**Gráfico 8 – Financiamentos imobiliários**



pagamento. A inadimplência situou-se, na ordem, em 2,8% e 8,5%.

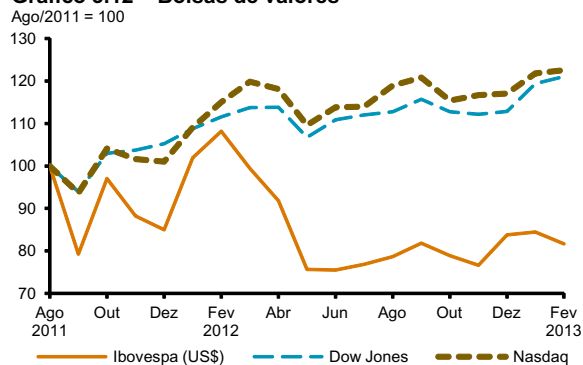
**Gráfico 9 – Taxa de juros e de inadimplência – Financiamento imobiliário (%)**



Em resumo, a maior abrangência e a maior abertura da nova estrutura de dados de crédito permite uma análise precisa da evolução dos empréstimos no âmbito do SFN. Dessa forma, a mudança constitui avanço importante em termos de transparência, um dos pilares das ações do Banco Central.

**Gráfico 3.11 – Ibovespa**

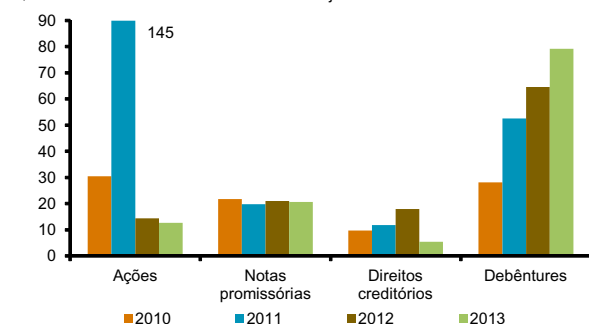
Fonte: BM&amp;FBOVESPA

**Gráfico 3.12 – Bolsas de valores**

Fontes: BM&amp;FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

**Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais**

R\$ bilhões – Acumulado em doze meses até janeiro



Fonte: CVM

**Tabela 3.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário**

Acumulado em 12 meses

Segmento	2011		2012		2013 - Jan	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-93,0	-2,2	-86,1	-2,0	-91,9	-2,1
Governos regionais	-33,0	-0,8	-21,5	-0,5	-20,5	-0,5
Empresas estatais	-2,7	-0,1	2,6	0,1	3,2	0,1
Total	-128,7	-3,1	-105,0	-2,4	-109,2	-2,5

## Mercado de capitais

O Índice Bovespa (Ibovespa) apresentou volatilidade durante o trimestre, fechando fevereiro em 57.424, muito próximo dos 57.474 registrados ao final de novembro de 2012. Encerrando o período em R\$1.918 bilhões, o valor de mercado das empresas listadas no índice registrou crescimento de 2,4% e a média diária do volume transacionado no trimestre subiu 5,7% em relação à média do trimestre anterior. Os índices das bolsas Dow Jones e Nasdaq cresceram 7,9% e 5,0% respectivamente, enquanto o Ibovespa, avaliado em dólares, teve aumento de 6,6%, auxiliado pela depreciação cambial do período.

A emissão de ações, debêntures, notas promissórias e a colocação de recebíveis de direitos creditórios, consideradas emissões públicas e restritas, atingiu R\$ 117,9 bilhões nos doze meses até janeiro de 2013, ante R\$ 117,8 bilhões no mesmo período do ano anterior. Excluídas as sociedades de arrendamento mercantil, as emissões de debêntures somaram R\$ 79,2 bilhões, ante R\$ 64,5 bilhões na mesma base de comparação.

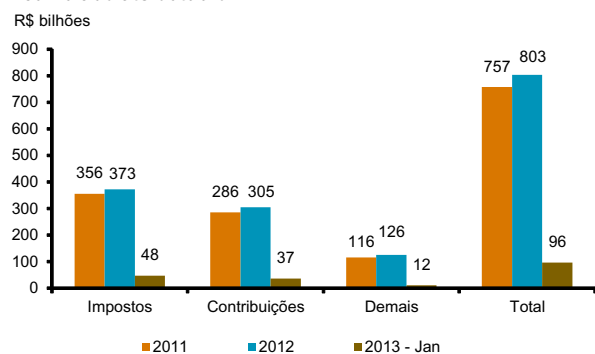
## 3.3 Política fiscal

Foi editada, no final de dezembro, a Medida Provisória nº 599, dispondo sobre a prestação de auxílio financeiro, pela União, aos estados que venham a registrar perdas de arrecadação em decorrência da redução de alíquotas do ICMS. Com esse objetivo, será criado o Fundo de Compensação de Receitas, com aporte de R\$74 bilhões no período 2014/2033. As alíquotas de 7% e 12% atualmente em vigor deverão convergir para uma alíquota única de 4% até 2025. Note-se ainda que deverá ser adotado exclusivamente o princípio do destino, ou seja, o tributo passará a ser cobrado integralmente no estado onde a mercadoria for consumida.

No mesmo mês, a Medida Provisória nº 601 estendeu a desoneração tributária da folha de pagamentos a diversos setores do comércio varejista e da construção civil, com renúncia fiscal estimada em R\$3,2 bilhões, para 2013, e em R\$5,3 bilhões, para 2014.

O Decreto nº 7.879, de dezembro de 2012, instituiu suspensão gradativa nos benefícios concedidos, via redução das alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), às indústrias de automóveis, produtos da linha branca, móveis, painéis, laminados, luminárias e papel de parede. A recomposição gradual das alíquotas começou em janeiro de 2013 e estará concluída em julho.

**Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional**  
Acumulado até outubro



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

**Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional**  
Jan-dez

Discriminação	2011		2012	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	439 191	10,6	484 356	11,0
Pessoal e encargos sociais	179 277	4,3	186 097	4,2
Custeio e capital	257 778	6,2	295 942	6,7
FAT	34 660	0,8	39 330	0,9
Subsídio e subvenções	10 517	0,3	11 006	0,2
Loas/RMV	24 905	0,6	29 207	0,7
Investimento	52 631	1,3	59 849	1,4
Outras	135 065	3,3	156 550	3,5
Transferências ao Bacen	2 136	0,1	2 317	0,1

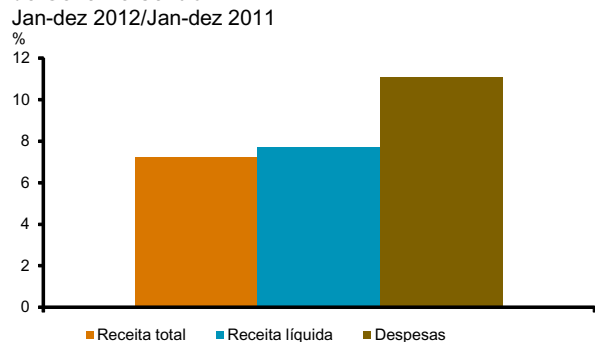
Fonte: Ministério da Fazenda/STN

**Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social**  
Jan-dez

Discriminação	R\$ bilhões		
	2011	2012	Var. %
Arrecadação bruta	272,5	305,9	12,3
Restituição/devolução	-1,1	-1,0	-4,0
Transferência a terceiros	-25,5	-29,1	14,1
Arrecadação líquida	245,9	275,8	12,1
Benefícios previdenciários	281,4	316,6	12,5
Resultado primário	-35,5	-40,8	14,8
Arrecadação líquida/PIB	5,9%	6,2%	
Benefícios/PIB	6,8%	7,2%	
Resultado primário/PIB	-0,9%	-0,9%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

**Gráfico 3.15 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central**  
Jan-dez 2012/Jan-dez 2011



Fonte: MF/STN

## Necessidades de financiamento do setor público

### Evolução em 2012

O *superavit* primário do setor público consolidado atingiu R\$105 bilhões ao final de 2012 (2,38% do PIB), patamar 0,7 p.p. do PIB inferior ao observado em 2011, ainda assim em linha com a meta fixada para o ano, após dedução das despesas com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Ocorreram reduções nos resultados primários de todos os segmentos do setor público, no ano.

A receita bruta do Tesouro Nacional totalizou R\$802,8 bilhões em 2012, crescimento anual de 6%, com ênfase nos registrados na Cofins, R\$16,4 bilhões, e nos dividendos, R\$8,1 bilhões. Em oposição, ocorreram retrações de R\$6,2 bilhões na arrecadação da Cide-Combustíveis, em função de reduções de alíquotas, e de R\$7,8 bilhões nas demais receitas, resultado derivado, em parte, do recolhimento expressivo, em 2011, do parcelamento especial previsto na Lei 11.941/2009 (Refis da Crise).

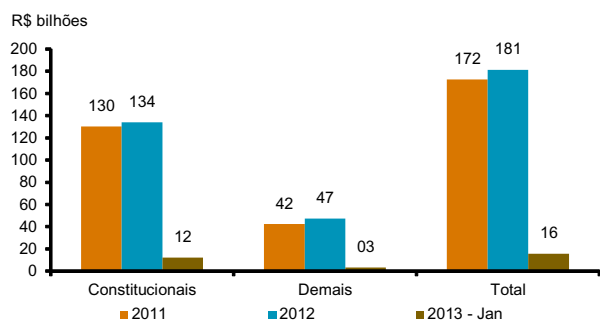
As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$484,4 bilhões em 2012, elevando-se 10,3% no ano. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 3,8%; com custeio e capital, 14,8%; com benefícios assistenciais (Lei Orgânica da Assistência Social – Loas/ Renda Mensal Vitalícia – RMV), 17,3%; e com itens discricionários, 9,9%. Os investimentos totais aumentaram 13% e os investimentos incluídos no PAC, 40,3%.

O *deficit* da Previdência Social atingiu R\$40,8 bilhões em 2012, com expansão anual de 14,8%. As despesas aumentaram 12,5%, haja vista elevações respectivas de 9,5% e 3,2% no valor médio e na quantidade dos benefícios. Por sua vez, as receitas cresceram 12,1%, em linha com a elevação da massa salarial.

As receitas e as despesas do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – aumentaram, respectivamente, 7,2% e 11,1% em 2012, em relação ao ano anterior, na ordem, 24,1% e 18,2% do PIB, ante 23,9% e 17,5% do PIB no ano anterior.

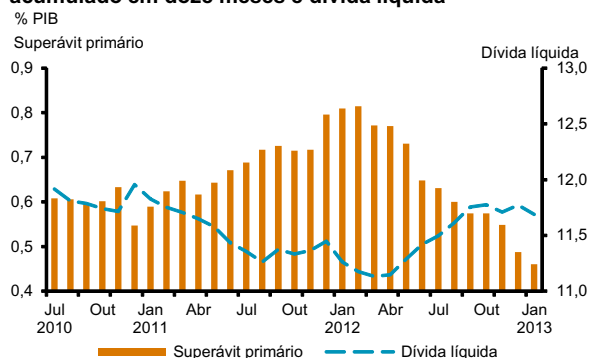
As transferências para os governos regionais somaram R\$181,4 bilhões (4,1% do PIB), elevando-se 5,2% em relação a 2011. Contribuíram para esse desempenho os aumentos de 21,6% nos repasses provenientes da participação especial pela exploração de petróleo e de 2,9% nas transferências constitucionais.

**Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios**

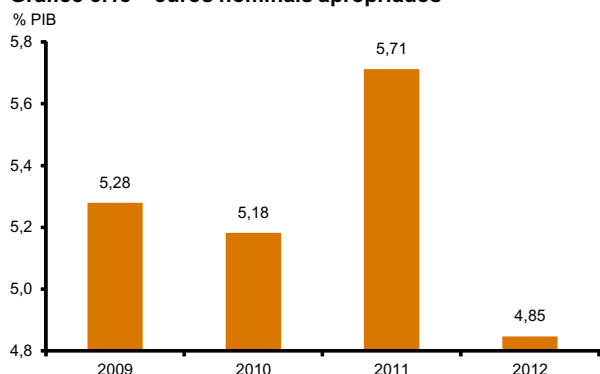


Fonte: MF/STN

**Gráfico 3.17 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida**



**Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados**



**Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público**

Discriminação	2011		2012		Jan 2013 <sup>1/</sup>	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	108,0	2,6	108,9	2,5	107,7	2,4
Primário	-128,7	-3,1	-105,0	-2,4	-109,2	-2,5
Juros	236,7	5,7	213,9	4,8	216,9	4,9
Fontes	108,0	2,6	108,9	2,5	107,7	2,4
Financiamento interno	214,4	5,2	131,5	3,0	132,5	3,0
Dívida mobiliária	223,8	5,4	311,4	7,1	301,5	6,8
Dívida bancária	-21,0	-0,5	-207,7	-4,7	-182,2	-4,1
Outros	11,6	0,3	27,8	0,6	13,2	0,3
Financiamento externo	-106,5	-2,6	-22,6	-0,5	-24,9	-0,6

1/ Acumulado em 12 meses.

As arrecadações relativas ao Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo regional, e ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) somaram, na ordem, R\$329,6 bilhões e R\$23,9 bilhões em 2012 – aumentos anuais respectivos de 9,5% e 8,1%.

O *superavit* primário de estados e municípios atingiu R\$21,5 bilhões em 2012, recuo anual de 0,31 p.p. do PIB, reflexo de piora no resultado dos dois segmentos. Considerando a evolução das receitas de transferências e dos principais tributos regionais, essa redução evidencia a aceleração das despesas primárias regionais em 2012.

As empresas estatais registraram *deficit* de 0,06% do PIB, ante *superavit* de 0,07% em 2011, com destaque para a piora no resultado das empresas estaduais.

Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$213,9 bilhões (4,85% do PIB) em 2012. A retração de 0,87 p.p. em relação ao ano anterior refletiu o recuo da taxa Selic e da inflação, indicadores aos quais estão vinculadas parcelas significativas da dívida pública.

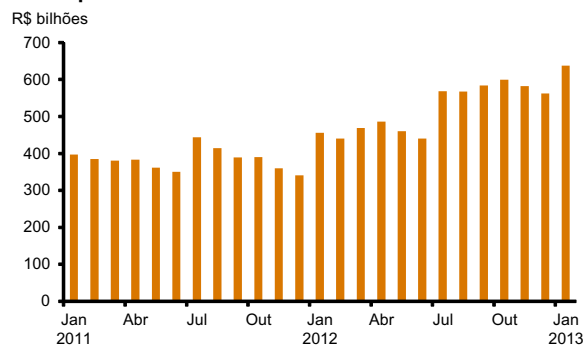
O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi negativo em R\$108,9 bilhões, em 2012 (2,47% do PIB), 0,14 p.p. do PIB inferior ao do ano anterior. O financiamento desse resultado ocorreu mediante expansões da dívida mobiliária e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, neutralizadas, em parte, pelas reduções no financiamento externo líquido e na dívida bancária líquida.

### Evolução em janeiro de 2013

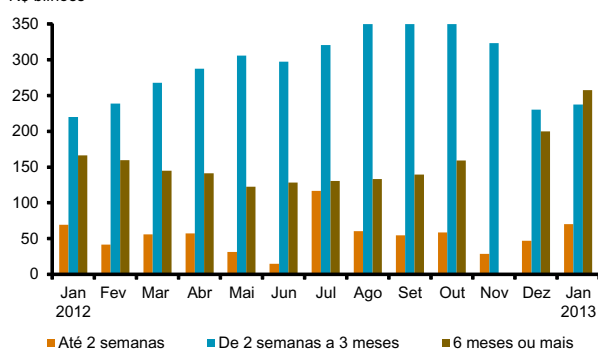
O *superavit* primário do setor público totalizou R\$30,3 bilhões em janeiro, melhor resultado mensal desde o início da série, em 2001. Considerados períodos de doze meses, o *superavit* atingiu 2,46% do PIB em janeiro, elevando-se 0,08 p.p. em relação a 2012.

O Governo Central gerou *superavit* de R\$26,1 bilhões no mês, ante R\$20,2 bilhões em janeiro de 2012. A receita bruta do Tesouro Nacional cresceu 15,3% no período, com ênfase nas elevações de 27,8% no Imposto de Renda – Pessoa Jurídica e de 27,6% na Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), ambas refletindo a antecipação de pagamentos do ajuste anual referente ao lucro obtido no ano anterior. As despesas do Tesouro aumentaram 10,7%

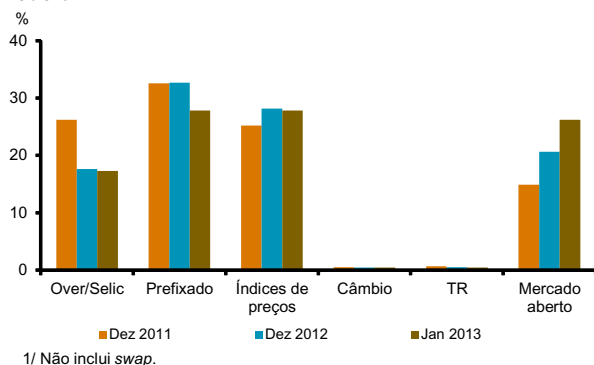
**Gráfico 3.19 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária**



**Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários**



**Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal<sup>1/</sup>**



1/ Não inclui swap.

no período, com destaque para a elevação de 16,2% nos gastos com custeio e capital. No âmbito da Previdência Social, em ambiente de aumentos da massa salarial, do salário mínimo e da quantidade de benefícios pagos, as receitas e as despesas aumentaram, respectivamente, 9,3% e 22%, no período.

Os juros nominais apropriados somaram R\$22,6 bilhões no mês, ante R\$19,7 bilhões em janeiro de 2012. O resultado nominal, embora superavitário em R\$7,6 bilhões no mês, registrou *deficit* de 2,42% do PIB no período de doze meses encerrado em janeiro, reduzindo-se 0,05 p.p. em relação a 2012.

### Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em resgates líquidos – ou seja, com impacto monetário expansionista – de R\$81,6 bilhões no trimestre encerrado em janeiro, com colocações de R\$99,5 bilhões e resgates de R\$181,1 bilhões. As operações de troca totalizaram R\$25 bilhões, das quais 81,6% com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), 10,1% com Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C), e 8,3% com Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT). Os resgates antecipados atingiram R\$0,4 bilhão, no mesmo período, integralmente de NTN-B.

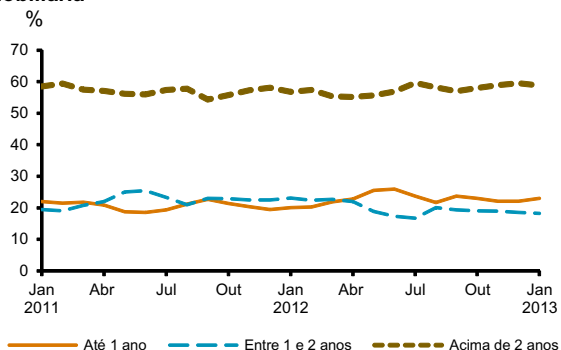
O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$637,4 bilhões em janeiro, 6,4% acima da média de outubro. As operações com prazo de três a sete meses passaram de R\$161,2 bilhões para R\$329,5 bilhões; as com prazo inferior a duas semanas, de R\$58,4 bilhões para R\$70,2 bilhões; e as com prazo de duas semanas a três meses, de R\$379,7 bilhões para R\$237,7 bilhões.

### Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.837,8 bilhões em janeiro (41,3% do PIB). O recuo trimestral de 1,3 p.p. do PIB decorreu de resgates líquidos de R\$72,8 bilhões no mercado primário, incorporação de R\$56,2 bilhões de juros nominais, e do impacto de R\$0,2 bilhão associado à apreciação cambial de 2,1% observada no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, de títulos indexados a índices de preços e de financiamentos do

**Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária**



**Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida**

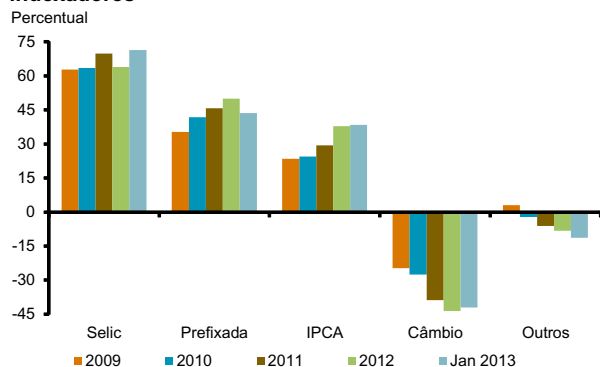
Fatores condicionantes

Discriminação	2011		2012		Jan 2013	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 508 547	36,4	1 550 083	35,1	1 563 260	35,2
<b>Fluxos acumulados no ano</b>						
Varição DLSP	32 727	-2,7	41 536	-1,3	13 176	0,0
Fatores	32 727	0,8	41 536	0,9	13 176	0,3
NFSP	107 963	2,6	108 912	2,5	-7 602	-0,2
Primário	-128 710	-3,1	-104 951	-2,4	-30 251	-0,7
Juros	236 673	5,7	213 863	4,8	22 649	0,5
Ajuste cambial	-66 626	-1,6	-56 560	-1,3	17 843	0,4
Dívida interna <sup>1/</sup>	-3 405	-0,1	-3 171	-0,1	1 095	0,0
Dívida externa	-63 221	-1,5	-53 389	-1,2	16 748	0,4
Outros <sup>2/</sup>	-9 097	-0,2	-5 011	-0,1	3 954	0,1
Reconhecimento de dívidas	487	0,0	-5 805	-0,1	-1 019	0,0
Privatizações	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-3,5		-2,2		-0,3

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

**Gráfico 3.23 – DLSP – Participação percentual por indexadores**



Banco Central, por meio das operações do mercado aberto, aumentaram, na ordem, 1,1 p.p. e 1,5 p.p. em janeiro, em relação a outubro de 2012. A representatividade dos títulos indexados a taxa *over*/Selic e dos prefixados recuou 0,4 p.p. e 2,2 p.p., respectivamente, enquanto as dos atrelados à taxa de 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 janeiro: 17,3% do total em 2013; 19,4% em 2014; e 63,3% a partir de janeiro de 2015. Os títulos vencidos em doze meses representavam 23% do total da dívida mobiliária em mercado, no intervalo de 21% a 25% estabelecido pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) 2013. O prazo médio de vencimento da dívida atingiu 48,5 meses em janeiro deste ano, ante 46,1 meses ao final de 2012, evolução em linha com o objetivo estabelecido no PAF 2013, de encerrar o ano com prazo médio de 49,2 a 51,6 meses.

O estoque líquido das operações de *swap* cambial somou R\$4,2 bilhões em janeiro. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom) foi favorável ao Banco Central em R\$472 milhões, no conceito caixa.

## Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.550,1 bilhões em 2012 (35,1% do PIB), 1,3 p.p. do PIB inferior ao patamar verificado no ano anterior, resultado de recuo de 1,6 p.p. na dívida do Governo Central e aumentos respectivos de 0,3 p.p. e 0,04 p.p. e nas dos governos regionais e de empresas estatais. Em janeiro, a DLSP atingiu R\$1.563,3 bilhões (35,2% do PIB).

A redução da relação DLSP/PIB em 2012 evidenciou as contribuições do *superavit* primário, -2,4 p.p. do PIB, do crescimento do PIB corrente, -2,2 p.p.; do impacto da depreciação cambial de 8,9% registrada no período, -1,2 p.p.; e do reconhecimento de ativos e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, ambas de -0,1 p.p. Esses efeitos foram neutralizados, em parte, pela contribuição de 4,8 p.p. do PIB associada à apropriação de juros nominais.

As principais alterações na composição da DLSP em 2012 ocorreram nas parcelas vinculadas à índices de preços, 8,4 p.p., e à taxa Selic, -5,8 p.p.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) – Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), governos estaduais e governos municipais – atingiu R\$2.583,9 bilhões (58,6% do PIB) em 2012. A elevação anual de 4,4 p.p. do PIB se deveu, em grande parte, ao maior volume de operações compromissadas. Em janeiro, a DBGG atingiu 59% do PIB.

### 3.4 Conclusão

As operações de crédito evidenciaram, no trimestre encerrado em janeiro, os impactos sazonais relacionados ao período. Os financiamentos destinados à habitação continuaram apresentando desempenho mais expressivo do que os destinados ao consumo das famílias e ao investimento das empresas.

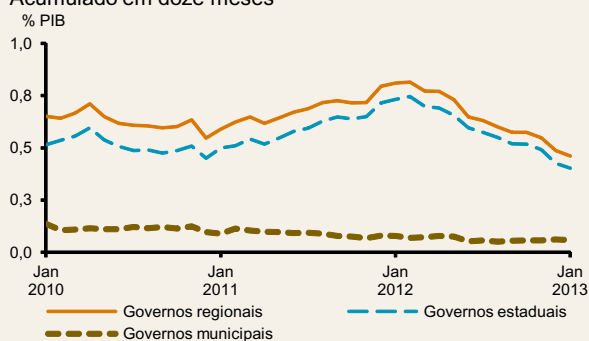
As perspectivas para o mercado de crédito no decorrer de 2013 são positivas. As taxas de juros situam-se em patamares historicamente reduzidos, a despeito da elevação na margem. Em 2012, a expansão da renda e as menores taxas de juros contribuíram para o recuo do comprometimento de renda das famílias com serviço de dívidas. A taxa de inadimplência, embora em níveis relativamente elevados, estabilizou-se a partir de meados de 2012.

A redução do *superavit* primário, em 2012, refletiu efeitos da desaceleração da atividade sobre a arrecadação, de estímulos fiscais adotadas pontualmente para impulsionar o crescimento e do crescimento real das despesas primárias. Não obstante o menor *superavit* primário, o endividamento líquido recuou. Para 2013, a aceleração no ritmo de atividade tende a contribuir para a recuperação das receitas, com reflexos positivos sobre o resultado fiscal e o endividamento.

## Evolução das Finanças dos Governos Regionais

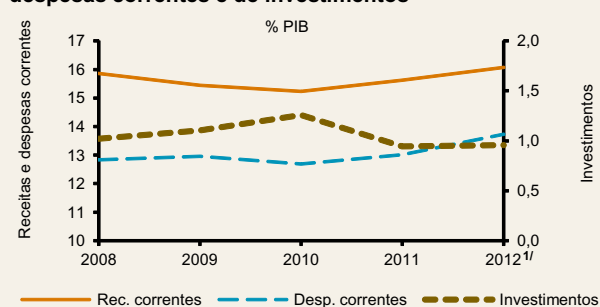
**Gráfico 1 – Governos regionais: superávit primário<sup>1/</sup>**

Acumulado em doze meses



1/ (+) Superávit; (-) Deficit.

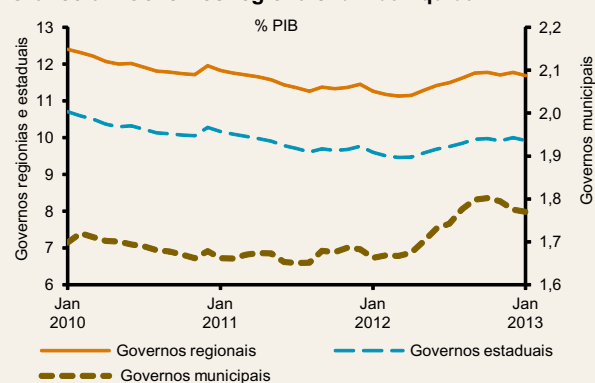
**Gráfico 2 – Governos estaduais e de capitais: despesas correntes e de investimentos**



Fontes: Secretaria do Tesouro Nacional.

1/ Últimos 12 meses disponíveis para cada Estado e/ou Capital.

**Gráfico 3 – Governos regionais: dívida líquida**



Este boxe analisa a evolução recente das finanças dos governos regionais e, considerando o desempenho do resultado primário, do serviço da dívida e do endividamento, suas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, são apresentadas projeções para a trajetória da dívida líquida dos governos subnacionais e estimativas da margem disponível para a contratação de novas operações de crédito.

O *superávit* primário de todos os governos regionais atingiu 0,49% do PIB em 2012, menor patamar desde 1999 (Gráfico 1), ante 0,8% do PIB em 2011. Na esfera de estados e municípios de capitais, receitas correntes, incluindo transferências da União, e despesas correntes, registraram aumentos respectivos anuais de 0,4 p.p. e 0,7 p.p. do Produto Interno Bruto (PIB), enquanto as despesas com investimentos, após recuo em 2011, mantiveram-se estáveis (Gráfico 2).

A relação entre a dívida líquida dos governos regionais e o PIB aumentou 0,3 p.p., para 11,8%, em 2012, primeiro aumento no indicador desde 2002 (Gráfico 3). No âmbito dos estados, a relação média entre a dívida consolidada líquida (DCL) e a receita corrente líquida (RCL)<sup>1/</sup>, utilizada como parâmetro para o limite de endividamento estabelecido pelo Senado Federal, atingiu 1,05 no ano, ante 1,04 em 2011 (Gráfico 4).

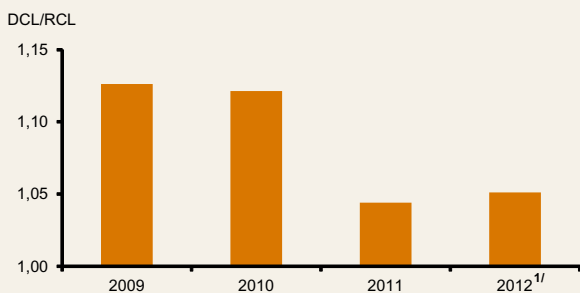
A relação entre despesas com o serviço da dívida e receita corrente líquida dos governos estaduais recuou 0,2 p.p. em 2012, totalizando 8,8%, conforme o Gráfico 5, com média de 9,2% nos últimos quatro anos. Note-se que para a contratação de novas operações de crédito, o comprometimento anual com o serviço da dívida das operações já contratadas e a contratar não pode ultrapassar 11,5% da receita corrente líquida<sup>2/</sup>.

1/ Os conceitos de DCL e de RCL encontram-se na Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000) e na Resolução nº 40/2001, do Senado Federal (SF). O limite de endividamento, está estabelecido na Resolução do SF nº 40/2001, art. 3º, inciso I.

2/ Resolução do Senado Federal nº 43/2001, art. 7º, inciso II.



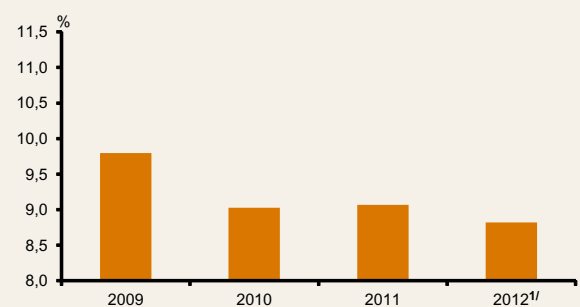
**Gráfico 4 – Governos estaduais: relação entre a dívida consolidada líquida e a receita corrente líquida**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

1/ Posição de agosto/2012 para o estado de Mato Grosso.

**Gráfico 5 – Governos estaduais: relação entre o serviço da dívida e a receita corrente líquida**



Fontes: Secretaria do Tesouro Nacional.

1/ Posição de agosto/2012 para RCL do estado de Mato Grosso.

**Tabela 1 – Governos regionais: composição da dívida líquida**

	2009	2010	2011	2012	2013 <sup>1/</sup>
Composição da dívida líquida (R\$ bilhões)					
Renegociação com a União	414	450	469	493	496
Dívida Bancária	19	26	31	45	47
Dívida Externa	16	22	28	42	40
Créditos	-43	-47	-53	-60	-63
Total	406	451	474	519	520
Composição da dívida líquida (Part. percentual - %)					
Renegociação com a União	101,8	99,8	98,8	95,0	95,3
Dívida Bancária	4,7	5,7	6,4	8,6	9,1
Dívida Externa	4,0	4,9	6,0	8,0	7,8
Créditos	-10,5	-10,4	-11,2	-11,6	-12,2

1/ Posição de janeiro.

Em termos de composição, a participação da dívida bancária na dívida líquida total passou de 4,7%, em 2009, para 9,1%, em janeiro de 2013, e a da dívida externa, de 4% para 7,8%, enquanto as renegociações com a União recuaram de 101,8% para 95,3% (Tabela 1). Essa evolução refletiu a contratação de novos financiamentos junto à rede bancária e a organismos internacionais, além do pagamento dos refinanciamentos contratados no passado junto ao Governo Federal. Assinale-se que a previsão de contratação de novas operações no segundo semestre de 2012 atingia R\$42,2 bilhões, e que a participação das dívidas bancária e externa no total da dívida líquida dos estados e municípios aumentou 4,2 p.p. no ano, com ênfase no impacto dos desembolsos líquidos de R\$22,8 bilhões, no período (Gráfico 6).

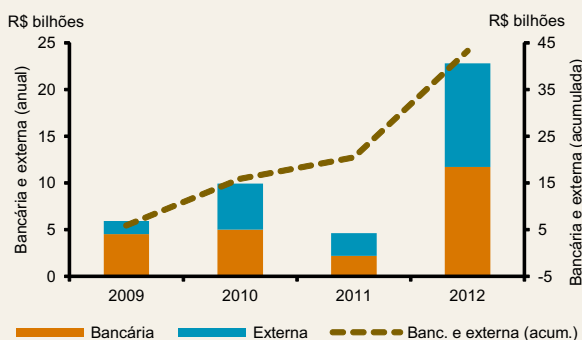
Considerando regras e limites para novas contratações, foram realizadas estimativas da margem de endividamento dos estados. Nesse sentido, buscou-se maximizar a DCL de cada estado, observadas restrições impostas pela legislação (relação entre a DCL e a RCL não superior a 2) e de reembolso (relação entre serviço da dívida e RCL não superior a 11,5%). Nesse contexto, a margem para endividamento adicional dos estados foi estimada em R\$70 bilhões. Considerando também a restrição que limita em 16% da RCL as operações de crédito realizadas em um mesmo exercício financeiro<sup>3</sup>, essa margem máxima estimada para as novas contratações poderia ser efetivada em dois anos, com desembolsos de R\$36,4 bilhões em 2013 e de R\$33,7 bilhões em 2014.

Em outro exercício, a evolução da dívida líquida dos governos regionais é projetada até o final de 2016, segundo duas hipóteses de *superavit* primário para o segmento: cumprimento integral das metas anuais constantes na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), na ordem de 0,95% do PIB, ao longo de todo o período (Hipótese 1); e redução dos *superavits* primários anuais para acomodar todo o limite de endividamento estimado acima, distribuído de forma linear (Hipótese 2). Os demais parâmetros que afetam o endividamento líquido dos governos regionais seguem as projeções de mercado (Boletim Focus).

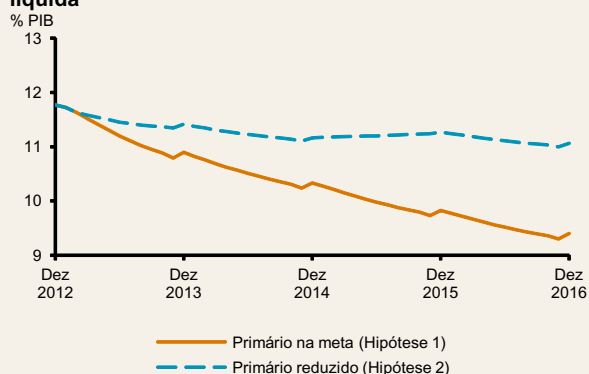
De acordo com a Hipótese 1, a dívida líquida dos governos regionais apresentaria trajetória descendente, passando de 11,8% do PIB, em 2012, para 9,4%, em

3/ Resolução do Senado Federal nº 43/2001, art. 7º, inciso I.

**Gráfico 6 – Governos regionais: liberações líquidas de dívidas bancária e externa**



**Gráfico 7 – Governos regionais: projeção da dívida líquida**



2016. No caso de estados, a relação recuará 2,0 p.p., para 8,0% do PIB. Segundo a Hipótese 2, o *superavit* primário diminuiu anualmente pelo limite disponível para novos desembolsos e a dívida líquida atingiria 11,1% em 2016, reduzindo-se 0,7 p.p. no período (Gráfico 7).

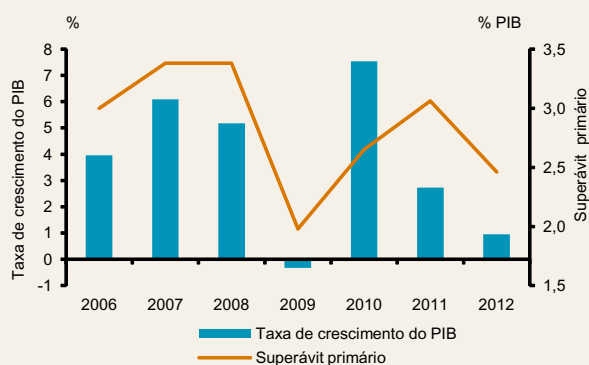
Em linhas gerais, a evolução das finanças regionais no biênio encerrado em 2012 se caracterizou por redução do *superavit* primário e aumento do endividamento. Vale enfatizar, no entanto, que considerado o cenário de mercado para os principais condicionantes da trajetória do endividamento líquido desse segmento, as estimativas para os próximos anos indicam retomada da tendência declinante interrompida em 2012.

## Resultado Estrutural do Governo Geral

O boxe “Análise do Quadro Fiscal Segundo Critérios Alternativos”, divulgado no Relatório de Inflação de junho de 2012, analisa dois indicadores complementares às medidas tradicionais de necessidades de financiamento do setor público divulgadas regularmente pelo Banco Central<sup>1</sup>. Naquela ocasião, destacou-se a importância de enfoques distintos no acompanhamento da política fiscal. Em continuidade a essa iniciativa, este boxe apresenta estimativas para o resultado primário estrutural do Governo Geral, indicador que guarda estreita relação com o resultado ciclicamente ajustado apresentado naquele boxe.

Importante destacar que o resultado estrutural diferencia-se do resultado ciclicamente ajustado por desconsiderar, além de alterações em receitas e despesas decorrentes da posição cíclica da economia, efeitos de receitas e despesas extraordinárias. Essa exclusão permite avaliar a postura da política fiscal em determinado período: expansionista, contracionista ou neutra. Nesse sentido, a variação do resultado estrutural entre dois períodos é a medida do impulso fiscal, do impacto das ações discricionárias do governo<sup>2</sup>.

**Gráfico 1 – Superávit primário do Governo Geral e taxa de crescimento real do PIB**

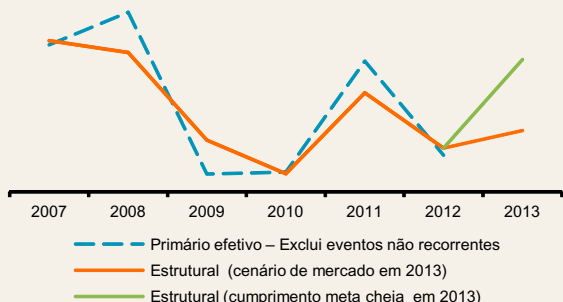


Conforme ilustrado no Gráfico 1, o resultado primário efetivo do Governo Geral apresentou variações significativas nos últimos anos. De fato, o *superávit* primário decresceu 1,4 p.p. do Produto Interno Bruto (PIB) em 2009, quando houve forte desaceleração da atividade, com retração de 0,3%. A recuperação da atividade nos anos posteriores foi acompanhada por elevações do *superávit* primário correspondentes a 0,7 p.p. do PIB, em 2010, e a 0,4 p.p. do PIB, em 2011. Em certa medida, essa elevada variância indica que o resultado estrutural agrega informação sobre o comportamento da política fiscal,

1/ Foram considerados a metodologia do *Government Finance Statistics Manual* (GFSM) 2001, do Fundo Monetário Internacional, e o resultado fiscal ciclicamente ajustado.

2/ Detalhes sobre a apuração do resultado estrutural, incluindo estimação das elasticidades de receitas e despesas e exclusão de eventos não recorrentes (*one-off effects*), podem ser encontrados na literatura, por exemplo, Fabian Bornhorst, 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.

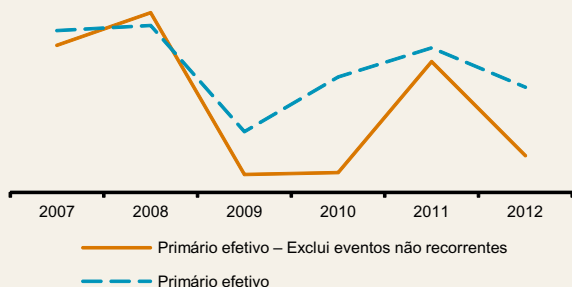
**Gráfico 2 – Primário efetivo e estrutural do Governo Geral – % PIB**



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

Impulso	
2008	Neutro
2009	Expansionista
2010	Expansionista
2011	Contracionista
2012	Expansionista
2013	Neutro (primário de mercado) Contracionista (meta cheia)

**Gráfico 3 – Resultados efetivos com e sem exclusão de eventos não recorrentes – % PIB**



uma vez que exclui os efeitos de mudanças no hiato do produto e de outros eventos transitórios no período.

O resultado primário estrutural do Governo Geral foi estimado para o período de 2007 a 2013, considerando-se, neste último ano, duas hipóteses para o *superavit* efetivo: cumprimento da meta integral fixada na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) ou *superavit* indicado nas estimativas de mercado (Boletim Focus)<sup>3</sup>. Observa-se, conforme o Gráfico 2, certa aderência entre os resultados efetivo e potencial.

A orientação da política fiscal em cada ano pode ser analisada mediante o acompanhamento do impulso fiscal<sup>4</sup> – diferença entre o resultado do período em análise e o do ano anterior (Tabela 1).

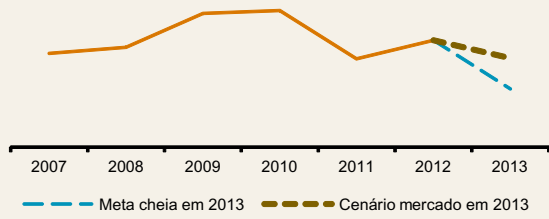
Após uma posição de neutralidade em 2008, o impulso fiscal em 2009 mostrou-se expansionista, em função de medidas anticíclicas então adotadas, o que se repetiu em 2010. O aumento do *superavit* em 2011, em que pese a desaceleração no nível de atividade, resultou em impulso fiscal contracionista. Em 2012, medidas adotadas para estimular o nível de atividade – como desonerações tributárias e aumentos de gastos – contribuíram para reduzir o *superavit* estrutural, gerando impulso expansionista. Para 2013, a política fiscal tende à neutralidade, na hipótese de o *superavit* primário ser o indicado pelo Boletim Focus, ou refletirá tendência contracionista, no caso de cumprimento integral da meta estabelecida na LDO.

A comparação entre o resultado estrutural de um período com a média de anos anteriores fornece informação sobre a orientação da política fiscal numa perspectiva de médio/longo prazo. Considerando a variação do resultado estrutural em relação à média dos últimos quatro anos, o impulso fiscal resultante confirma tendência de política fiscal neutra em 2013, na hipótese de *superavit* primário previsto no Boletim Focus; ou contracionista, considerando a hipótese de cumprimento integral da meta estabelecida na LDO (Gráfico 3).

3/ As séries de receitas e despesas do Governo Geral utilizadas nas estimativas foram ajustadas para que excluíssem os valores relativos à operação de capitalização da Petrobras e da cessão onerosa de petróleo, realizadas em 2010; as operações envolvendo a capitalização e o resgate de cotas, em 2008 e 2012, do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização, cujo único cotista é a União, com recursos do Fundo Soberano do Brasil; e ainda outras receitas e despesas não recorrentes. O hiato do produto foi estimado com base no filtro de Hodrick-Prescott, e as elasticidades de receitas e despesas com base em métodos econométricos. A taxa de crescimento do PIB em 2013 é aquela adotada neste Relatório.

4/ A magnitude do impulso pode ser relevante para sua classificação. Ver, por exemplo, Alberto Alesina e Roberto Perotti (1995), *Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries*, NBER Working Paper Series nº 5.214, Cambridge, MA.

**Gráfico 4 – Impulso fiscal médio**  
% PIB potencial



Resultado estrutural médio dos 4 exercícios anteriores menos resultado do período  
Variação (+) Impulso expansionista  
(-) Impulso contracionista

Finalmente, assinala-se que o cálculo do resultado estrutural – bem como do impulso fiscal derivado – é suscetível a variações em função de hipóteses e parâmetros adotados, que incluem variáveis não observáveis diretamente, entre as quais o hiato do produto. Assim, tanto a diferença entre os resultados efetivo e estrutural quanto a classificação da política em expansionista, neutra ou contracionista devem ser vistos à luz dessas considerações.