

Políticas creditícia, monetária e fiscal

3.1 Crédito

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões					
	2010		2011		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Total	1 678,7	1 705,8	1 715,4	1 738,1	3,5	21,0
Recursos livres	1 100,9	1 116,0	1 119,8	1 135,5	3,1	17,8
Direcionados	577,8	589,8	595,5	602,6	4,3	27,5

Participação %:						
Total/PIB	46,0	46,4	46,3	46,5		
Rec. livres/PIB	30,2	30,4	30,2	30,4		
Rec. direc./PIB	15,8	16,0	16,1	16,1		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

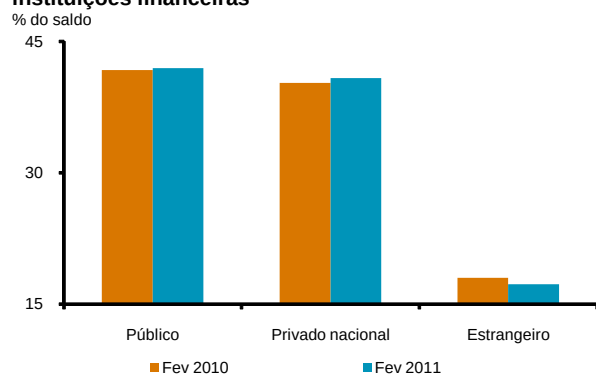
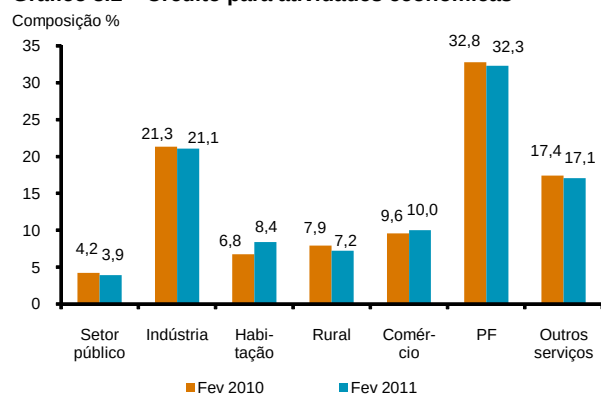


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



A evolução do crédito no trimestre encerrado em fevereiro foi condicionada, principalmente por fatores sazonais e pelos efeitos das medidas macroprudenciais implementadas em dezembro. No segmento de pessoas jurídicas, prevaleceu o aspecto sazonal, expresso em expansão da demanda por crédito nos últimos meses de 2010 e posterior arrefecimento em janeiro e fevereiro. No segmento de pessoas físicas, o aumento nas taxas de juros incidentes sobre as contratações de prazos mais longos resultou em contenção significativa das concessões a partir de dezembro, notadamente nos financiamentos de veículos e no crédito consignado.

O volume total dos empréstimos bancários, compreendidas operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$1.738 bilhões em fevereiro, elevando-se 3,5% no trimestre e 21% em doze meses. A representatividade das instituições privadas nacionais no total da carteira do sistema financeiro aumentou 0,2 p.p., para 40,8%, no trimestre, enquanto as relativas aos bancos públicos e às instituições estrangeiras atingiram 41,9% e 17,3%, respectivamente. A relação crédito/PIB atingiu 46,5%, ante 46% em novembro e 44,1% em fevereiro de 2010.

O crédito ao setor privado totalizou R\$1.670 bilhões em fevereiro, aumentando 3,6% no trimestre e 21,4% em doze meses. O resultado trimestral refletiu, em parte, as elevações dos empréstimos nos segmentos comércio, 3%, sobressaindo concessões para lojas de departamentos e supermercados; outros serviços, 2,9%, com destaque para os ramos transportes, imóveis e comunicações; e indústria, 1,8%, com ênfase na demanda dos setores automotivo, alimentício e de energia. O crédito habitacional, incluindo financiamentos com recursos livres e direcionados, totalizou R\$146,4 bilhões em fevereiro, elevando-se 9,6% no trimestre e 50,9% em doze meses.

O crédito ao setor público somou R\$68,2 bilhões em fevereiro, aumentando 1,7% em relação a novembro e 12,3% em doze meses, ressaltando-se as variações respectivas de 5,4% e 29,6% na dívida bancária dos governos estaduais e municipais, com ênfase nos recursos destinados a administração direta estadual e a projetos de saneamento básico.

O volume total de provisões constituídas pelo sistema financeiro atingiu R\$96 bilhões em fevereiro, passando a representar 5,5% da carteira total de crédito do sistema financeiro, ante 5,8% em novembro. As provisões recuaram 1,8% no trimestre, evolução consistente com o decréscimo de 0,1 p.p. registrado, no período, na taxa de inadimplência do sistema financeiro, que totalizou 3,2%.

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões					
	2010		2011		Variação %	
	Nov	Dec	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Total	577,8	589,8	595,5	602,6	4,3	27,5
BNDES	353,3	357,8	359,9	363,0	2,8	25,4
Direto	178,0	178,0	178,1	179,7	1,0	13,0
Repasse	175,3	179,8	181,8	183,3	4,6	40,5
Rural	85,0	86,8	87,1	87,5	3,0	9,4
Bancos e agências	80,1	81,9	81,9	82,5	3,1	8,8
Cooperativas	4,9	4,9	5,1	5,0	1,8	20,7
Habitação	126,6	131,4	134,8	138,1	9,1	49,6
Outros	12,9	13,8	13,8	13,9	7,7	27,5

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-fev		Variação %
	2010	2011	
Total	16 017	17 180	7,3
Indústria	5 313	5 466	2,9
Extrativa	156	745	377,6
Produtos alimentícios	2 041	1 389	-31,9
Veículo, reboque e carroceria	372	370	-0,5
Coque, petróleo e combustível	221	363	64,3
Produtos químicos	182	274	50,5
Equipamentos de transportes	163	130	-20,2
Comércio/serviços	9 017	10 205	13,2
Transporte terrestre	4 035	4 319	7,0
Eletricidade e gás	1 012	1 725	70,5
Comércio	1 590	1 539	-3,2
Atividades auxiliares de transportes	343	470	37,0
Construção	830	860	3,6
Telecomunicações	69	53	-23,1
Agropecuária	1 686	1 510	-10,4

Fonte: BNDES

Operações de crédito com recursos direcionados

O crédito direcionado registrou, em fevereiro, aumentos de 4,3% no trimestre e de 27,5% em doze meses, atingindo R\$602,6 bilhões. As operações do BNDES totalizaram R\$363 bilhões, destacando-se os repasses de R\$183,3 bilhões realizados por outras instituições financeiras, com expansões respectivas de 4,6% e 40,5%. Os financiamentos habitacionais com recursos provenientes dos depósitos de poupança e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) somaram R\$138,1 bilhões, com altas de 9,1% e 49,6%, respectivamente, e a carteira de crédito rural, excluídas as operações contratadas com o BNDES, totalizou R\$87,5 bilhões, elevando-se, na ordem, 3% e 9,4%.

Os desembolsos realizados pelo BNDES no primeiro bimestre de 2011 aumentaram 7,3% comparativamente ao mesmo período do ano anterior, somando R\$17,2 bilhões. As concessões para o segmento de comércio e serviços elevaram-se 13,2%, com ênfase para os setores de eletricidade e gás e transporte terrestre, enquanto as liberações para a indústria expandiram-se 2,9%. As contratações realizadas por micro, pequenas e médias empresas cresceram 17,7%.

Operações de crédito com recursos livres

O estoque de crédito com recursos livres atingiu R\$1.136 bilhões em fevereiro, 65,3% do total do sistema financeiro, aumentando 3,1% no trimestre e 17,8%, em doze meses. Os empréstimos a pessoas físicas somaram

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões					
	2010		2011		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3	12
	meses		meses		meses	
Total	1 100,9	1 116,0	1 119,8	1 135,5	3,1	17,8
Pessoa jurídica	551,7	556,0	554,2	562,4	1,9	15,9
Referencial ^{1/}	458,6	462,7	462,0	470,8	2,7	17,1
Rec. domésticos	406,3	413,9	411,4	419,0	3,1	21,1
Rec. externos	52,3	48,9	50,6	51,8	-1,0	-7,7
Leasing ^{2/}	41,7	41,3	40,5	39,5	-5,4	-17,9
Rural ^{2/}	3,2	3,1	3,1	3,2	0,1	-18,2
Outros ^{2/}	48,1	48,9	48,5	48,9	1,6	57,1
Pessoa física	549,3	560,0	565,7	573,1	4,3	19,8
Referencial ^{1/}	413,6	417,3	428,1	437,0	5,7	30,0
Cooperativas	24,8	25,3	25,7	26,1	5,5	19,9
Leasing	46,4	45,6	43,9	41,8	-9,9	-32,1
Outros	64,5	71,8	68,0	68,2	5,7	15,7

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.

R\$573,1 bilhões, elevando-se 4,3% e 19,8%, respectivamente, enquanto os contratados no segmento de pessoas jurídicas totalizaram R\$562,4 bilhões, aumentando 1,9% e 15,9%, nas bases de comparação mencionadas.

O desempenho das operações de crédito com recursos livres registrou, no segmento de pessoas jurídicas, intensificação das concessões em dezembro, que, refletindo a sazonalidade do período e posterior arrefecimento em janeiro e fevereiro, recuaram 9,9% no trimestre. Ressalte-se, em dezembro, a retomada dos Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC) condicionada, principalmente, pela retração da oferta de outras linhas de créditos destinada à atividade exportadora.

No âmbito das pessoas físicas, os financiamentos para aquisição de veículos refletiram, de forma mais acentuada, os impactos das medidas macroprudenciais sobre as condições para financiamentos com prazos superiores a 24 meses. As contratações estabilizaram-se em dezembro, quando usualmente aumentam as vendas de veículos, registrando recuo expressivo em janeiro e recuperação parcial em fevereiro, situando-se, nesse mês, 25,7% abaixo das contratações observadas em novembro, antes da adoção das medidas. No conjunto, as concessões relativas ao crédito referencial, que engloba operações a pessoas físicas e jurídicas, apresentaram recuo de 8,9% no trimestre encerrado em fevereiro.

Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

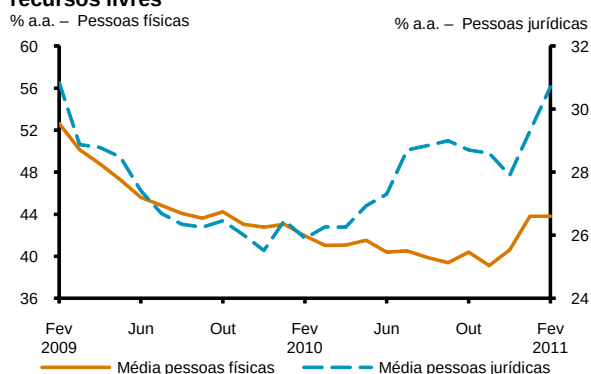
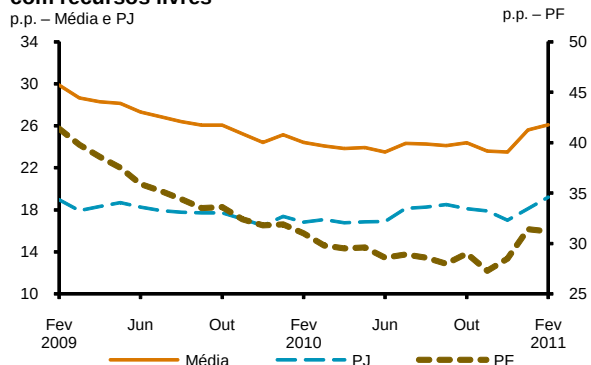


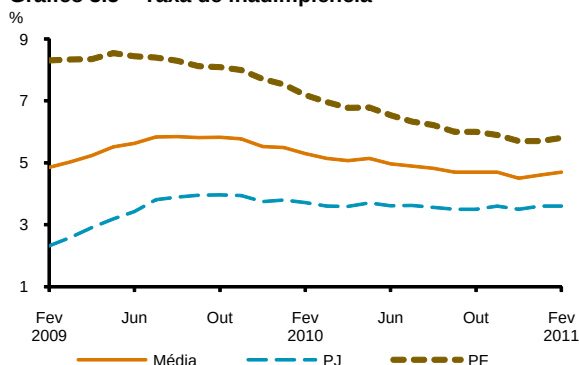
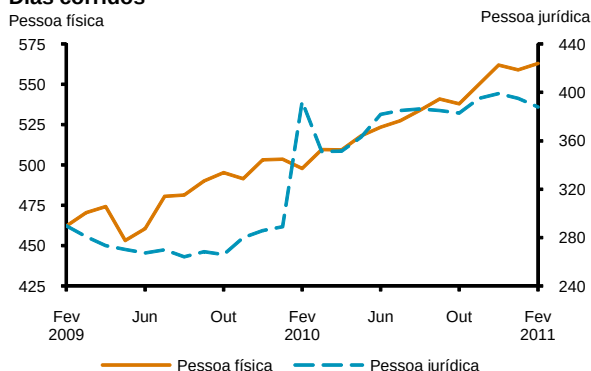
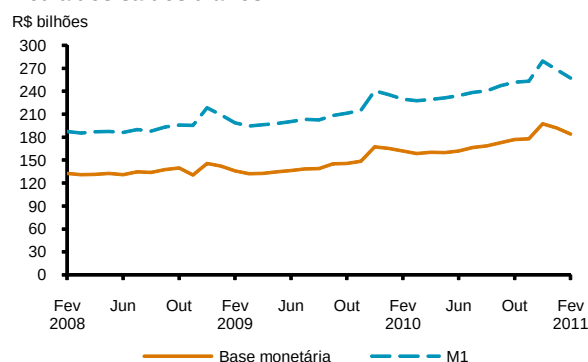
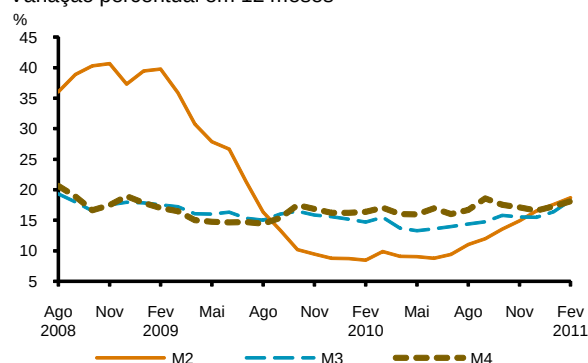
Gráfico 3.4 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres



Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros do crédito referencial atingiu 38,1% a.a. em fevereiro, aumentando 3,3 p.p. no trimestre e 3,7 p.p. em doze meses. O comportamento trimestral refletiu, em especial, o impacto dos aumentos dos recolhimentos compulsórios e do requerimento de capital em operações de longo prazo com pessoas físicas, e a elevação da meta para a taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) em janeiro. O *spread* bancário atingiu 26,1 p.p., aumentando 2,5 p.p. no trimestre e 1,7 p.p. em doze meses.

A taxa de juros média situou-se em 43,8% no segmento de pessoas físicas, com elevações de 4,7 p.p. no trimestre e de 1,8 p.p. em doze meses, ressaltando-se os aumentos trimestrais nas modalidades crédito pessoal, 6 p.p., e aquisição de veículos, 4,5 p.p., respectivamente. A taxa média relativa ao segmento de pessoas jurídicas atingiu 30,7%, elevando-se 2,1 p.p. no trimestre e 4,8 p.p. em doze meses.

Gráfico 3.5 – Taxa de inadimplência^{1/}**Gráfico 3.6 – Prazo médio das operações de crédito – Dias corridos****Gráfico 3.7 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários****Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados**
Variação percentual em 12 meses

A taxa de inadimplência das modalidades que compõem o crédito referencial atingiu 4,7% em fevereiro, com estabilidade no trimestre e recuo de 0,6 p.p. em doze meses. O resultado trimestral refletiu a retração de 0,1 p.p. no segmento de pessoas físicas e a estabilidade no de pessoas jurídicas, 0,1 p.p.

O prazo médio da carteira de crédito referencial atingiu 472 dias em fevereiro, aumentando quatro dias no trimestre e 32 dias em doze meses. Os indicadores relativos às operações com pessoas físicas e pessoas jurídicas apresentaram, respectivamente elevação de treze dias e queda de sete dias, situando-se em 563 e 388 dias. Ressalte-se que, ao elevar a exigência de capital para empréstimos com prazos mais longos a pessoas físicas, as medidas implementadas em dezembro deverão se traduzir, nos próximos meses, em redução gradual do prazo médio da carteira.

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R\$257,2 bilhões em fevereiro, elevando-se 1,6% no trimestre e 11,9% em doze meses. Os saldos médios do papel-moeda em poder do público e dos depósitos a vista registraram, no trimestre, aumento de 3,7% e estabilidade, respectivamente. No ano, foram registradas expansões de 12,9% e 11,2%. A base monetária registrou saldo médio de R\$183,9 bilhões, com crescimentos de 3,4% e 13,6%, nas mesmas bases de comparação.

No final de fevereiro, a base monetária totalizou R\$185,6 bilhões, salientando-se que a expansão trimestral de R\$7,1 bilhões refletiu, principalmente, as compras líquidas de R\$22 bilhões de divisas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio e o impacto contracionista de R\$24,8 bilhões das operações do Tesouro Nacional. A variação nos recolhimentos compulsórios, refletindo as elevações das alíquotas sobre recursos a prazo e da exigibilidade adicional sobre recursos à vista e a prazo, totalizaram R\$73,3 bilhões, e as operações com títulos públicos federais, R\$70 bilhões.

Os meios de pagamento no conceito M2 aumentaram 4,9% no trimestre e 18,7% em doze meses, totalizando R\$1,4 trilhão. O M3 somou R\$2,6 trilhões, elevando-se 4,3% no trimestre e 18,3% em doze meses, e o agregado M4 totalizou R\$3,1 trilhões, com expansões respectivas de 3,6% e de 18,1%.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

Gráfico 3.9 – Taxas de juros

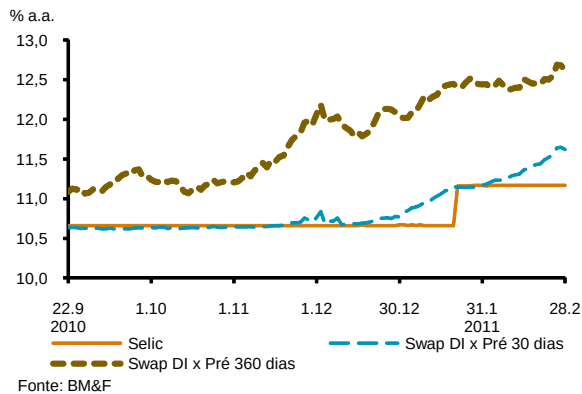


Gráfico 3.10 – Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses

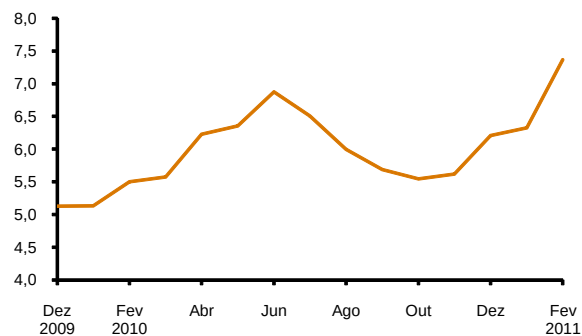
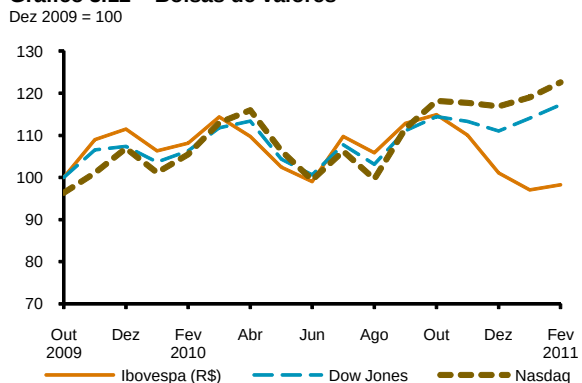


Gráfico 3.11 – Ibovespa



Gráfico 3.12 – Bolsas de valores



A curva de taxas de juros futuros dos contratos de swap DI x pré, evidenciando as expectativas em relação à evolução da taxa básica de juros e as elevações dos prêmios de risco, registrou aumento de inclinação em todos os vértices ao longo do trimestre. Os contratos de swap DI x pré de 360 dias registraram alta de 68 p.b. no trimestre, atingindo 12,62% a.a. em fevereiro.

A taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, calculada a partir da pesquisa Relatório de Mercado de 28 de fevereiro, atingiu 7,4% a.a., ante 5,6% a.a. em novembro, com ênfase na variação de 0,96 p.b., para 12,5% a.a., na expectativa relativa à taxa Selic para os próximos doze meses.

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) descreveu trajetória ascendente até dezembro e apresentou acentuada volatilidade em fevereiro, encerrando o trimestre em 67.383 pontos. O valor de mercado das empresas listadas no índice e o volume médio diário transacionado cresceram, na ordem, 3,8% e 15,4%, no período. Avaliado em dólares, o Ibovespa avançou 2,8% no trimestre, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq aumentaram 11,1% e 11,4%, respectivamente.

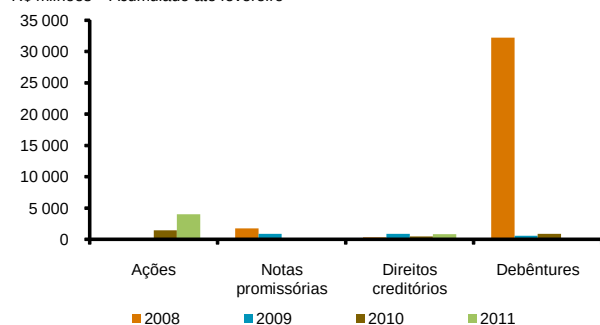
O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$5 bilhões nos dois primeiros meses de 2011, comparativamente a R\$2,9 bilhões em igual período de 2010.

3.3 Política fiscal

O Poder Executivo adotou medidas para viabilizar a redução de R\$50,1 bilhões nos gastos aprovados pelo Congresso Nacional para 2011, decisão estimulada, em parte, pela redução de R\$19,1 bilhões na estimativa para a receita primária total, em relação à previsão contida na Lei Orçamentária Anual (LOA) 2011. Ressalte-se que a projeção relativa às receitas administradas pela receita federal, exceto as contribuições previdenciárias, recuou R\$22,3 bilhões, e a referente às receitas não administradas aumentou R\$3,2 bilhões.

Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ milhões – Acumulado até fevereiro



Fonte: CVM

A redução das despesas prevista no âmbito dos gastos de natureza obrigatória alcança R\$15,8 bilhões, e a dos discricionários, R\$32,7 bilhões, registrando-se, ainda, elevação de R\$3,5 bilhões nos créditos extraordinários e redução de R\$1,6 bilhão em outros gastos. Em relação às despesas obrigatórias, ressaltam-se as contenções nas rubricas subsídios e subvenções econômicas, R\$8,9 bilhões; pessoal e encargos sociais, R\$3,5 bilhões; e abono e seguro desemprego, R\$3 bilhões. Quanto às despesas discricionárias, os ajustes mais acentuados ocorreram no Ministério das Cidades, R\$8,6 bilhões; Ministério da Defesa, R\$4,4 bilhões; Ministério do Turismo, R\$3,1 bilhões; Ministério da Educação, R\$3,1 bilhões; Ministério dos Transportes, R\$2,4 bilhões; e no Ministério da Integração Nacional, R\$1,8 bilhão.

É importante mencionar que as novas estimativas consideram a consecução da meta integral de R\$81,8 bilhões estipulada para o superávit primário do governo central em 2011, desconsiderados os investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) passíveis de abatimento.

O Congresso Nacional aprovou, em fevereiro, as regras para correção do salário mínimo até 2015. O impacto, nas contas da União em 2011, do aumento anual de 6,9% no salário mínimo, deve totalizar R\$9,95 bilhões, incluída a correção vigente em janeiro e fevereiro.

Necessidades de financiamento do setor público

Evolução em 2010

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

Segmento	2009		2010		Jan 2011 ^{1/}	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-42,4	-1,3	-78,7	-2,2	-79,0	-2,1
Governos regionais	-21,0	-0,7	-20,6	-0,6	-22,4	-0,6
Empresas estatais	-1,3	-0,0	-2,3	-0,1	-1,9	-0,1
Total	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-103,4	-2,8

1/ Acumulado em doze meses até janeiro.

O superávit primário do setor público consolidado somou R\$101,7 bilhões em 2010, representando 2,79% do PIB, ante 2,03% do PIB no ano anterior. Esse desempenho refletiu o aumento dos superávits do Governo Central e das empresas estatais, contrabalançados, em parte, pela redução do resultado dos governos regionais. Descontados os investimentos do PAC, 0,6% do PIB, a meta de superávit ajustada para ano, de 2,5% do PIB, foi cumprida. A meta para 2011 foi fixada, pela primeira vez, em valores correntes, R\$117,9 bilhões.

A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$705,3 bilhões, registrando crescimento anual de 26,3% (1,83 p.p. do PIB). Essa expansão refletiu a recuperação da atividade econômica e o recolhimento de R\$74,8 bilhões, pela Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras), referente à cessão

Análise Evolutiva dos Juros Nominais Apropriados sobre a Dívida Líquida do Setor Público

A evolução do perfil de endividamento público nos últimos anos reflete, em grande parte, o aumento da participação de títulos pré-fixados e vinculados a índices de preços, bem como de empréstimos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), de ativos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e das reservas internacionais. Este boxe busca analisar os principais fatores determinantes da evolução do custo médio da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP).

Tabela 1 – Selic, juros nominais e taxa implícita da DLSP

Período	Selic	Juros nominais (% PIB)	% a.a.		
			Taxa implícita		
			Dívida líquida total	Créditos	Débitos
2002	19,2	7,7	15,6	8,8	12,9
2003	23,3	8,5	17,5	12,2	15,0
2004	16,2	6,6	14,4	8,6	12,7
2005	19,0	7,4	17,2	6,7	14,0
2006	15,1	6,8	16,3	6,6	13,0
2007	11,8	6,1	15,1	5,9	11,7
2008	12,5	5,5	14,6	7,0	11,9
2009	9,9	5,4	14,5	2,9	9,9
2010	9,8	5,3	14,9	4,3	10,1

A taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) recuou 13,5 p.p. de 2003 a 2010, enquanto a taxa implícita da DLSP decresceu 2,6 p.p., destacando-se a distinção entre as reduções nas taxas implícitas dos créditos, 7,9 p.p. e dos débitos, 4,9 p.p. Na mesma base de comparação, os juros nominais apropriados reduziram-se o equivalente a 3,2 p.p. do Produto Interno Bruto (PIB). Conforme a Tabela 1, desde 2006 a taxa de juros implícita da DLSP supera a taxa Selic, evolução consistente com as alterações no perfil do endividamento mencionadas no parágrafo anterior.

A análise da composição da DLSP mostra que a parcela pré-fixada aumentou de 9,8%, ao final de 2003, para 41,8%, ao final de 2010. Esse crescimento, em cenário de redução da taxa básica de juros, contribuiu para que o ritmo de redução da taxa implícita dos juros nominais apropriados fosse menos acentuado do que o de recuo da Selic. Isso ocorre porque títulos pré-fixados carregam, até o vencimento, taxas fixadas na data da emissão. Ressalte-se, no entanto, que o crescimento dos títulos pré-fixados, entre outros benefícios, dá maior previsibilidade aos compromissos financeiros assumidos pelo governo, reduzindo a exposição ao risco de mercado.

Tabela 2 – Reservas internacionais

Conceito liquidez

Período	US\$ bilhões	R\$ bilhões	Taxa câmbio (R\$/US\$)
2002	37,8	133,6	3,53
2003	49,3	142,4	2,89
2004	52,9	140,5	2,65
2005	53,8	125,9	2,34
2006	85,8	183,5	2,14
2007	180,3	319,3	1,77
2008	193,8	452,7	2,34
2009	238,5	415,1	1,74
2010	288,6	480,6	1,67
2011-Jan	297,7	497,9	1,67

Tabela 3 – Relação DLSP/PIB

Impacto da Selic

Período	Taxa Selic (% aa) (A)	Elasticidade média Selic ^{1/} (B)	Custo Selic na relação DLSP/PIB ^{2/} (A*B)
2002 Set	17,9		
2003 Mai	26,3		
Variação	8,4	0,25	2,1
2008 Set	13,7		
2009 Jul	8,7		
Variação	-5,0	0,26	-1,3
Total			3,4

1/ Variação na relação DLSP/PIB decorrente do aumento de 1 p.p. mantido por um ano.

2/ Em pontos percentuais do PIB.

Tabela 4 – Relação DLSP/PIB

Impacto do câmbio

Período	Tx câmbio R\$/US\$ (A)	Elasticidade média Tx câmbio ^{1/} (B)	Custo câmbio na relação DLSP/PIB ^{2/} (A*B)
2002 Jan	2,42		
Set	3,89		
Variação	61,1	0,22	13,5
2008 Ago	1,63		
2009 Fev	2,38		
Variação	45,5	-0,10	-4,7
Total			18,3

1/ Variação na relação DLSP/PIB decorrente do aumento de 1% na taxa de câmbio.

2/ Em pontos percentuais do PIB.

1/ Considerando a taxa média diária de juros, anualizada com base em 252 dias úteis.

Outro fator que também afasta a trajetória da taxa implícita da taxa Selic é a acumulação de certos ativos com finalidades não financeiras. Por exemplo, deve-se destacar o crescimento das reservas internacionais, de US\$49,3 bilhões, em 2003, para US\$288,6 bilhões, em 2010 (Tabela 2). A propósito, importa destacar que, na ausência de outros fatores que impactam a liquidez, o aumento das reservas implica a contratação em operações de mercado aberto a fim de neutralizar a expansão monetária dela decorrente.

A acumulação de reservas internacionais fez com que, ainda em 2006, a DLSP passasse a registrar posição liquidamente credora em moeda estrangeira, que, entre outros benefícios, introduziu graus de liberdade importantes para a condução da política econômica. Esse benefício, em particular, pode ser ilustrado, no âmbito fiscal, pelo impacto, na relação DLSP/PIB, das variações da taxa de câmbio e da taxa Selic durante dois períodos de *stress* financeiro: o primeiro, em 2002, quando o volume de reservas se mostrou inadequado, diante do quadro de incertezas quanto ao ambiente econômico; e o segundo, em 2008, com a eclosão da crise internacional, quando o estoque de reservas se mostrou mais em linha com as necessidades do país.

A taxa Selic, dado o colchão de liquidez internacional, recuou 5 p.p. de setembro de 2008 a julho de 2009¹. Por outro lado, de setembro de 2002 a maio de 2003, dado a excessiva vulnerabilidade externa, aumentou 8,4 p.p. Considerando as elasticidades da relação DLSP/PIB à taxa Selic nos dois períodos, o ganho estimado alcançou 3,4 p.p. do PIB no episódio recente. Adicionalmente, a depreciação cambial de 45,5%, de setembro de 2008 a fevereiro de 2009, determinou queda de 4,7 p.p. na DLSP/PIB, dada a posição líquida credora em dólar. Por outro lado, a depreciação cambial de 61,1% registrada de janeiro a setembro de 2002 elevou a relação DLSP/PIB em montante correspondente a 13,5 p.p. do PIB. As Tabelas 3 e 4 sumarizam os dados.

Em relação a ativos internos, os créditos vinculados à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) passaram de 8,8% da DLSP em 2003 para 26,4%

em 2010. Esses ativos se concentram nos recursos dos fundos constitucionais, nas aplicações do FAT e nos créditos constituídos junto às instituições financeiras federais. Esse crescimento ocorreu principalmente nos últimos anos, como consequência dos empréstimos do governo federal ao BNDES, mediante emissão de títulos públicos e criação de crédito correspondente para a União, sem impacto imediato sobre a DLSP e as necessidades de financiamento. Geram-se com essas operações ativo financeiro da União remunerado pela TJLP e passivo com custos associados à taxas de mercado. A Tabela 5 apresenta a evolução do volume dos principais ativos do setor público, onde se destacam os crescimentos recentes dos créditos juntos ao BNDES e os créditos externos líquidos do Banco Central.

Tabela 5 – Evolução dos principais ativos financeiros do setor público

Descrição	R\$ milhões								
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Recursos do FAT	-75 840	-88 053	-102 559	-116 890	-130 807	-138 392	-153 635	-159 633	-169 517
Instrumento híbrido de capital e dívida ^{1/}	0	0	0	0	-2 389	-7 504	-7 633	-15 550	-19 879
Créditos junto ao BNDES	-11 808	-13 622	-17 773	-16 814	-9 953	-6 645	-35 454	-129 237	-236 723
Aplicações do Gov. Federal (Fundos) ^{2/}	-42 014	-60 865	-50 305	-57 718	-54 457	-59 175	-66 250	-78 627	-100 984
Créditos externos líquidos do Bacen	-59 141	-58 490	-73 080	-125 238	-183 111	-319 216	-483 110	-408 188	-473 588
Aplicações dos Governos Estaduais	-21 620	-20 854	-23 350	-23 578	-22 664	-28 050	-32 315	-34 025	-39 279
Créditos das estatais federais	-31 098	-29 122	-31 928	-29 087	-27 047	-24 217	-19 475	-15 709	-12 760
Depósitos a vista	-4 893	-4 469	-4 516	-6 353	-6 099	-8 267	-9 156	-8 331	-8 116
Total	-246 415	-275 474	-303 512	-375 680	-436 527	-591 467	-807 028	-849 301	-1 060 846

1/ Instrumentos híbridos de capital e dívida – BNDES, CEF e BNB.

2/ Inclui fundos constitucionais e outros fundos e programas do governo federal.

3/ A taxa implícita da dívida externa líquida não considera variações na taxa de câmbio.

Tabela 6 – Elasticidade DLSP/PIB aos indexadores

Impacto na relação DLSP/PIB

	p.p. do PIB						
Período	Taxas de juros ^{1/}		Índices de preços ^{1/}				Câmbio ^{2/}
	Selic	TJLP	IPCA	IGP-DI	IGP-M	Total	
2002	0,25	-0,05	0,01	0,02	0,03	0,03	0,17
2003	0,26	-0,05	0,01	0,02	0,03	0,03	0,12
2004	0,27	-0,05	0,01	0,01	0,04	0,04	0,08
2005	0,23	-0,05	0,03	0,01	0,03	0,07	0,03
2006	0,21	-0,06	0,06	0,01	0,02	0,07	-0,02
2007	0,23	-0,06	0,07	0,01	0,02	0,10	-0,08
2008	0,24	-0,06	0,09	0,01	0,02	0,12	-0,11
2009	0,26	-0,08	0,08	0,00	0,02	0,10	-0,11
2010	0,27	-0,11	0,09	0,00	0,02	0,11	-0,11

1/ Variação de 1 p.p. mantida por um ano.

2/ Variação de 1% na tx. câmbio.

As mudanças na composição da DLSP vêm impactando a elasticidade da relação DLSP/PIB em relação aos indexadores. Assim, a elasticidade em relação à Selic aumentou de 0,26 p.p. do PIB, em 2003, para 0,27 p.p. do PIB, em 2010, conforme a Tabela 6. No mesmo período, a elasticidade em relação à TJLP passou de -0,05 p.p. do PIB para -0,11 p.p. do PIB; em relação ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), de 0,01 p.p. do PIB para 0,09 p.p. do PIB; e à variação cambial, de 0,12 p.p. do PIB para -0,11 p.p.

Construída com base em informações coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) junto a um conjunto de analistas, para indicadores como taxa

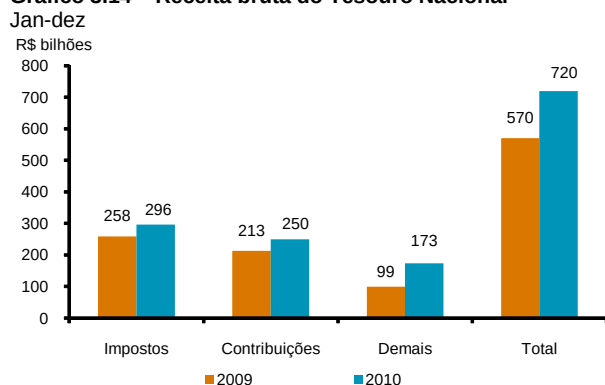
Tabela 7 – Projeção de variáveis fiscais com base em parâmetros de mercado^{1/}

Período	DLSP	Resultado nominal	Juros nominais	% PIB	
				Tx. implícita (% a.a.)	
2011	38,0	1,9	4,8	14,3	
2012	36,0	1,2	4,3	13,1	
2013	33,6	0,7	3,8	12,2	
2014	31,2	0,4	3,5	12,1	

1/ Considerou-se o superávit primário previsto na LDO para 2011 e superávit de 3,1% do PIB para os demais anos, e taxa de crescimento real do PIB de 4% em 2011 e projeção de mercado nos demais anos.

Selic, taxa câmbio, entre outros, a Tabela 7 apresenta a trajetória para a taxa implícita e evolução da razão DLSP/PIB até 2014. Mesmo em 2011, ano em que o mercado projeta aumento da taxa Selic média, a taxa implícita tende a diminuir em relação ao ano anterior, tendência que se estende para os anos seguintes.

Em resumo, as alterações na composição do endividamento público brasileiro nos últimos anos provocaram descolamento entre os ritmos de redução da taxa Selic, do custo médio de endividamento e dos juros nominais apropriados. No médio prazo, a tendência é de que ocorra redução do custo médio do endividamento e dos juros nominais em relação ao PIB.

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional**Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional**

Jan-dez

Discriminação	2009		2010	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	344 436	10,8	442 243	12,1
Pessoal e encargos sociais	151 653	4,8	166 486	4,6
Custeio e capital	191 604	6,0	274 514	7,5
FAT	27 433	0,9	30 311	0,8
Subsídio e subvenções	5 190	0,2	7 846	0,2
Loas/RMV	18 496	0,6	22 234	0,6
Investimento	34 137	1,1	47 107	1,3
Outras	106 348	3,3	167 018	4,6
Transferências ao Bacen	1 180	0,0	1 242	0,0

Fonte: Minifaz/STN

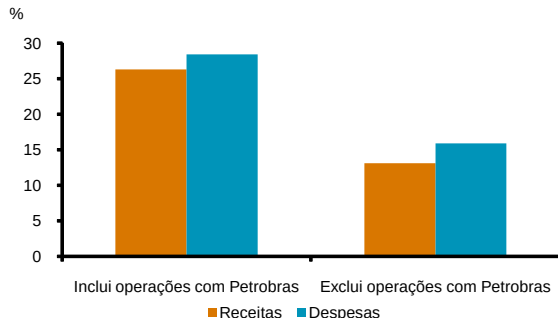
Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social

Jan-dez

Discriminação	R\$ bilhões		
	2009	2010	Var. %
Arrecadação bruta	201,2	234,3	16,4
Restituição/devolução	-0,6	-0,7	33,3
Transferência a terceiros	-18,6	-21,5	15,8
Arrecadação líquida	182,0	212,0	16,5
Benefícios previdenciários	224,9	254,9	13,3
Resultado primário	-42,9	-42,9	0,1
Arrecadação líquida/PIB	5,7%	5,8%	
Benefícios/PIB	7,1%	7,0%	
Resultado primário/PIB	-1,3%	-1,2%	

Gráfico 3.15 – Crescimento das receitas e despesas do Tesouro Nacional

Acumulado no ano



onerosa para exploração de petróleo. Excluindo-se esse ingresso, o crescimento das receitas do governo federal em 2010 atingiu 13,1%, recuando de 0,22 p.p. do PIB, no ano.

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$442,2 bilhões em 2010, aumentando 28,4% (1,3 p.p. do PIB) em relação ao ano anterior. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 9,8%, e os relativos a custeio e capital, 43,3%, com ênfase na expansão de 38% nos investimentos e nas despesas com a capitalização da Petrobras pelo governo federal, realizada em setembro. Excluído o impacto dessa capitalização, o aumento das despesas totais do Tesouro atingiu 15,9% (0,13 p.p. do PIB), e o relativo às despesas com custeio e capital, 20,9%.

O déficit da Previdência Social somou R\$42,9 bilhões em 2010, reduzindo-se 0,17 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Essa evolução refletiu, em especial, o crescimento da massa salarial no período, que contribuiu para o aumento de 16,5% registrado na arrecadação líquida. As despesas com benefícios previdenciários, traduzindo os crescimentos respectivos de 8,8% e 3,2% no valor médio das aposentadorias e auxílios e na quantidade média mensal de benefícios pagos, cresceu 13,3%.

As receitas do Governo Central – Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central – aumentaram 27,4% em 2010, e as despesas, 22,4%.

As transferências para os governos regionais atingiram R\$140,7 bilhões (3,85% do PIB), elevando-se 10,2% em relação a 2009. Contribuíram para esse desempenho o crescimento dos recursos transferidos por meio dos fundos de participação, reflexo do maior recolhimento de tributos compartilhados; o aumento dos repasses relativos à exploração de petróleo e gás natural, explicado pela elevação do preço internacional; e o crescimento de 14,2% nos repasses do salário-educação.

As receitas relativas ao Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), tributo regional mais expressivo, e ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) aumentaram 17,5% e 2,4%, respectivamente, no ano. O superávit primário dos estados e municípios atingiu R\$20,6 bilhões, reduzindo-se 0,09 p.p. do PIB em relação ao ano anterior, enquanto o obtido pelas empresas estatais, concentrado na esfera federal, totalizou 0,06 p.p. do PIB.

Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios em 2010

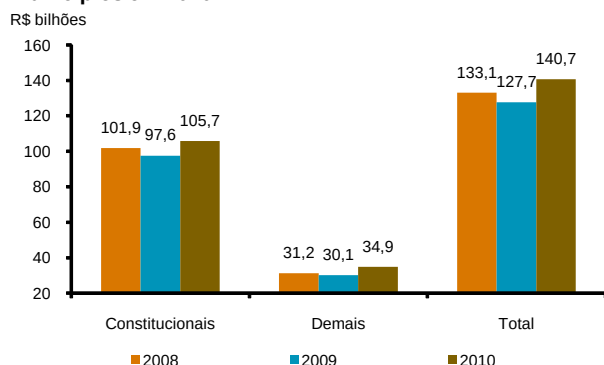


Gráfico 3.17 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida

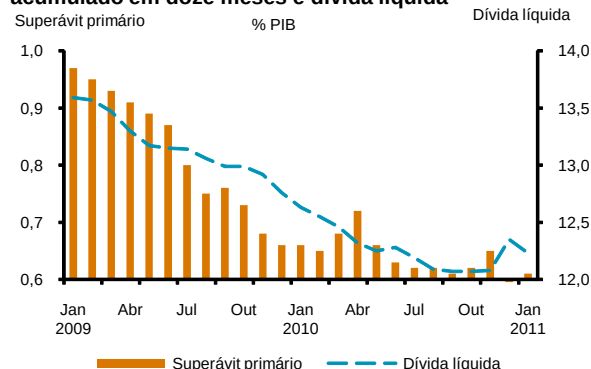


Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados

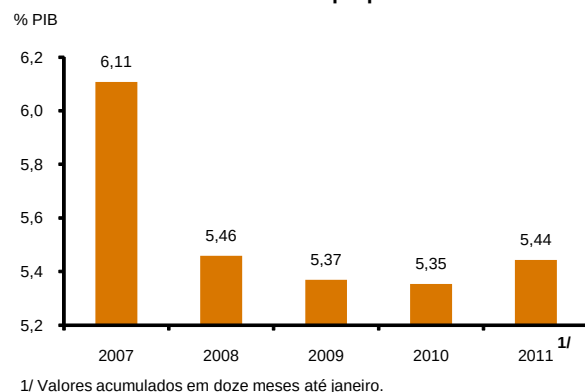


Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2009		2010		Jan 2011	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	106,2	3,3	93,7	2,6	1,5	0,5
Primário	-64,8	-2,0	-101,7	-2,8	-17,7	-5,7
Juros	171,0	5,4	195,4	5,4	19,3	6,2
Fontes	106,2	3,3	93,7	2,6	1,5	0,5
Financiamento interno	161,5	5,1	178,5	4,9	19,8	6,4
Dívida mobiliária	265,5	8,3	35,2	1,0	54,6	17,6
Dívida bancária	-123,2	-3,9	100,9	2,8	-23,0	-7,4
Outros	19,3	0,6	42,5	1,2	-11,9	-3,8
Financiamento externo	-55,3	-1,7	-84,9	-2,3	-18,3	-5,9

Os juros nominais apropriados totalizaram R\$195,4 bilhões, 5,35% do PIB, em 2010, reduzindo-se 0,02 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. O déficit nominal do setor público atingiu R\$93,7 bilhões, reduzindo-se 0,77 p.p. no período, resultado financiado mediante expansões da dívida bancária líquida, da dívida mobiliária e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, neutralizadas, em parte, pela redução registrada no financiamento externo líquido.

Evolução em janeiro de 2011

O superávit primário do setor público totalizou R\$17,7 bilhões em janeiro, ante R\$16,1 bilhões em igual período de 2010. Em doze meses, o superávit acumulou 2,81% do PIB, ante 2,29% do PIB em janeiro de 2010.

O Governo Central registrou superávit de R\$13,8 bilhões no mês, ante R\$13,5 bilhões em janeiro de 2010, reflexo do impacto mais acentuado do recuo no déficit da Previdência Social em relação ao decorrente na redução no superávit do governo federal. A receita bruta do Tesouro cresceu 22,5% no período, com ênfase no desempenho da arrecadação do Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) e do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), e as despesas elevaram-se 30%, ressaltando-se o aumento de 85% nos investimentos. No âmbito da Previdência Social, as receitas cresceram 21,6%, e as despesas com benefícios, 13,2%.

Os juros nominais apropriados, evidenciando os aumentos da taxa Selic e das variações dos índices de preços, somaram R\$19,3 bilhões no mês, ante R\$14,1 bilhões em janeiro de 2010. O déficit nominal atingiu R\$1,5 bilhão no mês, acumulando 2,64% do PIB em doze meses, ante 2,57% do PIB em 2010.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em resgates líquidos de R\$63,9 bilhões no trimestre encerrado em janeiro, resultado de colocações de R\$81,2 bilhões e resgates de R\$145,1 bilhões. As operações de troca, das quais 82,6% realizadas com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), totalizaram R\$5,5 bilhões, e os resgates antecipados, concentrados em Letras do Tesouro Nacional (LTN), R\$1 bilhão.

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

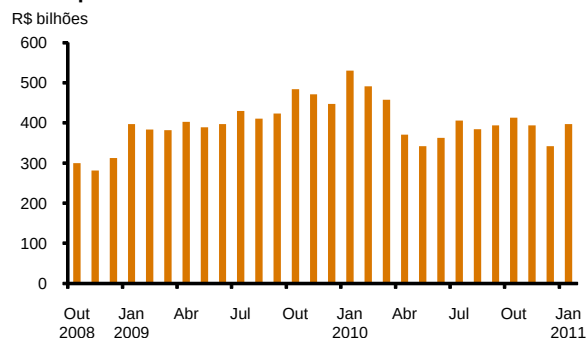


Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

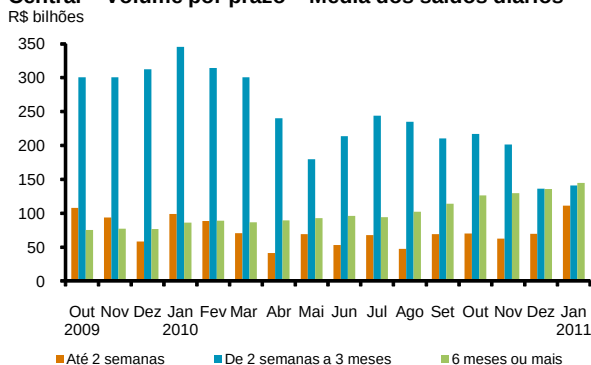
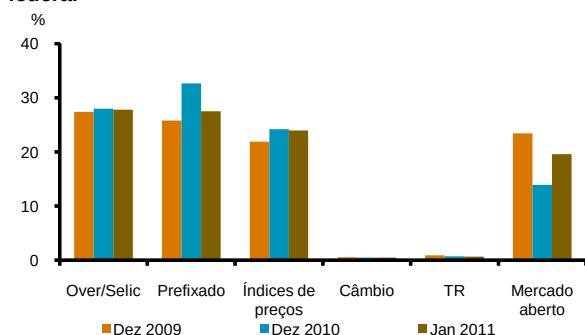
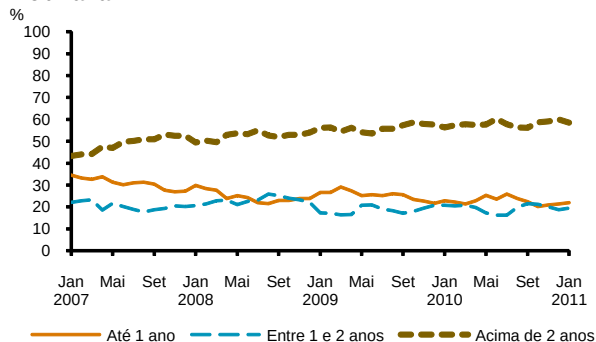


Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária



O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$397,2 bilhões em janeiro, recuando 3,9% em relação a outubro de 2010. Esse desempenho refletiu a redução, de R\$216,8 bilhões para R\$141,1 bilhões, nas operações de prazo de duas semanas a três meses, e as elevações registradas nas operações de seis meses, de R\$126,3 bilhões para R\$144,8 bilhões, e nas de prazo inferior a duas semanas, de R\$70,2 bilhões para R\$111,4 bilhões.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$1.542,5 bilhões em janeiro, 41,9% do PIB, recuando 1,3 p.p. do PIB em relação a outubro e 0,2 p.p. do PIB em doze meses. A redução trimestral traduziu resgates líquidos de R\$61 bilhões realizados no mercado primário, incorporação de juros nominais de R\$51 bilhões, e o impacto de R\$0,2 bilhão decorrente da apreciação cambial de 1,7%, no período.

As participações dos títulos atrelados à taxa *over/Selic* e aos índices de preços, no total da dívida mobiliária federal, registraram acréscimos trimestrais respectivos de 1,1 p.p. e 1,3 p.p. em janeiro, enquanto as relativas aos títulos pré-fixados e aos financiamentos do Banco Central, por meio das operações de mercado aberto, reduziram-se 1,9 p.p. e 0,5 p.p. respectivamente.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em janeiro: 16,2% do total em 2011; 19,5% em 2012; e 64,3% a partir de janeiro de 2013. Os títulos vencendo em doze meses representavam 22% do total da dívida mobiliária em mercado, e o prazo médio de vencimento da dívida atingiu 42,4 meses, ambos nos respectivos intervalos estabelecidos pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) 2011.

O Banco Central, após dezoito meses com exposição líquida nula, voltou a efetuar operações reversas de *swap* cambial em janeiro. O estoque dessas operações ao final do mês alcançou R\$5,8 bilhões, e o resultado obtido, compreendido como a diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$12 milhões no conceito caixa.

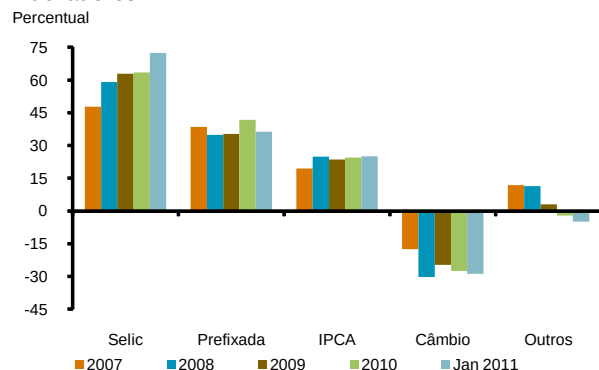
Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2009		2010		Jan 2011	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 362 711	42,8	1 475 820	40,4	1 476 105	40,1
Fluxos acumulados no ano						
Variação DLSP	194 472	4,3	113 109	-2,3	285	-0,4
Fatores	194 472	6,1	113 109	3,1	285	0,0
NFSP	106 242	3,3	93 673	2,6	1 532	0,0
Primário	-64 769	-2,0	-101 696	-2,8	-17 748	-0,5
Juros	171 011	5,4	195 369	5,4	19 281	0,5
Ajuste cambial	80 886	2,5	17 677	0,5	-1 682	0,0
Dívida interna ^{1/}	-3414	-0,1	1513	0,0	-143	0,0
Dívida externa	84 300	2,6	16 163	0,4	-1 539	0,0
Outros ^{2/}	10 907	0,3	1 533	0,0	604	0,0
Reconhecimento						
de dívidas	-345	0,0	2969	0,1	-170	0,0
Privatizações	-3217	-0,1	-2742	-0,1	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-1,9		-5,4		-0,4

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

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) somou R\$1.475,8 bilhões em 2010, 40,4% do PIB, reduzindo-se 2,3 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. A relação registrou retrações em todos os segmentos do setor público, com destaque para o recuo de 1,8 p.p no âmbito do Governo Central. Em janeiro, a DLSP atingiu R\$1.476,1 bilhões, 40,1% do PIB.

A redução anual da relação DLSP/PIB refletiu o impacto mais intenso das contribuições do superávit primário, 2,8 p.p. do PIB; do crescimento do PIB corrente, 5,4 p.p.; e do efeito das privatizações, 0,1 p.p., em relação aos derivados da apropriação de juros nominais, 5,4 p.p. do PIB; e da apreciação cambial de 4,31% registrada no período, 0,5 p.p.

Em relação à composição da DLSP em 2010, vale mencionar os crescimentos de 6,6 p.p. na parcela credora vinculada à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) – resultado da elevação dos ativos da União junto ao BNDES, com contrapartida no aumento da dívida mobiliária federal – e de 6,5 p.p. na parcela pré-fixada.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) – Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), governos estaduais e governos municipais – atingiu R\$2.011,5 bilhões (55,1% do PIB) em 2010. O recuo anual de 6,8 p.p. do PIB decorreu, em especial, da redução, de 14,3% do PIB em 2009 para 7,9% em 2010, do estoque das operações compromissadas. Em janeiro, a DBGG atingiu 55,9% do PIB.

3.4 Conclusão

Objetivando mitigar riscos identificados no mercado de crédito, foram editadas, em dezembro, medidas macroprudenciais visando aumentar a segurança de operações com prazos mais longos, em especial nas modalidades aquisição de bens e crédito pessoal. Ao impacto dessas medidas, expresso em elevação das taxas de juros e redução dos prazos nas novas operações, serão adicionados os efeitos da elevação da meta para a taxa Selic, decidida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) em janeiro.

Vale ressaltar que as condições de crédito permanecem positivas, com expansão das contratações, reduzidos índices de inadimplência e taxas de juros em

patamares historicamente baixos. Nesse ambiente, embora em ritmo mais moderado, a evolução das operações de crédito em 2011 deverá seguir favorecendo o consumo das famílias e a sustentação dos investimentos.

As trajetórias do PIB e do superávit primário em 2010 resultaram em recuo anual da relação DLSP/PIB, tendência que deverá prosseguir nos próximos meses, afiançando a sustentabilidade da política fiscal.