

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2013

Junho – 2013

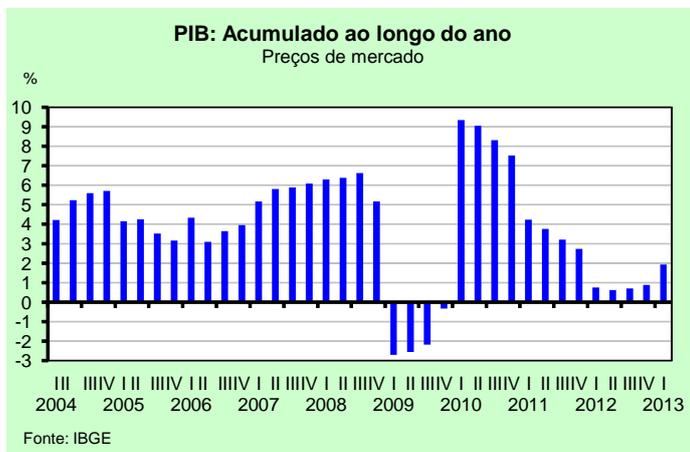


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o terceiro trimestre e para o ano de 2013

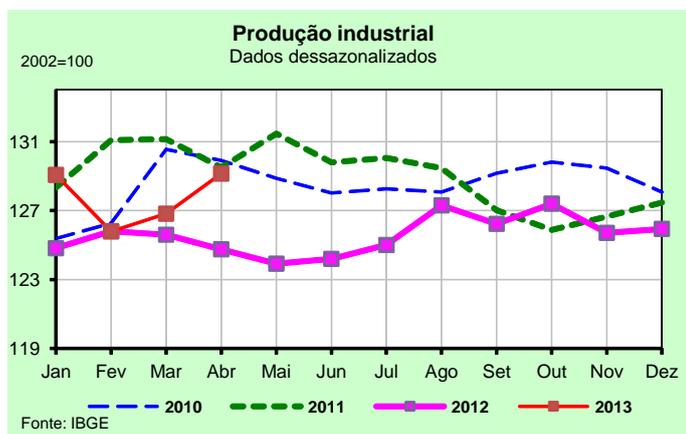
A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2013

1. O PIB cresceu 0,6% no primeiro trimestre de 2013, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. A análise sob a ótica da oferta revela que esse desempenho refletiu, em especial, a expansão de 9,7% na agropecuária, favorecida pelo dinamismo das lavouras de soja, milho e arroz. A indústria e o setor de serviços registraram variações respectivas de -0,3% e 0,5%, no trimestre. Sob a ótica



ca da demanda, ressaltar-se o aumento de 4,6% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). Ainda no âmbito do componente doméstico, ocorreram crescimento de 0,1% no consumo das famílias e estabilidade no consumo governamental. Em relação ao setor externo, as exportações recuaram 6,4% e as importações elevaram-se 6,3%, no período. O PIB aumentou 1,9% em relação ao primeiro trimestre de 2012, resultado de variações, segundo a ótica da produção, de 17% na agropecuária, 1,9% nos serviços e -1,4% na indústria. O desempenho da indústria evidenciou, em especial, os resultados negativos da indústria extrativa, 6,6%; na construção, 1,3%; e na indústria de transformação, 0,7%. No setor terciário, destacaram-se os aumentos nas atividades outros serviços, 2,6%; serviços de informação, 2,5%; e administração, educação e saúdes públicas, 2,2%. No âmbito da demanda, o componente interno contribuiu com 3,7 p.p. para o crescimento interanual do PIB, ante 1,2 p.p. no trimestre encerrado em março de 2012, resultado de expansões respectivas de 3,0%, 2,1% e 1,6% na FBCF e nos consumos das famílias e do governo. O setor externo, traduzindo variações respectivas de 7,4% e -5,7% nas importações e nas exportações, exerceu contribuição de -1,7 p.p. no período.

2. A produção física da indústria aumentou 0,5% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia recuado 0,1%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. Ocorreram variações de -5,4% na indústria extrativa e de 0,8% na de transformação, destacando-se os aumentos nas ati-



vidades máquinas para escritórios e equipamentos de informática, 13%; calçados e couro, 11,3%; e produtos diversos, 8,9%; e os recuos nas indústrias farmacêutica, 10,1%; de bebidas, 4,7%; e fumo, 3,2%. A análise por categorias de uso revela que as indústrias de bens de capital e de bens intermediários cresceram 8,8% e 0,2%, respectivamente, no trimestre, contrastando com as retrações respectivas de 2,5% e 1,7% nas produções de bens de consumo duráveis e de bens de consumo semi e não duráveis.

3. As vendas do comércio ampliado cresceram 0,5% no trimestre

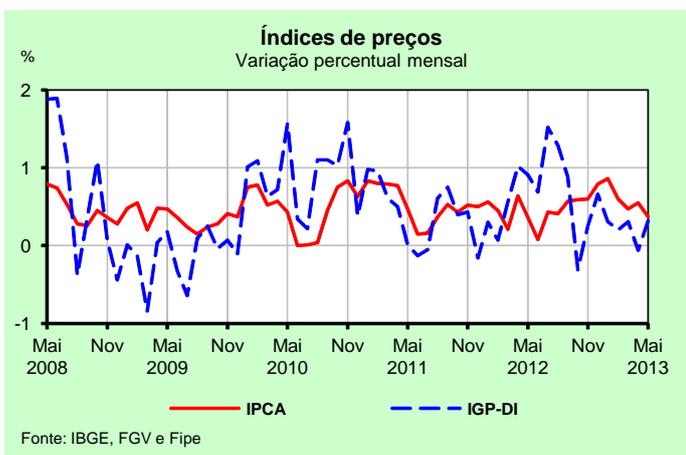
encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando haviam aumentado 0,2%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Ocorreram aumentos nas vendas em cinco dos dez segmentos pesquisados, destacando-se os



relativos a equipamentos e materiais para escritório e comunicação, 10%; material de construção, 3%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, perfumaria e cosméticos, 2,8%. Em oposição, ressaltam-se os recuos nas vendas de livros, jornais, revistas e papelaria, 2,4%; e nos segmentos outros artigos de uso pessoal e doméstico, e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, ambos de 1,9%. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção, registraram elevações respectivas de 0,6% e 0,5% nas bases de comparação mencionadas, destacando-se os aumentos trimestrais assinalados nas regiões Norte, 1,7%, e Centro-Oeste, 0,7%, e os recuos de 0,4% no Norte e de 0,3% no Sul.

4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da

FGV, aumentou 0,57% no trimestre encerrado em maio, ante 1,17% naquele finalizado em fevereiro. A desaceleração registrada no período refletiu as reduções nas variações do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), de 0,83% para -0,26%; e no Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 2,01% para 1,56%; e o aumento na relativa ao Índice Nacional de Custo da

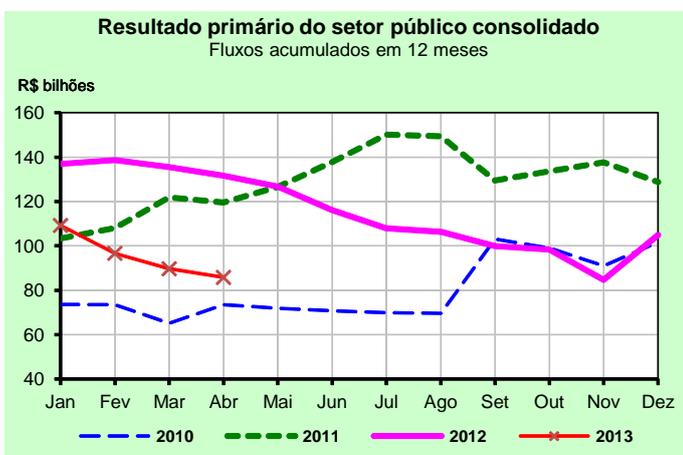


Construção (INCC), de 1,42% para 3,52%. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 1,40% no trimestre encerrado em maio, ante 2,27% naquele terminado em fevereiro, resultado de desaceleração nos preços livres, de 3,31% para 1,52%, e reversão, de -1,00% para 0,98%, na variação dos preços monitorados. A evolução dos preços livres refletiu as desacelerações nos preços dos itens não comercializáveis, de 3,98% para 2,12%, e dos comercializáveis, de 2,54% para 0,84%. No âmbito dos bens não comercializáveis, ressaltam-se as contribuições do final da pressão sazonal do item cursos regulares, do recuo nas tarifas de passagem aérea e do arrefecimento dos preços de alimentação fora do domicílio e produtos in natura.

5. A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 5,7%, em média, no trimestre encerrado em abril, ante 6,0% em igual período de 2012. Considerando dados dessazonalizados, a taxa de desemprego situou-se em 5,4% nos trimestres encerrados em abril e em janeiro de 2013, ocorrendo recuos de 0,6% na população ocupada e na população economicamente ativa. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), houve criação líquida de 432,8 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em abril de 2013, ante 479,3 mil em igual período de 2012, dos quais 218,6 mil no setor de serviços, 99,9 mil na indústria de transformação e 68,3 mil na construção.

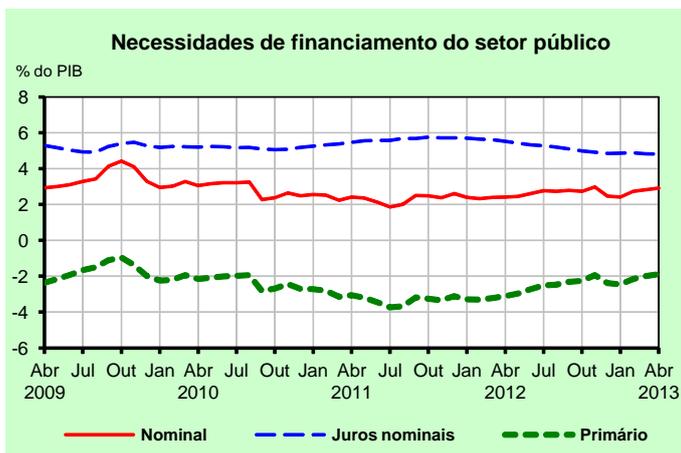


6. O superavit primário do setor público consolidado somou R\$41,1 bilhões (2,70% do PIB) no primeiro quadrimestre de 2013, ante 4,3% do PIB em igual período do ano anterior, ressaltando-se a redução de 1,4 p.p. do PIB no resultado do Governo Central. A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$289,3 bilhões, elevando-se 3,6% no período, com ênfase nos aumentos respectivos de 12,1% e 22,1% nas arrecadações da Cofins e do Imposto de Importação. As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$173 bilhões, aumentando 12,5% em relação ao primeiro quadrimestre de 2012. A arrecadação líquida da Previ-



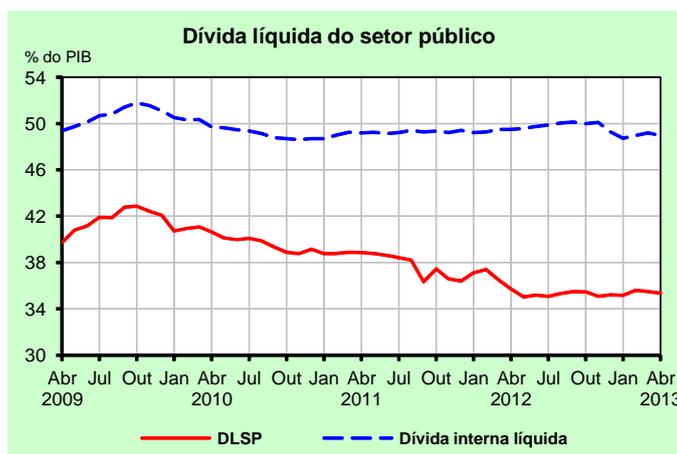
dência Social, em ambiente de crescimento da massa salarial, totalizou R\$91,3 bilhões, aumentando 8,4% em relação ao primeiro quadrimestre de 2012. As despesas com benefícios cresceram 14,8%, ocorrendo elevações de 3,6% na quantidade média mensal e de 7,9% no valor médio dos benefícios pagos. Nesse cenário, o déficit da Previdência aumentou 49,5% no período, passando a representar 1,5% do PIB.

7. Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$80,3 bilhões (5,28% do PIB) no primeiro quadrimestre de 2013. A redução de 0,20 p.p. em relação a igual intervalo do ano anterior refletiu, em parte, a evolução da taxa Selic, que corrige parcela significativa da dívida pública. Considerados períodos de doze meses, os juros nominais representaram 4,81% do PIB em abril, menor nível da série iniciada em 2001. O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados,



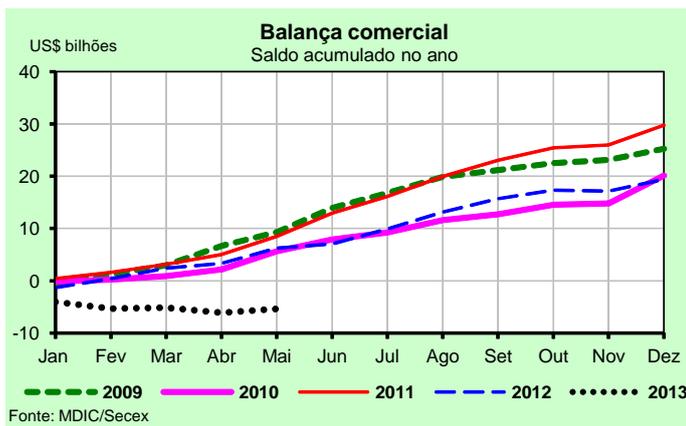
foi deficitário em R\$39,2 bilhões (2,58% do PIB) nos primeiros quatro meses do ano, elevando-se 1,43 p.p. do PIB em relação ao mesmo período do ano anterior. O financiamento desse deficit ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária, neutralizada, em parte, por reduções na dívida bancária líquida, no financiamento externo líquido e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) somou R\$1.602,8 bilhões (35,4% do PIB) em abril. O aumento de 0,2 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2012 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais, 1,8 p.p.; da apreciação cambial de 2% registrada no período, 0,3 p.p.; e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,1 p.p.; do superavit primário, -0,9 p.p.; do aumento do PIB corrente,



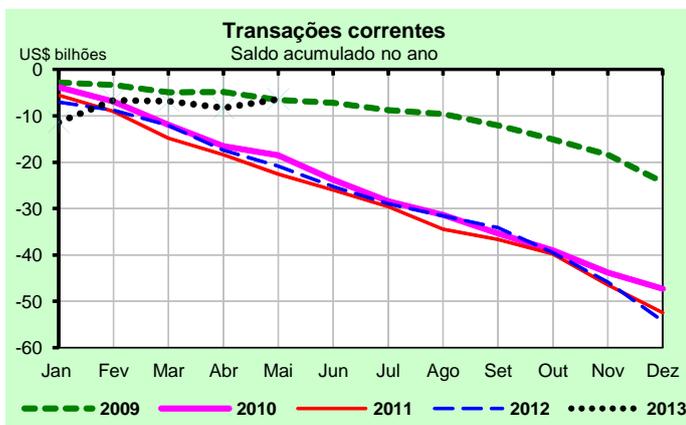
-1 p.p.; e do reconhecimento de ativos, -0,1 p.p. Em relação à composição da DLSP, ressaltam-se, no primeiro quadrimestre de 2013, os crescimentos respectivos de 5,6 p.p. e 0,7 p.p. nas parcelas vinculadas à taxa Selic e à índices de preços, e os recuos nas parcelas pré-fixadas, 5,7 p.p., e sem remuneração, 3,4 p.p.

9. A balança comercial registrou deficit de US\$5,4 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante superavit de US\$6,3 bilhões em igual período de 2012. As exportações recuaram 4,7% e as importações aumentaram 7,7%, atingindo US\$93,3 bilhões e US\$98,7 bilhões, respectivamente. A corrente de comércio somou US\$192 bilhões, elevando-se 1,3% no período. As exportações médias



diárias recuaram 2,8% no período, resultado de retrações nos embarques de manufaturados, 3,1%; básicos, 2,5%; e semimanufaturados, 2,2%, que representaram, na ordem, 36,9%, 47,7% e 13,2% das exportações do período. A média diária das importações cresceu 9,8% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2012. As aquisições de combustíveis e lubrificantes elevaram-se 25,5%, seguindo-se os aumentos nas relativas a bens de consumo não duráveis, 12,2%; matérias primas, 9,0%; e bens de capital, 6,4%. Em oposição, as compras de bens de consumo duráveis recuaram 6,5% no período. As importações destas categorias representaram, na ordem, 18,8%, 8,0%, 43,3%, 21,4% e 8,6% do total adquirido no período.

10. O déficit em transações correntes atingiu US\$39,6 bilhões nos cinco primeiros meses de 2013, ante US\$20,9 bilhões em igual período do ano anterior. As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$18,9 bilhões, elevando-se 16,6% no período, com ênfase na expansão de 22,2%, para US\$7,3 bilhões, nas despesas líquidas com viagens internacionais, decorrente de aumentos respectivos de 15,0%



e 0,4% nos gastos de brasileiros no exterior e de turistas estrangeiros no Brasil. As despesas líquidas com juros totalizaram US\$4,8 bilhões, elevando-se 27,9% no período. As despesas somaram US\$7,1 bilhões e as receitas, US\$2,2 bilhões, variando, na ordem, 10,0% e -15,5%. Vale ressaltar que as receitas de juros provenientes da remuneração das reservas internacionais, evidenciando a redução das taxas de juros internacionais, decresceram 22,3% em relação a igual intervalo de 2012. As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$11,9 bilhões, elevando-se 40,7% no período. As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$1,3 bilhão, elevando-se 11,9% em relação aos cinco primeiros meses de 2012. Os ingressos líquidos para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo econômico nos principais

destinos de emigrantes brasileiros, somaram US\$406 milhões, recuando 21,9%, no período.

11. A conta financeira registrou ingressos líquidos de US\$45,7 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante US\$40,6 bilhões em igual intervalo de 2012. Os investimentos brasileiros diretos no exterior acumularam retornos líquidos de US\$4,3 bilhões, ante US\$6,1 bilhões nos cinco primeiros meses de 2012. Os ingressos líquidos de IED somaram US\$22,9 bilhões, dos quais US\$14,7 bilhões relativos a aumento de participação em



capital de empresas e US\$8,2 bilhões a empréstimos intercompanhias. Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram aplicações líquidas de US\$3,6 bilhões, ante US\$5,2 bilhões nos cinco primeiros meses de 2012, ressaltando-se as reduções na aquisição de ações de empresas estrangeiras e na demanda de residentes por títulos estrangeiros. Os bônus da República apresentaram ingressos líquidos de US\$317 milhões, de janeiro a maio de 2013. Em maio, a reabertura do Global 23 proporcionou ingressos de US\$800 milhões e registrou o menor spread da série de captações efetuadas pela República, 98 p.b. O Tesouro Nacional, em sequência à política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US\$397 milhões de bônus, sendo US\$331 milhões referentes ao valor de face dos títulos e US\$66 milhões ao ágio.

12. O estoque de reservas internacionais, nos conceitos caixa e liquidez, totalizou US\$374,4 bilhões em maio, reduzindo-se US\$4,2 bilhões em relação a dezembro de 2012. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$1,5 bilhão, enquanto as variações por paridades e por preços reduziram o estoque em US\$4,6 bilhões e US\$1,7 bilhão, respectivamente.



B. Política monetária no primeiro trimestre de 2013

13. Os saldos da base monetária restrita, da base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, mantiveram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o primeiro trimestre de 2013.

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$205,6 bilhões em março, variando -4,3% no mês e 8% em doze meses. O papel-moeda emitido somou R\$166,1 bilhões, resultando em variações de -1,8% no mês e 12,3% em relação a março do ano anterior, enquanto as reservas bancárias totalizaram R\$39,5 bilhões, com decréscimos de 13,8% no mês e de 7% em doze meses.

15. O saldo da base monetária ampliada, que compreende a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, cresceu 7% no período de doze meses encerrado em março, totalizando R\$2,9 trilhões. Esse resultado refletiu os aumentos ocorridos nos saldos da base restrita, 2,9%; e dos títulos públicos federais, 10,7%; e a redução de 15,2% observada nos depósitos compulsórios em espécie.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2013^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	265,0 - 311,1	12,0	290,0	12,7
Base restrita ^{3/}	180,8 - 244,6	11,7	205,6	8,0
Base ampliada ^{4/}	2719,7 - 3192,7	7,5	2 942,1	7,0
M4 ^{4/}	3551,8 - 4805,3	12,4	4 165,2	12,0

^{1/} Refere-se ao último mês do período.

^{2/} Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

^{3/} Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.

^{4/} Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, somaram R\$290 bilhões em março, recuando 0,2% no mês e elevando-se 12,7% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$135,6 bilhões, variando -0,2% no mês e 13,2% em doze meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$154,4 bilhões, com variações respectivas de -0,2% e 12,2%, nas mesmas bases de comparação.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$4,2 trilhões, registrando aumentos de 0,7% no mês e de 12% em doze meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$15,9 bilhões no primeiro trimestre de 2013, resultante de resgates líquidos de R\$122,9 bilhões no mercado primário e de colocações líquidas de R\$138,8 bilhões no secundário.

19. Na reunião de janeiro, o Copom destacou que o balanço de riscos para a inflação apresentou piora no curto prazo e que a recuperação da atividade doméstica foi menos intensa do que o esperado, bem como que certa complexidade ainda envolve o ambiente internacional. Nesse contexto, entendendo que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado é a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 7,25% a.a., sem viés. Na reunião de março, o Copom avaliou que a maior dispersão recentemente observada de aumentos de preços ao consumidor, pressões sazonais e pressões localizadas no segmento de transportes, entre outros fatores, contribuía para que a inflação mostrasse resistência. Adicionalmente, considerou que incertezas remanescentes – de origem externa e interna – cercavam o cenário prospectivo e recomendavam que a política monetária fosse administrada com cautela. Nesse ambiente, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 7,25% a.a., sem viés.

C. Política monetária no bimestre abril-maio de 2013

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$207,9 bilhões em maio, aumentando 0,9% em relação a abril e 9,4% em doze meses. As reservas bancárias totalizaram R\$42,6 bilhões, registrando expansões respectivas de 2,4% e 1,2%, enquanto o saldo de papel-moeda emitido somou R\$165,3 bilhões, com aumentos de 0,5% no mês e de 11,7% em doze meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$3 trilhões em maio, elevando-se 0,5% no mês e 7% em doze meses. O resultado anual refletiu a redução de 14,6% nos depósitos compulsórios em espécie e as elevações respectivas de 4,9% e 10,3% na base restrita e nos títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$290,6 bilhões em maio, elevando-se 0,1% no mês e 12,2% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$135,4 bilhões, apresentando crescimentos respectivos de 0,8% e 13,1%, e os depósitos à vista totalizaram R\$155,1 bilhões, com retração mensal de 0,4% e expansão de 11,5% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$4,2 trilhões em maio, registrando aumentos de 0,3% no mês e de 11% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2013 e ocorridos em abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	267,5 - 314,0	10,7	290,6	12,2
Base restrita ^{3/}	179,3 - 242,6	9,6	207,9	9,4
Base ampliada ^{4/}	2763,5 - 3244,1	7,1	2 971,3	7,0
M4 ^{4/}	3593,9 - 4862,3	10,1	4 225,1	11,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.

4/ Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, apresentaram impacto expansionista de R\$15,4 bilhões no bimestre encerrado em maio, resultado de resgates líquidos de R\$52,9 bilhões no mercado primário e colocações líquidas de R\$37,5 bilhões no mercado secundário.

25. O Copom avaliou, na reunião de abril, que o nível elevado da inflação e a dispersão de aumentos de preços, entre outros fatores, contribuía para que a inflação mostrasse resistência e ensejavam uma resposta da política monetária. Ponderou, ainda, que incertezas internas e, principalmente, externas cercavam o cenário prospectivo para a inflação e recomendavam que a política monetária fosse administrada com cautela. Diante disso, o Copom decidiu elevar a taxa Selic para 7,50% a.a., sem viés, por seis votos a favor e dois votos pela manutenção da taxa Selic em 7,25% a.a. Na reunião de maio, o Copom considerou que, em ambiente de piora na percepção dos agentes econômicos sobre a própria dinâmica da inflação, fazia-se necessária a intensificação do ritmo de ajuste das condições monetárias em curso. Diante disso, dando prosseguimento ao ajuste da taxa básica de juros, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 8,00% ao ano, sem viés. O Comitê avaliou que essa decisão contribuiria para colocar a inflação em declínio e assegurar que essa tendência persistisse no próximo ano.

Reunião do Copom	Aplicação do viés	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
2.9.2009	-	8,75
21.10.2009	-	8,75
9.12.2009	-	8,75
27.1.2010	-	8,75
17.3.2010	-	8,75
28.4.2010	-	9,50
9.6.2010	-	10,25
21.7.2010	-	10,75
1.9.2010	-	10,75
8.12.2010	-	10,75
19.1.2011	-	11,25
2.3.2011	-	11,75
20.4.2011	-	12,00
8.6.2011	-	12,25
20.7.2011	-	12,50
31.8.2011	-	12,00
19.10.2011	-	11,50
30.11.2011	-	11,00
18.1.2012	-	10,50
7.3.2012	-	9,75
18.4.2012	-	9,00
30.5.2012	-	8,50
11.7.2012	-	8,00
29.8.2012	-	7,50
10.10.2012	-	7,25
28.11.2012	-	7,25
16.1.2013	-	7,25
6.3.2013	-	7,25
17.4.2013	-	7,50
29.5.2013	-	8,00

1/ Vigência a partir do primeiro dia útil seguinte à reunião ou à aplicação do viés.

D. Perspectivas para o terceiro trimestre e para o ano de 2013

26. O cenário para a atividade global segue indicando crescimento moderado em 2013. Devem ser considerados, nesse contexto, os riscos de alta associados à eventual continuidade do fortalecimento dos mercados imobiliário, acionário e de trabalho nos EUA e dos sinais de revigoramento da economia japonesa, em cenário de amplo programa de relaxamento monetário e fiscal empreendidos pelo governo local. Em oposição, riscos de baixa estão associados à fragilidade das economias europeias e ao ritmo de desaceleração da economia chinesa.

27. O processo desinflacionário global prosseguiu no trimestre encerrado em maio, em ambiente de expressivo recuo dos preços de *commodities*. Nesse cenário, os bancos centrais das maiores economias maduras mantiveram ou ampliaram a postura acomodatória de suas políticas monetárias, e as autoridades monetárias de parte relevante das economias emergentes preservaram o viés expansionista na condução de suas respectivas políticas monetárias.

28. No Brasil, o PIB cresceu 0,6% no primeiro trimestre de 2013, em relação ao trimestre anterior, quando havia registrado expansão semelhante, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A análise da oferta revela desempenho robusto do setor agropecuário, sustentado pelo resultado favorável da safra de grãos, enquanto no âmbito da demanda, ressaltam-se o dinamismo da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), impulsionado pelo aumento na absorção de bens de capital, e a continuidade do crescimento do consumo das famílias, mas com moderação na margem.

29. Prospectivamente, indicadores coincidentes sugerem expansão da atividade neste e nos próximos trimestres, que tende a ser sustentada, de um lado, por uma safra recorde de grão, pela retomada da produção industrial, com repercussões sobre o setor de serviços; de outro, pela expansão dos investimentos e continuidade da expansão moderada do consumo.

30. As operações de crédito do sistema financeiro mantiveram crescimento moderado no trimestre encerrado em abril. A manutenção de condições favoráveis, em cenário de taxas de juros em níveis historicamente reduzidos e de contenção dos indicadores de inadimplência, concorre para a continuidade de expansão moderada do crédito neste e nos próximos semestres.

31. O desempenho das contas públicas nos primeiros meses do ano repercutiu, particularmente, os efeitos de ações de estímulo fiscal adotadas recentemente. A continuidade da expansão da economia deverá contribuir para a recuperação da arrecadação, com reflexos positivos sobre o resultado fiscal, e para a manutenção da trajetória benigna da relação DLSP/PIB.

32. Os mercados financeiros internacionais registraram níveis elevados de liquidez no decorrer do semestre, favorecendo o acesso de empresas brasileiras a recursos externos a custos relativamente baixos. Vale ressaltar que os fluxos de investimento estrangeiro direto destinados ao Brasil registraram aumento relativo importante no período recente, trajetória sustentada pelos fundamentos econômicos consistentes do país, expressos em estoque robusto de reservas internacionais, perspectivas positivas de crescimento econômico, e sistema financeiro bem capitalizado e com níveis confortáveis de liquidez. Nesse cenário, não deverão ocorrer restrições relevantes ao financiamento do balanço de pagamentos no longo prazo.

33. O déficit de US\$5,4 bilhões registrado pela balança comercial nos cinco primeiros meses do ano, ante superavit de US\$6,3 bilhões em igual intervalo de 2012, evidencia a distinção entre o ritmo de crescimento da absorção interna no Brasil e nos principais parceiros comerciais. Também contribuiu para esse resultado o registro defasado de importações de petróleo, estimadas em US\$4,6 bilhões, ocorridas no final de 2012. Note-se ainda que houve aumento de gastos líquidos com serviços e rendas, de

modo que, de janeiro a maio de 2013, o deficit em transações correntes atingiu US\$39,6 bilhões, ante US\$20,9 bilhões, no período correspondente de 2012.

34. Os ingressos líquidos de recursos externos sob a forma de investimentos diretos, títulos e empréstimos no exterior, ações e títulos no país totalizaram US\$43,1 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante US\$31,8 bilhões em igual período de 2012.

35. Nesse ambiente, as taxas mensais de inflação foram menores no trimestre março a maio do que no anterior. A evolução dos preços ao consumidor refletiu o arrefecimento dos preços nos grupos alimentação, transportes e educação, e a desaceleração nos índices gerais de preços repercutiu, sobretudo, a deflação dos preços agropecuários no atacado. No mesmo sentido, os núcleos de inflação ao consumidor registraram, nos distintos critérios adotados para o seu cálculo, variações mais reduzidas no trimestre encerrado em maio do que no finalizado em fevereiro.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o terceiro trimestre e para o ano de 2013.

36. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre de 2013 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

Quadro 3. Programação monetária para o terceiro trimestre e para ano de 2013^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões			
	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	278,0 - 326,4	10,1	319,2 - 374,7	10,8
Base restrita ^{3/}	186,1 - 251,8	6,5	215,3 - 291,2	9,7
Base ampliada ^{4/}	2818,6 - 3308,8	7,2	2918,2 - 3425,7	9,6
M4 ^{4/}	3697,8 - 5002,9	9,4	3786,3 - 5122,6	8,5

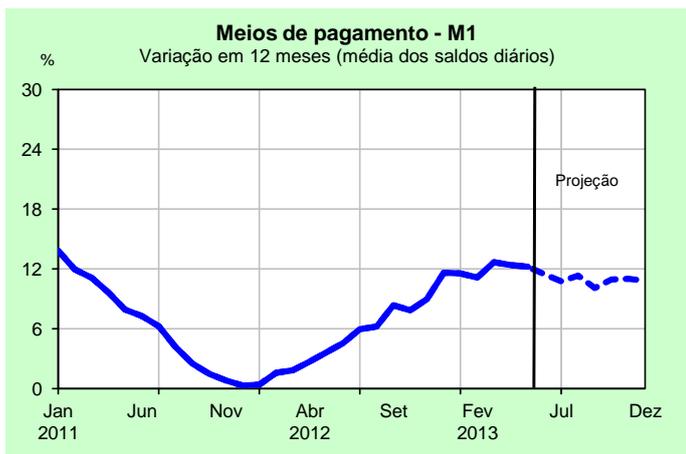
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

37. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento (M1) foi estimada em 10,1% para setembro e em 10,8% para dezembro de 2013.

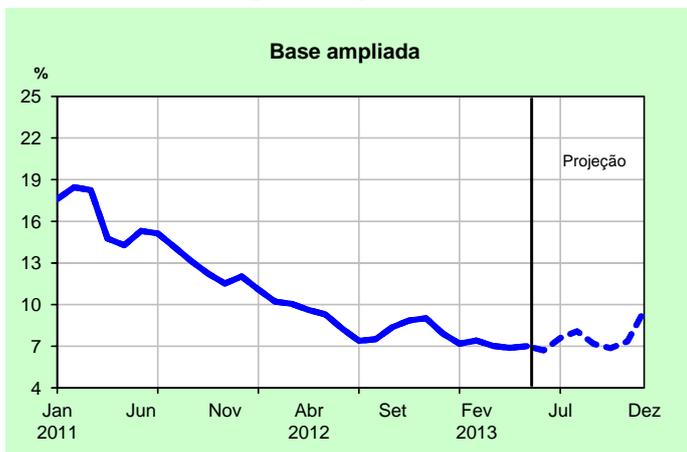


38. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições do imposto de renda.

39. Tendo em vista as projeções realizadas para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se ampliação em doze meses para o saldo médio da base monetária restrita de 6,5% em setembro e de 9,7% em dezembro de 2013.

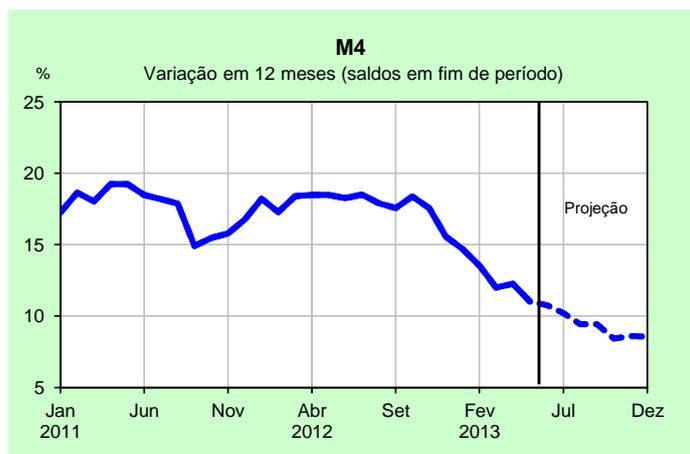


40. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados

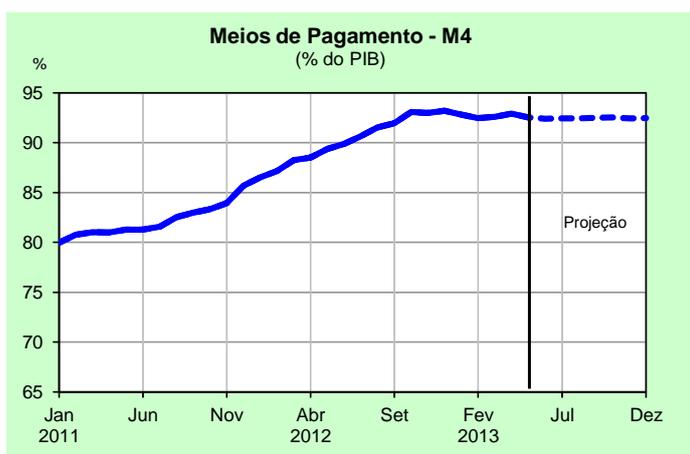


indicam variação em doze meses de 7,2% em setembro e de 9,6% em dezembro de 2013.

41. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em doze meses esperado para o M4 corresponde a 9,4% em setembro e 8,5% em dezembro de 2013.



42. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar, em 2013, estabilidade em relação à registrada ao longo de 2012, trajetória consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



43. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre abril/maio de 2013, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre e para o ano de 2013.

Quadro 4. Evolução dos agregados monetários^{1/}

Discriminação	2013		2013 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	290,6	12,2	278,0 - 326,4	10,1	319,2 - 374,7	10,8
Base restrita ^{4/}	207,9	9,4	186,1 - 251,8	6,5	215,3 - 291,2	9,7
Base ampliada ^{5/}	2 971,3	7,0	2818,6 - 3308,8	7,2	2918,2 - 3425,7	9,6
M4 ^{5/}	4 225,1	11,0	3697,8 - 5002,9	9,4	3786,3 - 5122,6	8,5

^{1/} Refere-se ao último mês do período.

^{2/} Projeção.

^{3/} Ponto médio das previsões.

^{4/} Média dos saldos nos dias úteis do mês.

^{5/} Saldos em fim de período.

44. A evolução dos diversos multiplicadores, implícita na programação monetária, é resumida no quadro a seguir:

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2013		2013 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,398	2,6	1,380	3,3	1,370	1,0
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,275	-9,2	0,282	-8,9	0,296	-1,8
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,466	0,7	0,469	-1,1	0,466	0,2
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,422	3,8	1,420	2,1	1,404	-0,9

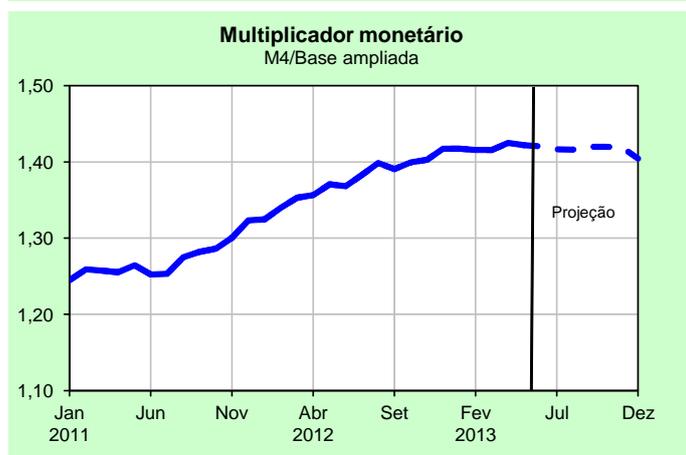
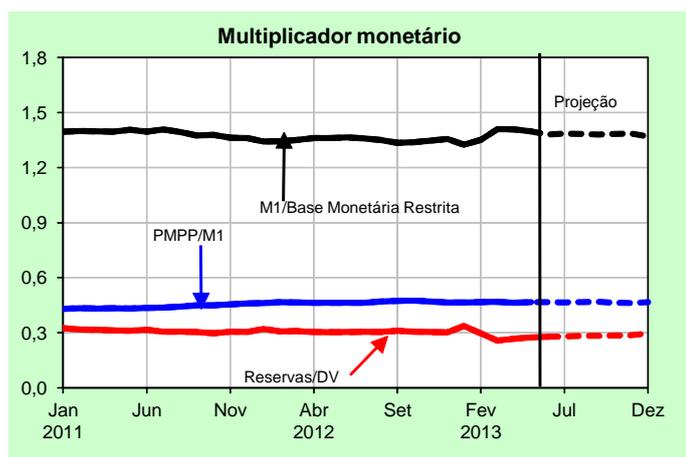
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

45. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do terceiro trimestre e do ano de 2013.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2013^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	265,0 - 311,1	12,0	290,0	12,7
Base restrita ^{3/}	180,8 - 244,6	11,7	205,6	8,0
Base ampliada ^{4/}	2719,7 - 3192,7	7,5	2 942,1	7,0
M4 ^{4/}	3551,8 - 4805,3	12,4	4 165,2	12,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2013 e ocorridos em abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	267,5 - 314,0	10,7	290,6	12,2
Base restrita ^{3/}	179,3 - 242,6	9,6	207,9	9,4
Base ampliada ^{4/}	2763,5 - 3244,1	7,1	2 971,3	7,0
M4 ^{4/}	3593,9 - 4862,3	10,1	4 225,1	11,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 3. Programação monetária para o terceiro trimestre e para ano de 2013^{1/}

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	278,0 - 326,4	10,1	319,2 - 374,7	10,8
Base restrita ^{3/}	186,1 - 251,8	6,5	215,3 - 291,2	9,7
Base ampliada ^{4/}	2818,6 - 3308,8	7,2	2918,2 - 3425,7	9,6
M4 ^{4/}	3697,8 - 5002,9	9,4	3786,3 - 5122,6	8,5

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 4. Evolução dos agregados monetários^{1/}

Discriminação	2013		2013 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	290,6	12,2	278,0 - 326,4	10,1	319,2 - 374,7	10,8
Base restrita ^{4/}	207,9	9,4	186,1 - 251,8	6,5	215,3 - 291,2	9,7
Base ampliada ^{5/}	2 971,3	7,0	2818,6 - 3308,8	7,2	2918,2 - 3425,7	9,6
M4 ^{5/}	4 225,1	11,0	3697,8 - 5002,9	9,4	3786,3 - 5122,6	8,5

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldo em fim de período.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2013		2013 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,398	2,6	1,380	3,3	1,370	1,0
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,275	-9,2	0,282	-8,9	0,296	-1,8
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,466	0,7	0,469	-1,1	0,466	0,2
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,422	3,8	1,420	2,1	1,404	-0,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

Glossário

Base monetária: passivo monetário do Banco Central, também conhecido como emissão primária de moeda. Inclui o total de cédulas e moedas em circulação e os recursos da conta “Reservas Bancárias”. Essa variável reflete o resultado líquido de todas as operações ativas e passivas do Banco Central.

Fatores condicionantes da base monetária: refere-se às fontes de criação (emissão de moeda pelo Banco Central) ou destruição (recolhimento de moeda pelo Banco Central) de moeda primária (base monetária). Toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em entrega de papel-moeda e/ou crédito em contas de “Reservas Bancárias” significa expansão monetária e é apresentada com sinal positivo. Ao contrário, toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em recebimento e/ou débito em contas de “Reservas Bancárias” significa contração monetária e é apresentada com sinal negativo. Deve-se ressaltar a diferença entre fabricação e emissão de moeda: a fabricação é um processo fabril de cédulas e moedas e a emissão é um processo econômico que resulta em crescimento da oferta monetária, tanto física (cédulas e moedas) quanto escritural (Reservas Bancárias).

Base monetária ampliada: conceito amplo de base monetária, introduzido no Plano Real com o pressuposto de que agregados mais amplos sejam melhor correlacionados com os preços na economia brasileira, visto que mais perfeitamente captam a substitutibilidade entre a moeda, em seu conceito mais restrito, e os demais ativos financeiros. Inclui, além da base restrita, os principais passivos do Banco Central e do Tesouro Nacional (compulsórios e títulos federais).

Meios de pagamento: conceito restrito de moeda (M1). Representa o volume de recursos prontamente disponíveis para o pagamento de bens e serviços. Inclui o papel-moeda em poder do público, isto é, as cédulas e moedas metálicas detidas pelos indivíduos e empresas não financeiras e, ainda, os seus depósitos à vista efetivamente movimentáveis por cheques. Com a redução da inflação, a partir da introdução do real, ocorreu forte crescimento dos meios de pagamento no conceito restrito, processo esse conhecido como remonetização, resultante da recuperação da credibilidade da moeda nacional.

Meios de pagamento ampliados: inclui moeda legal e quase-moeda, correspondendo aos instrumentos de elevada liquidez, em sentido amplo. O M2 corresponde ao M1 mais as emissões de alta liquidez realizadas primariamente no mercado interno por instituições depositárias – as que realizam multiplicação de crédito. O M3 é composto pelo M2 e as captações internas por intermédio dos fundos de renda fixa e das carteiras de títulos públicos federais registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). O M4 agrega o M3 e a carteira livre de títulos públicos do setor não financeiro.

Depósitos compulsórios de instituições financeiras: refere-se aos valores recolhidos ao Banco Central e/ou mantidos pelas instituições na forma de encaixe para fins de

cumprimento das diversas normas prudenciais e de controle monetário, estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Os recolhimentos “em espécie” correspondem aos valores que foram transferidos das contas “Reservas Bancárias” para outras contas de depósitos no Banco Central e que têm movimentação limitada aos períodos regulamentares, geralmente semanais, mediante demonstrativo de evolução da base de cálculo. Estes recolhimentos podem ser remunerados ou não. Os recolhimentos “em títulos” correspondem aos valores dos títulos públicos federais que foram vinculados no Selic, e que ficaram indisponíveis para negociações enquanto mantida a vinculação. Os recolhimentos “em títulos” são considerados remunerados em função da rentabilidade implícita no valor atualizado do título, não recebendo qualquer remuneração adicional por parte do Banco Central.