

Anexo I (*)

Objetivos das Políticas Monetária, Creditícia e Cambial

(Art. 4º, § 4º, da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000)



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Anexo à Mensagem da Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2013, em cumprimento ao disposto no art. 4º, § 4º da Lei Complementar nº 101, de 2000: “A mensagem que encaminhar o projeto da União apresentará, em anexo específico, os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial, bem como os parâmetros e as projeções para seus principais agregados e variáveis, e ainda as metas de inflação, para o exercício seguinte.”

Os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial são, respectivamente, o alcance, pelo Banco Central do Brasil, da meta de inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); a manutenção das condições prudenciais e regulamentares para que a expansão do mercado de crédito ocorra em ambiente que preserve a estabilidade do sistema financeiro nacional; e a flutuação cambial. O atingimento desses objetivos deve observar a evolução da economia brasileira, em linha com as medidas conjunturais implementadas.

Em janeiro de 2011, diante de ambiente econômico de incerteza acima do usual, com riscos crescentes à concretização de cenário em que a inflação convergisse tempestivamente para o centro da meta, o Copom decidiu elevar a taxa Selic de 10,75% a.a para 11,25% a.a.

Na reunião seguinte, em março, avaliando que ainda havia incertezas tanto na economia global quanto doméstica, dificultando a identificação clara do grau de perenidade de pressões sobre a inflação, o Comitê considerou que o cenário prospectivo para a inflação não havia evoluído favoravelmente, decidindo assim elevar a taxa Selic para 11,75% a.a. Avaliação semelhante se repetiu na reunião de abril, quando foi decidida nova elevação da taxa, para 12% a.a.

Em junho de 2011, embora reconhecendo que o cenário prospectivo para a inflação mostrava sinais mais favoráveis, o Comitê avaliou que ainda prevalecia no ambiente econômico nível de incerteza acima do usual, com riscos à convergência da inflação para o valor central da meta, e assim, dando seguimento ao processo de ajuste gradual das condições monetárias, decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 12,25%. Novo aumento, para 12,5% a.a., foi decidido na reunião de julho, após nova avaliação do cenário prospectivo e do balanço de riscos para a inflação.

Na reunião de agosto, o Comitê, reavaliando o cenário internacional, considerou que houve substancial deterioração desde sua última reunião, evidenciada, por exemplo, em reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. O Copom entendeu ainda que haviam aumentado as chances de que restrições às quais estavam expostas diversas economias maduras se prolongassem por período de tempo maior do que o antecipado, e que nessas economias parecia limitado o espaço para utilização de política monetária, além do cenário de restrição fiscal. Assim, o ambiente internacional manifestava viés desinflacionário no horizonte relevante, contribuindo para intensificar e acelerar o processo em curso de moderação da atividade doméstica, que já se manifestava, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira. Dessa forma, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 12% a.a. Novas reduções, para 11,5% e 11% a.a., foram decididas nas reuniões de outubro e novembro, respectivamente.

Nas reuniões de janeiro e março de 2012, o Copom considerou que os riscos para a estabilidade financeira global se mantinham elevados, contemplando reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. Considerou também que os efeitos da complexidade que cercava o ambiente internacional se somavam aos da moderação da atividade doméstica, decidindo reduzir a taxa Selic para 10,5% e 9,75% a.a., respectivamente.

Em 2012 e 2013, a política monetária continuará a ser pautada de forma coerente com o regime de metas para a inflação, tendo como objetivo a manutenção da estabilidade monetária. A meta para a inflação firmada para 2012 e 2013 é de 4,5%, com intervalo de tolerância de mais ou menos 2 p.p., conforme estabeleceram as

Resoluções nº 3.880, de 22 de junho de 2010, e nº 3.991, de 30 de junho de 2011, do CMN.

No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central do Brasil e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. Os ganhos obtidos com o amadurecimento desse regime e com o alcance, pelo oitavo ano consecutivo, da meta para a inflação, podem ser sentidos na maior potência dos instrumentos de política monetária; na trajetória de redução das taxas reais de juros nos ciclos econômicos; na redução do custo de carregamento da dívida pública, dados os menores prêmios de risco e os maiores prazos de financiamento; na expansão e aprofundamento do mercado de crédito; na maior previsibilidade do cenário econômico e na ampliação do horizonte de previsão dos agentes econômicos; e na melhoria das condições sociais.

No mercado de crédito, o saldo das operações de crédito do sistema financeiro alcançou R\$ 2.030 bilhões em 2011, expansão anual de 19%, comparativamente a 20,6% em 2010, passando a representar 49% do PIB, comparativamente a 45,2% no final do ano anterior. A evolução em 2011 foi condizente com o arrefecimento do nível da atividade econômica. Esse desempenho refletiu os efeitos da política monetária adotada no primeiro semestre do ano, assim como as medidas macroprudenciais implementadas no fim de 2010, as quais visaram manter o desenvolvimento sustentável do mercado de crédito, ao desestimular a concessão de crédito ao consumo com prazos dilatados.

Nesse contexto, foram particularmente afetados os financiamentos para aquisição de veículos, cuja expansão, embora significativa, ficou aquém da observada em 2010. O comportamento das taxas de juros e dos indicadores de inadimplência também foi condicionado pelas políticas adotadas, encerrando o ano em declínio ou estabilidade, após assinalarem ascensão nos meses antecedentes.

Com a desaceleração do ritmo de atividade econômica no segundo semestre de 2011, as medidas de natureza macroprudencial foram parcialmente revertidas em

novembro. Nesse sentido, foram flexibilizados os critérios referentes ao requerimento de capital para as operações de crédito às pessoas físicas, com a reversão do aumento da ponderação de risco aplicada às contratações de crédito pessoal e de financiamentos e arrendamentos mercantis de veículos com prazos entre 24 e 60 meses, que havia sido implementada em dezembro de 2010. Por outro lado, houve elevação adicional da exigência de capital relativa a prazos superiores a sessenta meses naquelas modalidades de crédito.

Neste ano, o cenário que se apresenta para o mercado de crédito é favorável, considerando-se as perspectivas de crescimento econômico e, em particular, a manutenção de indicadores favoráveis de emprego e renda. Esse quadro tenderá a contribuir para a estabilização e posterior redução da taxa de inadimplência e, por conseguinte, para a retomada da trajetória declinante das taxas de juros dos empréstimos. Nesse contexto, a estimativa para a expansão do saldo total de crédito no ano é de 15%, atingindo participação de 51% no PIB.

No que diz respeito aos agregados monetários, de forma geral, sua evolução em 2011 esteve associada ao comportamento da atividade econômica e refletiu, entre outros fatores, o arrefecimento na expansão das operações de crédito. Nesse contexto, o agregado M1 alcançou saldo médio diário de R\$ 280,5 bilhões em dezembro, após avanço anual de 0,3%, resultante do incremento de 7,9% no saldo médio do papel-moeda em poder do público e da redução de 5,4% nos depósitos à vista. De forma similar, a base monetária, avaliada pelos saldos médios diários, atingiu R\$206 bilhões em dezembro, ao registrar elevação no ano de 4,4%, condicionada pelo acréscimo de 8,2% no saldo médio do papel-moeda emitido e pelo declínio de 7,1% na posição de reservas bancárias.

A programação dos agregados monetários para 2012 considera o cenário esperado 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. Em decorrência, a variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 7% para dezembro de 2012. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento,

como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial, a trajetória esperada pelo mercado para a taxa Selic e o crescimento esperado para o produto.

Tendo em vista a projeção feita 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 elevação de 9,3% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2012. As projeções da base monetária ampliada, que consiste em 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 e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 11% em dezembro de 2012.

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 12 meses esperado para o M4 corresponde a 10,5% em dezembro de 2012.

No setor externo, em 2011, as transações correntes apresentaram déficit de US\$ 52,6 bilhões (2,12% do PIB). O superávit de US\$ 111,9 bilhões registrado nas contas de capital e financeira, contudo, foi superior ao necessário para financiar este resultado, com destaque para o fluxo líquido de investimento estrangeiro direto (IED) que alcançou US\$ 66,7 bilhões, aumento de 37,4% em comparação com o ano anterior. Nessas circunstâncias, as reservas internacionais do país alcançaram US\$ 352 bilhões ao final de 2011, o que corresponde a aumento de US\$ 63,4 bilhões no ano.

A corrente de comércio com o exterior continuou em expansão, com crescimento das exportações e das importações tanto de bens quanto de serviços. A balança

comercial apresentou superávit de US\$ 29,8 bilhões em 2011, acima do superávit de US\$ 20,1 bilhões apurado em 2010. As exportações de bens totalizaram US\$ 256 bilhões no ano, aumento de 26,8% em relação ao ano anterior, mesmo considerado o baixo dinamismo da economia mundial. As importações de bens somaram US\$ 226 bilhões, valor 24,5% maior do que o observado em 2010. A conta de serviços apresentou, em 2011, despesas líquidas de US\$ 37,9 bilhões, com elevação de gastos com aluguel de equipamentos, viagens internacionais e transportes.

A perspectiva para 2012 é de continuidade do crescimento da corrente de comércio com o exterior, mas com retração no saldo comercial, resultado que deverá contribuir para a elevação do déficit em conta corrente. Em relação ao comércio de bens, se prevê que o ritmo de crescimento das importações supere o das exportações. O aumento do *quantum* importado deverá superar o do *quantum* exportado. Adicionalmente, considera-se possível diminuição de preços de algumas das mais relevantes *commodities* da pauta de exportações brasileira. No comércio de serviços, a ampliação da atividade no setor de petróleo e gás e em outros setores industriais e comerciais deverá manter em elevação os gastos com aluguel de equipamentos. Os gastos líquidos com viagens internacionais devem persistir elevados, ainda que crescendo a taxas mais moderadas do que em 2011. O balanço de pagamentos deverá ser integralmente financiado, especialmente mediante ingressos líquidos de IED e captação líquida de recursos externos na forma de empréstimos e títulos, favorecidos pelo acréscimo de liquidez promovido pelos bancos centrais dos países desenvolvidos.

O superávit primário do setor público, que havia alcançado 2,70% do PIB em 2010, elevou-se para 3,11% em 2011, enquanto o déficit nominal passou 2,48% do PIB para 2,61% no mesmo período. Houve incremento do superávit primário em todos os níveis de governo, com destaque para os governos regionais, nos quais a elevação correspondeu a 0,25 p.p. do PIB. Essa evolução foi favorecida pelo crescimento das receitas públicas em 2011, consequência, dentre outros fatores, do impacto benigno da atividade econômica sobre a arrecadação e de programas de recuperação de créditos e regularização de débitos em atraso implantados pelo Governo Federal.

A meta de superávit primário do setor público para 2012 foi fixada em R\$ 139,8 bilhões. Manteve-se a possibilidade de descontar da meta os gastos realizadas no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), até o limite de R\$ 40,6 bilhões. Com a publicação do Decreto nº 7.680, de 17 de fevereiro de 2012, foi anunciado contingenciamento de despesas com o objetivo de garantir o cumprimento integral da meta, afiançando assim o compromisso do país com a sustentabilidade fiscal e garantindo a redução do nível de endividamento no médio e longo prazo. As receitas primárias do Tesouro Nacional para 2012 foram estimadas em R\$ 821,7 bilhões, das quais R\$ 182,7 bilhões correspondem às transferências constitucionais para estados e municípios. Por sua vez, a arrecadação líquida da Previdência Social foi estimada em R\$ 269,3 bilhões. A despesa primária total do Governo Central foi fixada em R\$ 811,2 bilhões.

A dívida líquida do setor público não-financeiro (DLSP) reduziu-se 2,7 p.p. do PIB em 2011, passando para 36,5% do PIB, devido, principalmente, ao superávit primário, ao crescimento do PIB corrente e ao efeito da desvalorização cambial de 12,6% ocorrida no ano. Destacou-se, entre as mudanças no perfil do endividamento líquido, o crescimento dos títulos vinculados à taxa Selic, que passaram de 63,5% do total para 68,8%, e da parcela credora vinculada à taxa de câmbio, que passou de 27,5% para 38,9%, como consequência do crescimento das reservas internacionais e da desvalorização cambial.

O perfil da dívida mobiliária também apresentou, como principal mudança, a redução da parcela vinculada à taxa Selic, que reduziu-se de 28% para 26,2%. O vencimento em até doze meses dos títulos públicos federais, que representava 21,3% do total do endividamento mobiliário federal ao final de 2010, reduziu-se para 19,4% em 2011. O Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública Federal (PAF) de 2012 definiu os seguintes limites mínimos e máximos a serem atingidos até o final do ano para as participações dos indexadores no total da dívida pública: títulos prefixados, de 37% e 41%; indexados a índices de preços, de 30% e 34%; taxa flutuante (Selic), de 22% e 26%; e vinculados ao câmbio, de 3% e 5%.

A economia brasileira registrou menor dinamismo no decorrer de 2011, desempenho compatível tanto com o processo de adequação das condições de liquidez

ao cenário de aceleração dos preços internos, sobretudo na primeira metade do ano, quanto com as alterações no ambiente externo. As perspectivas de reversão dessa trajetória ao longo de 2012, evidenciadas na projeção de crescimento anual de 3,5% do PIB, estão condicionadas tanto à efetiva retomada da demanda interna quanto à consolidação dos indicativos de recuperação, na margem, da economia global. Internamente, a manutenção de condições favoráveis no mercado de trabalho, a estabilidade da confiança do consumidor em patamar elevado e a melhora nos indicadores de confiança dos empresários sugerem consistência do processo de retomada do crescimento econômico. No mesmo sentido, a continuidade da recuperação, na margem, da economia dos EUA, as perspectivas de recuo nas pressões envolvendo economias da Área do Euro e a relativa acomodação, em patamar ainda elevado, em importantes economias asiáticas poderão favorecer a retomada da atividade nos próximos meses.

Nesse contexto, a evolução da conjuntura econômica interna e externa deverá orientar decisões futuras de política monetária, com vista a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

Anexo VI

Riscos Fiscais

(Art. 4º, § 3º, da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000)

3.1 RISCOS DA ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA (*)

O objetivo estabelecido para a gestão da Dívida Pública Federal (DPF) é suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo no longo prazo,

respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco. Adicionalmente, busca-se contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos.

É importante ressaltar que as análises apresentadas adotam como premissas as diretrizes definidas no Plano Anual de Financiamento 2012 (PAF 2012), que buscam, principalmente, maior participação dos títulos prefixados e remunerados por índices de preços, o aumento do prazo médio do estoque e a suavização da estrutura de vencimentos, tendo em vista o alcance do objetivo supracitado.

Ressalte-se ainda que a análise apresentada a seguir está baseada na avaliação dos dois principais riscos que afetam a administração da Dívida Pública Federal (DPF), a saber, os riscos de refinanciamento e de mercado.

O risco de refinanciamento é consequência do perfil de maturação da dívida e representa a possibilidade de o Tesouro Nacional ter que suportar elevados custos para se financiar no curto prazo ou, no limite, não conseguir captar recursos suficientes para honrar seus vencimentos.

O risco de mercado decorre das flutuações nas taxas de juros, câmbio e inflação, e consequentemente, alteração no volume de recursos necessários ao pagamento do serviço da dívida previsto no orçamento anual, afetando também os orçamentos dos anos posteriores. O risco de mercado também captura as elevações no estoque nominal da dívida decorrente de alterações nas condições de mercado que afetem a estrutura a termo da taxa de juros.

Ambos os riscos são relevantes, posto que afetam a razão dívida líquida do setor público/produto interno bruto (DLSP/PIB), considerada um dos indicadores mais importantes de endividamento e solvência do setor público.

Particularmente importante para o Anexo de Riscos Fiscais é a análise de sensibilidade da dívida, que mede o possível incremento nos valores de pagamento ou no estoque da dívida pública no ano, decorrente de flutuações nas variáveis macroeconômicas, especialmente taxa de juros, câmbio e inflação.

A análise dos riscos da Dívida Pública Federal (DPF) é efetuada de acordo com as diretrizes definidas no PAF 2012, observadas as condições de mercado. Estas diretrizes são as seguintes:

- substituição gradual dos títulos remunerados por taxas de juros flutuantes por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços;
- aumento do prazo médio do seu estoque;
- suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo;
- desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros nos mercados interno e externo e aumento da liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário;
- aperfeiçoamento do perfil da Dívida Pública Federal externa (DPFe), por meio de emissões de títulos com prazos de referência (benchmarks), programa de resgate antecipado e operações estruturadas;
- ampliação da base de investidores.

O perfil esperado para a DPF em dezembro de 2012 constitui a base sobre a qual se elaboraram as análises de riscos da dívida neste anexo, pois tal perfil traduz as características do estoque e dos fluxos da DPF para o ano de 2013. Nesse sentido, os resultados projetados para os principais indicadores da DPF ao final de 2012, na forma de limites indicativos como apresentado no PAF 2011, estão sintetizados na tabela abaixo:

Indicadores	2011*	2012**	Limites para 2012	
			Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)				
	1.866,4	2.000,0	1.950,0	2.050,0
Composição (%)				
Prefixados	37,2	39,0	37,0	41,0
Índices de Preços	28,3	32,0	30,0	34,0
Taxa Flutuante	30,1	24,0	22,0	26,0
Câmbio	4,4	4,0	3,0	5,0
Estrutura de vencimentos				
Prazo Médio (anos)	3,6	3,7	3,6	3,8
% Vencendo em 12 meses	21,9	24,0	22,0	26,0

* Realizado; ** Ponto médio dos limites mínimo e máximo para 2012.

(*) N. da COEJO: Republicados por terem saído na edição extra do DOU de 17-8-2012, Seção 1, págs. 17 e 23, com erro de montagem.