

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

## 2013

Dezembro – 2012

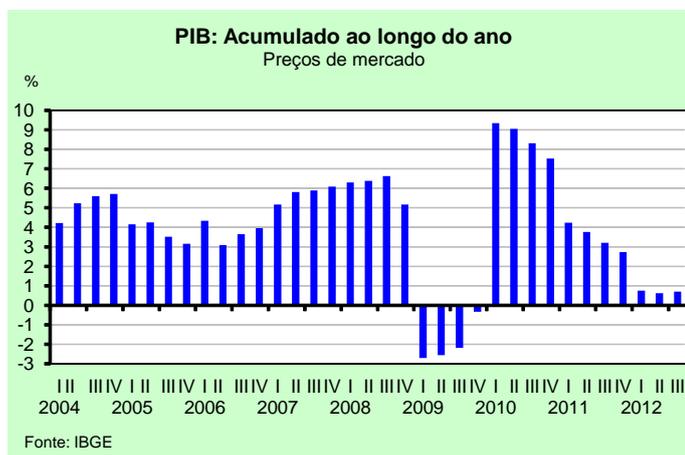


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

## Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2013

### A. A economia brasileira no quarto trimestre de 2012

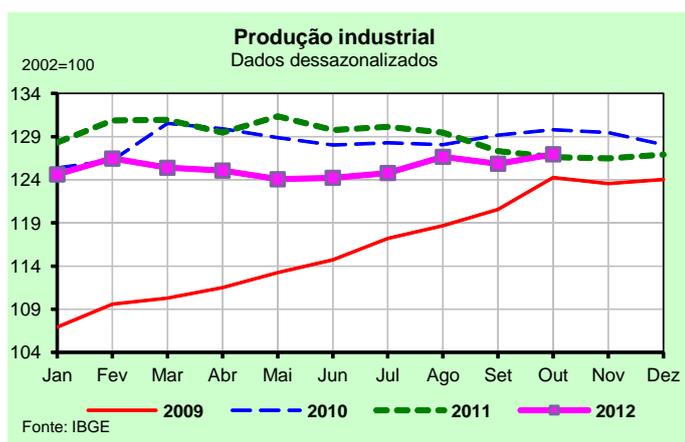
1. O PIB cresceu 0,9% no terceiro trimestre do ano, em relação a igual intervalo de 2011, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, acumulando expansão anual de 0,7%. No âmbito da oferta ocorreram crescimentos respectivos de 1,4% e de 3,6% no setor de serviços e na agropecuária, e retração de 0,9% na indústria, com recuos nas



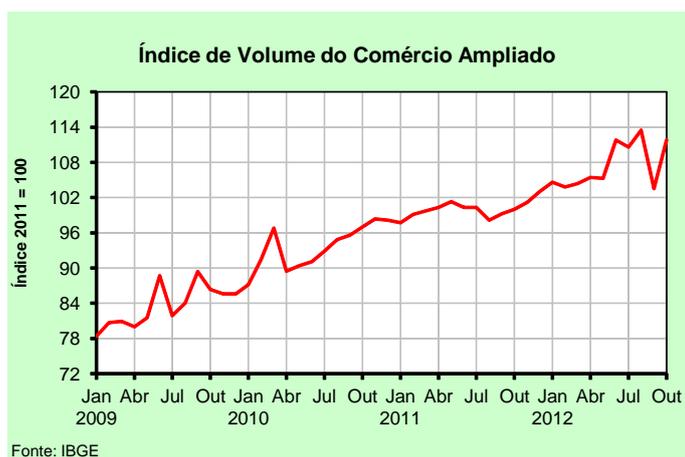
indústrias extrativa mineral, 2,8%, e de transformação, 1,8%. A análise da demanda revela que a contribuição do componente doméstico para o crescimento interanual do PIB atingiu 0,4 p.p. no terceiro trimestre de 2012, ante 1,0 p.p. no trimestre encerrado em junho. O setor externo exerceu contribuições respectivas de 0,4 p.p. e -0,5 p.p. nos períodos mencionados, registrando-se, no trimestre encerrado em setembro, reduções de 6,4% nas importações e de 3,2% nas exportações. Na margem, considerados dados dessazonalizados, o PIB registrou expansão de 0,6% em relação ao segundo trimestre do ano. Sob a ótica da produção, ocorreram expansões de 2,5% na agropecuária e de 1,1% na indústria, e estabilidade no setor de serviços. Em relação ao componente doméstico da demanda, ocorreram variações de 0,9% no consumo das famílias, 0,1% no consumo do governo e -2% na formação bruta de capital fixo (FBCF). No âmbito do setor externo as exportações cresceram 0,2% e as importações recuaram 6,5%.

2. A produção física da indústria cresceu 1,7% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando havia recuado 1%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Ocorreram crescimentos na indústria extrativa, 0,6%, e na de transformação, 1,6%, ressaltando-se o desempenho das atividades fumo, 31,7%; equipamento de instrumentação médico-hospitalar, 9,9%; e veículos automotores, 7,2%. Em oposição, foram registradas retrações importantes nas indústrias

de máquinas para escritórios e equipamentos de informática, 6,9%; e de produtos de metal, exclusive máquinas e equipamentos, 4,7%. A análise segmentada por categorias de uso revela aumentos na produção de bens de consumo duráveis, 4,8%; bens intermediários, 1,8%; e de bens de consumo semi e não duráveis, 1,7%. Em sentido oposto, a produção de bens de capital recuou 0,2% no trimestre.

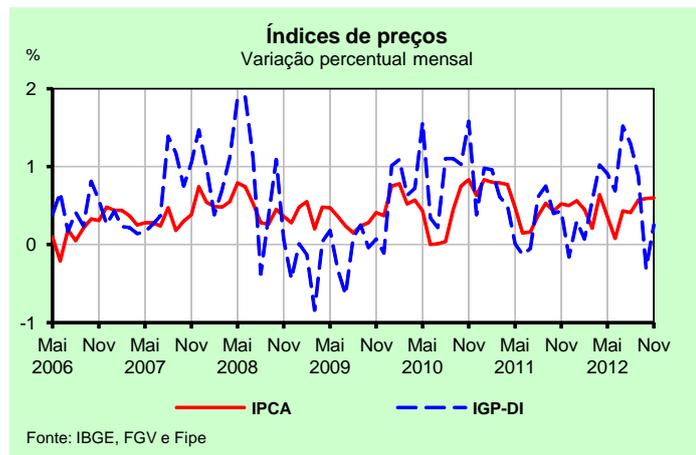


3. As vendas do comércio registraram acomodação, em patamar elevado, no trimestre encerrado em outubro. O comércio ampliado cresceu 0,4% em relação ao trimestre finalizado em julho, quando havia expandido 4,5%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto



Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Essa evolução evidenciou, em especial, os aumentos respectivos de 6,7% e 5,1% nas vendas de material de construção e de equipamentos e materiais para escritório, e a retração de 2,8% nas relativas a veículos e motos, partes e peças, que haviam crescido acentuadamente nos meses anteriores, em resposta às medidas de incentivo ao setor, anunciadas em maio. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 2,1% no período, ante 1,3% no trimestre encerrado em julho, destacando-se os aumentos assinalados nas regiões Centro-oeste, 3,4%, e Sul, 2,5%.

4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 1,77% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,92% naquele terminado em agosto, resultado de acelerações nos preços livres, de 1,07% para 1,99%, e nos monitorados, de 0,47% para 1,09%. A evolução dos preços livres refletiu, em especial, o aumento de 0,19% para 2,61% da variação



nos preços dos itens comercializáveis, contrastando com o recuo, de 1,85% para 1,44%, na relativa aos itens não comercializáveis. Destaquem-se, no segmento de bens comercializáveis, os aumentos de preços no grupo vestuário e nos itens arroz, carnes e bebidas e infusões. A desaceleração observada no âmbito dos bens não comercializáveis esteve associada, em especial, ao recuo nos preços de alimentos *in natura*. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, aumentou 0,8 1% no trimestre encerrado em novembro, ante 3,53% naquele finalizado em agosto. A desaceleração registrada no período refletiu as reduções nas variações do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), de 4,86% para 0,58%, e do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,66% para 0,77%, e a aceleração, de 0,78% para 1,48%, no Índice de Preços ao Consumidor (IPC).

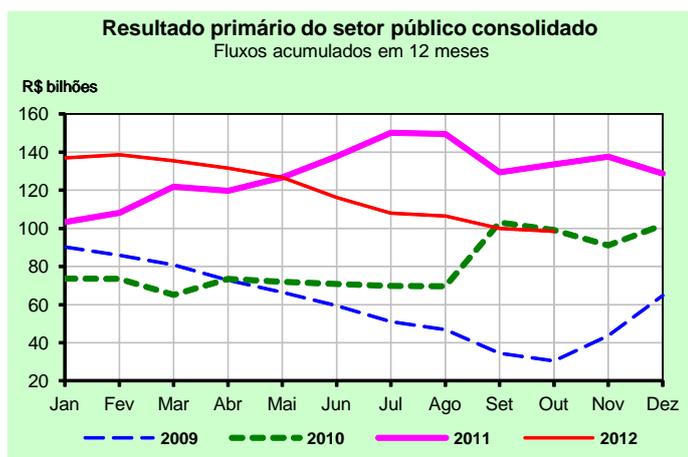
5. A taxa de desemprego relativa às seis regiões metropolitanas do país incluídas na Pesquisa Mensal do Emprego (PME), realizada pelo IBGE, atingiu 5,3% em outubro, registrando variações respectivas de -0,1 p.p. e -0,4 p.p. em relação a julho e em doze meses. Considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central, a taxa de desemprego registrou média de



5,4% no trimestre encerrado em outubro, ante média de 5,5% no período maio a julho, resultado de elevações de 0,5% na população ocupada e de 0,3% na população econo-

micamente ativa (PEA). A economia brasileira gerou 318,3 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em outubro, ante 525,7 mil no mesmo período de 2011, de acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Destacaram-se, no período, os empregos formais criados no setor de serviços, 142,3 mil; no comércio, 116,9 mil; e na indústria de transformação 100,1 mil.

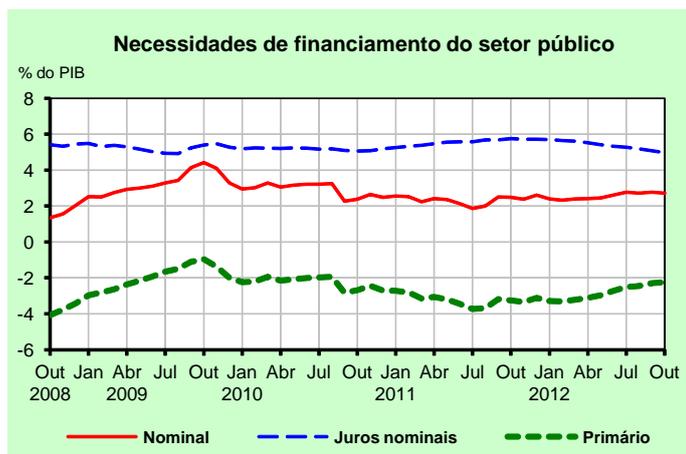
6. O superávit primário do setor público consolidado somou R\$88,2 bilhões nos dez primeiros meses do ano (2,42% do PIB), reduzindo-se 1,06 p.p. do PIB em relação a igual período de 2011. Ocorreram recuos em todos os segmentos do setor público, ressaltando-se a redução de 0,75 p.p. do PIB no âmbito do Governo Central. A receita bruta do Tesouro



Nacional totalizou R\$663,9 bilhões (18,2% do PIB), elevando-se 5,2% no período, destacando-se as expansões respectivas de 5%, 9,3% e 9,8% nas arrecadações do Imposto de Renda, da Cofins e do PIS/Pasep, e o recuo de 3% nos recolhimentos da CSLL, evolução associada ao recebimento de débitos em atraso, em julho de 2011, sem correspondência em 2012. As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$397,1 bilhões nos dez primeiros meses de 2012, elevando-se 11,5% (0,5 p.p. do PIB) em relação ao mesmo período do ano anterior. Os gastos com custeio e capital, evidenciando elevações de 18,5% nos benefícios assistenciais (Loas/RMV) e de 22,9% nos investimentos, incluindo despesas do Programa Minha Casa Minha Vida, somaram R\$245,1 bilhões, e os gastos com pessoal e encargos totalizaram R\$150,1 bilhões, registrando aumentos respectivos de 17,2% e 3,4%, no período. Os investimentos incluídos no PAC, passíveis de abatimento da meta de superávit primário, elevaram-se 27,7% no período, totalizando R\$26,6 bilhões.

7. Os juros nominais apropriados nos dez primeiros meses de 2012 somaram R\$178,4 bilhões (4,89% do PIB). A retração de 0,9 p.p. do PIB registrada em relação a igual período de 2011 refletiu, em especial, a trajetória declinante da taxa Selic e a me-

nor variação do IPCA, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais, componente mais importante do endividamento. O déficit nominal do setor público atingiu R\$90,2 bilhões (2,47% do PIB ) de janeiro a outubro, aumentando 0,15 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2011. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expan-



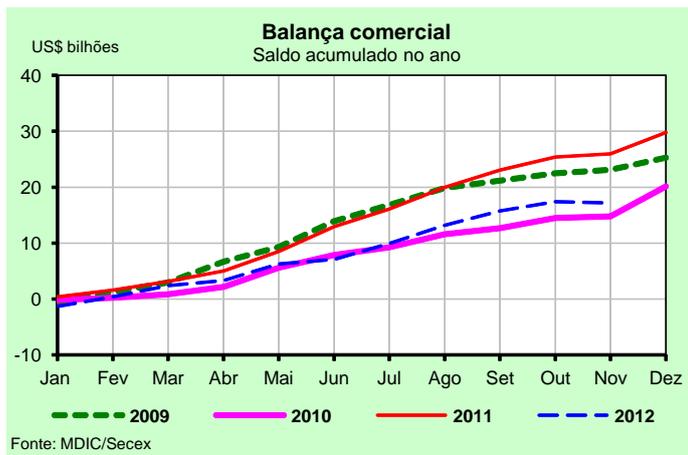
são na dívida mobiliária e reduções na dívida bancária, na dívida externa líquida e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.541,2 bilhões (35,2% do PIB) em outubro, reduzindo-se 1,2 p.p. do PIB em relação a dezembro do ano anterior. A dívida dos governos regionais aumentou 0,3 p.p. do PIB e as relacionadas ao Governo Central e às empresas estatais registraram reduções respectivas de 1,4 p.p. do PIB e 0,03 p.p. do



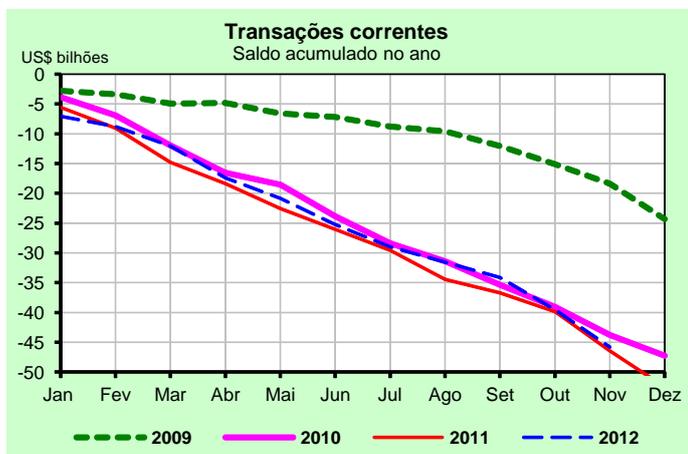
PIB. A redução na relação DLSP/PIB evidenciou as contribuições do superávit primário, 2 p.p. do PIB; do crescimento do PIB corrente, 1,9 p.p.; da depreciação cambial de 8,3% registrada no período, 1,2 p.p.; e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõe a dívida externa líquida, 0,1 p.p. Em oposição, a apropriação de juros nominais exerceu impacto de 4,1 p.p. do PIB para a elevação da relação. A parcela da DLSP vinculada a índices de preços atingiu 42,1% em outubro, elevando-se 7,3 p.p. no ano, e a parcela credora vinculada ao câmbio – evidenciando o aumento das reservas internacionais e a depreciação cambial – cresceu 5,7 p.p., para 44,6%. Adicionalmente, as parcelas vinculada à taxa Selic, pré-fixada e sem remuneração registraram variações respectivas de -1,1 p.p., 1,4 p.p. e de 2,3 p.p., representando, na ordem, 67,9%, 47,2% e 11,1% da DLSP.

9. O superávit da balança comercial somou US\$17,2 bilhões nos onze primeiros meses do ano, recuando 33,8% em relação ao mesmo período de 2011. As exportações decresceram 4,7% e as importações, 1,1%, totalizando US\$222,8 bilhões e US\$205,6 bilhões, respectivamente. A redução nas exportações decorreu, de acordo com a Fundação Centro de



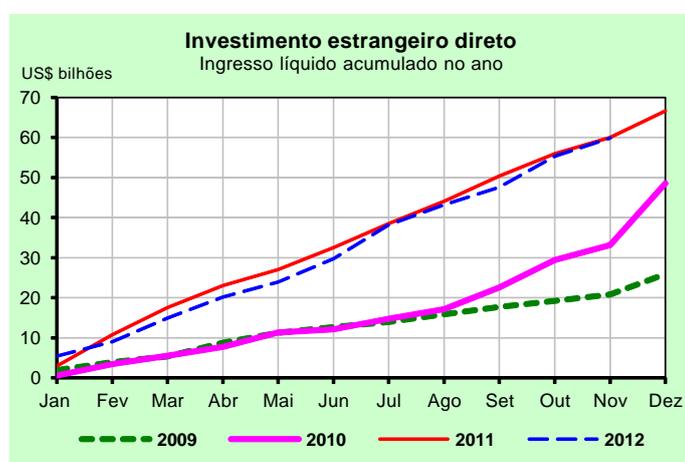
Estudos do Comércio Exterior (Funcex), de variações -4,3% nos preços e de 0,1% no *quantum*, enquanto o decréscimo nas importações resultou de elevação de 0,6% nos preços e recuo de 1,4% no *quantum*. A média diária das exportações decresceu 5,6% nos onze primeiros meses de 2012, em relação a igual período do ano anterior, resultado de retrações nas vendas externas de produtos semimanufaturados, 9,7%; básicos, 7,8%; e manufaturados, 1,4%. A média diária das importações recuou 2% na mesma base de comparação, com ênfase nas retrações de 20,1% nas aquisições de automóveis de passageiros, inibidas pela cobrança de IPI adicional desde o final de 2011, e de 2,7% nas relativas a combustíveis e lubrificantes. As importações médias diárias de matérias-primas decresceram 3,1% no período, enquanto as relacionadas a bens de consumo não duráveis, bens de consumo duráveis – exceto automóveis, e a bens de capital registraram aumentos respectivos de 7,2%, 3,4% e de 1,1%.

10. O déficit em transações correntes atingiu US\$45,8 bilhões nos onze primeiros meses do ano, ante US\$46,5 bilhões no mesmo período de 2011. As despesas líquidas com serviços totalizaram US\$36,7 bilhões, ressaltando-se a expansão de 13,3%, para US\$16,9 bilhões, no déficit da conta aluguel de equipamentos. As despesas líquidas relativas a viagens internacionais cresceram 4,4%, para US\$14,2 bilhões, resultado de elevações res-



pectivas de 2,7% e 3,9% nos gastos de turistas estrangeiros no Brasil e de brasileiros no exterior. As despesas líquidas com juros atingiram US\$9,6 bilhões, destacando-se que a redução nas taxas de juros nos mercados internacionais contribuiu para que os pagamentos ao exterior decrescessem 4,7% no período. As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$19,7 bilhões, recuando 41% em relação a igual período de 2011, com ênfase no impacto da moderação no ritmo da atividade interna e da apreciação da taxa de câmbio nominal. Considerados intervalos de doze meses, o déficit das transações correntes somou US\$51,8 bilhões (2,3% do PIB) em novembro.

**11.** Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED) atingiram US\$59,9 bilhões nos onze primeiros meses de 2012, dos quais US\$47,5 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$12,3 bilhões referentes a empréstimos intercompanhias. Os investimentos de brasileiros em carteira, no exterior registraram



aplicações líquidas de US\$7,1 bilhões no período, dos quais de US\$4,9 bilhões sob a forma de títulos estrangeiros. A demanda de residentes por ações de empresas estrangeiras resultou em aplicações líquidas de US\$2,2 bilhões.

**12.** As reservas internacionais totalizaram US\$378,6 bilhões em novembro, elevando-se US\$26,5 bilhões em relação a dezembro de 2011. Nesse período, as compras líquidas de câmbio pelo Banco Central somaram US\$11,2 bilhões no mercado à vista e US\$7 bilhões no mercado a termo, e as receitas de remuneração das reservas



atingiram US\$4 bilhões. O Tesouro Nacional liquidou compras de US\$6,5 bilhões no mercado de câmbio, para servir sua dívida externa denominada em bônus.

## B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2012

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o terceiro trimestre de 2012.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$205,6 bilhões em setembro, com crescimentos de 4,3% no mês e de 11,6% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$160,8 bilhões, elevando-se 4,3% no mês e 13,4% em doze meses, e as reservas bancárias totalizaram R\$44,7 bilhões, registrando expansões respectivas de 4,5% e 5,5%, nas mesmas bases de comparação.

15. O saldo da base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, somou R\$2,9 trilhões em setembro. A expansão anual de 8,4% decorreu de aumentos de 7,3% na base restrita e de 13,2% no saldo dos títulos públicos federais, e de redução de 18,5% nos depósitos compulsórios em espécie.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2012<sup>1/</sup>**

| Discriminação               | Previsto          |   | Ocorrido    |                                 |
|-----------------------------|-------------------|---|-------------|---------------------------------|
|                             | R\$ bilhões       | Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões | Variação percentual em 12 meses |
| M1 <sup>3/</sup>            | 246,7 - 289,6     | 5,8   | 274,5       | 8,3                             |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 169,2 - 228,9     | 8,0   | 205,6       | 11,6                            |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 2 654,5 - 3 116,1 | 9,4   | 2 859,0     | 8,4                             |
| M4 <sup>4/</sup>            | 3 302,7 - 4 468,4 | 14,9  | 3 975,3     | 17,6                            |

<sup>1/</sup> Refere-se ao último mês do período.

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

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

<sup>4/</sup> Saldos em fim de período.

**16.** Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$274,5 bilhões em setembro, elevando-se 3,2% no mês e 8,3% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$130,2 bilhões, crescendo 4,1% no mês e 14,3% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$144,3 bilhões, com variações respectivas de 2,4% e 3,5% nos períodos considerados.

**17.** O agregado monetário M4 totalizou R\$4 trilhões em setembro, elevando-se 0,8% no mês e 17,6% em 12 meses.

**18.** As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$9,7 bilhões no terceiro trimestre de 2012, resultante de resgates líquidos de R\$134,2 bilhões no mercado primário e de venda líquida de títulos de R\$143,9 bilhões no mercado secundário.

**19.** O Copom avaliou, na reunião de julho, que a recuperação da atividade econômica doméstica tem se materializado de forma bastante gradual e que, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do setor externo tem sido desinflacionaria. Nesse ambiente, o Copom considerou que permaneciam limitados os riscos para a trajetória da inflação e, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 8,00% a.a., sem viés. Na reunião de agosto, o Copom considerou que, desde a última reunião, o cenário prospectivo para a inflação, embora para o curto prazo houvesse sido negativamente impactado por choques de oferta associados a eventos climáticos, domésticos e externos, mantinha sinais favoráveis em prazos mais longos. Dessa forma, o Copom ressaltou que, no cenário central com que trabalha, a inflação tende a se deslocar na direção da trajetória de metas e, diante disso, decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 7,50% a.a., sem viés. Diante do exposto, considerando os efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, que em parte se refletem na recuperação em curso da atividade econômica, o Copom entende que, se o cenário prospectivo vier a comportar um ajuste adicional nas condições monetárias, esse movimento deverá ser conduzido com máxima parcimônia.

### C. Política Monetária no bimestre outubro-novembro de 2012

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$206,5 bilhões em novembro, aumentando 0,2% no mês e 10,3% em 12 meses. As reservas bancárias atingiram R\$44,7 bilhões, elevando-se 1,4% no mês e 5,4% em 12 meses, enquanto o saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$161,8 bilhões, apresentando variações respectivas de -0,1% e 11,7%, nos períodos mencionados.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,9 trilhões em novembro, aumentando 0,3% no mês e 9% em 12 meses. O resultado anual decorreu de elevações de 14,4% na base restrita e de 14,9% no saldo de títulos públicos federais, e de recuo de 26,4% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$278,1 bilhões em novembro, crescendo 0,8% no mês e 9% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$130,9 bilhões, com retração de 0,2% no mês e elevação de 12,9% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$147,2 bilhões, registrando acréscimos respectivos de 1,8% e 5,7%, nas mesmas bases de comparação.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$4,1 trilhões em novembro, elevando-se 0,7% no mês e 17,8% em 12 meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2012 e ocorridos em outubro/novembro<sup>1/</sup>**

| Discriminação               | Previsto        |   | Ocorrido    |                                 |
|-----------------------------|-----------------|---|-------------|---------------------------------|
|                             | R\$ bilhões     | Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões | Variação percentual em 12 meses |
| M1 <sup>3/</sup>            | 280,8 - 329,7   | 8,8   | 278,1       | 9,0                             |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 194,3 - 262,9   | 11,0  | 206,5       | 10,3                            |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 2632,9 - 3090,8 | 6,7   | 2 900,7     | 9,0                             |
| M4 <sup>4/</sup>            | 3420,8 - 4628,2 | 13,4  | 4 075,7     | 17,8                            |

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, resultaram em contração monetária de R\$5,6 bilhões no bimestre outubro-novembro, explicada, exclusivamente, pela atuação do Tesouro Nacional no mercado secundário.

25. O Copom destacou, na reunião de outubro, que o cenário prospectivo para a inflação, embora para o curto prazo tenha sido negativamente impactado por choques de oferta associados a eventos climáticos, domésticos e externos, manteve sinais favoráveis em prazos mais longos. Dessa forma, o Copom ressaltou que, no cenário central com que trabalha, a inflação tende a se deslocar na direção da trajetória de metas, e decidiu reduzir a taxa Selic para 7,25% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela manutenção da taxa Selic em 7,50% a.a. Na reunião de novembro, considerando o balanço de riscos para a inflação, a recuperação da atividade doméstica e a complexidade que envolve o ambiente internacional, o Comitê entendeu que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado constituía a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta, ainda que de forma não linear. Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade manter a taxa Selic em 7,25% a.a., sem viés.

| Reunião do Copom | Aplicação do viés de baixa | Meta para a taxa Selic (% a.a.) <sup>1/</sup> |
|------------------|----------------------------|---|
| 27.01.2010       | -                          | 8,75  |
| 17.03.2010       | -                          | 8,75  |
| 28.04.2010       | -                          | 9,50  |
| 9.06.2010        | -                          | 10,25   |
| 21.07.2010       | -                          | 10,75   |
| 1.09.2010        | -                          | 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  |

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

#### **D. Perspectivas para o primeiro trimestre e para o ano de 2013**

**26.** Os riscos para a estabilidade financeira global permanecem elevados, em particular os derivados do processo de desalavancagem em curso nos principais blocos econômicos, em que pese o recuo na probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais. A economia global tem enfrentado período de incerteza acima da usual, com perspectivas de baixo crescimento por período prolongado, a despeito da recente acomodação nos indicadores de volatilidade e de aversão ao risco. Altas taxas de desemprego por longo período, aliadas à implementação de ajustes fiscais, ao limitado espaço para ações anticíclicas e à incertezas políticas, traduzem-se em projeções de baixo crescimento em economias maduras, principalmente na Europa.

**27.** Em relação à política monetária, as economias maduras persistem com posturas fortemente acomodatórias. Nas economias emergentes, de modo geral, o viés da política monetária se apresenta expansionista, o que se conjuga, em alguns casos, com outras ações anticíclicas. Nesse cenário, destacaram-se a valorização dos principais mercados acionários, o aumento nas cotações das *commodities* metálicas, e a manutenção da trajetória de recuperação do segmento imobiliário dos EUA.

**28.** No Brasil, o PIB cresceu 0,6% no terceiro trimestre de 2012, em relação ao trimestre anterior, considerados dados dessazonalizados. Esse resultado, ratificando o processo de recuperação econômica, decorreu de expansão da atividade no segmento agrícola e na indústria, e estabilidade no setor de serviços. A análise da demanda evidencia a continuidade do dinamismo do consumo das famílias e a retração da Formação Bruta do Capital Fixo (FBCF), em ambiente de incertezas no cenário internacional e de perspectivas de crescimento reduzido nas principais economias maduras.

**29.** Ressalte-se que, internamente, o impacto defasado de medidas de estímulo da economia, a recuperação da confiança dos empresários e o ajuste de estoques industriais sugere a intensificação, em 2013, do ritmo de atividade.

**30.** A evolução recente das operações de crédito, em contexto de redução dos juros ao tomador, segue em ritmo de expansão moderado. Esse cenário evidencia, em parte, o

menor dinamismo das modalidades destinadas ao financiamento de atividades produtivas e ao consumo das famílias.

**31.** No segmento de crédito às famílias, ressalte-se o impacto da estabilidade – em patamares compatíveis com o ciclo – dos índices de inadimplência sobre as novas concessões. Em relação ao segmento de pessoas jurídicas, a expansão das operações com recursos livres e dos desembolsos do BNDES tem sido complementada pelo aumento das emissões no mercado de capitais, particularmente de debêntures, utilizadas de forma crescente pelas empresas como alternativa ao crédito bancário.

**32.** O crescimento moderado da atividade econômica ao longo do ano, aliado às medidas de desoneração adotadas em meses recentes, vem contribuindo para que as receitas públicas cresçam em ritmo inferior ao das despesas. O endividamento líquido, favorecido pela menor incorporação de juros nominais, segue em trajetória declinante, evolução que deverá ter continuidade nos próximos meses diante do cenário esperado para as principais variáveis que afetam a dinâmica da relação DLSP/PIB.

**33.** A redução registrada no déficit em transações correntes nos onze primeiros meses de 2012, em relação a igual intervalo do ano anterior, refletiu, sobretudo, retrações nas despesas líquidas de lucros e dividendos e no superávit comercial. O déficit em transações correntes atingiu 2,2% do PIB no período de doze meses encerrado em novembro, financiado integralmente pelo afluxo de capitais para investimento direto.

**34.** O menor dinamismo das exportações mostrou-se consistente com o ritmo moderado da atividade da economia mundial e com os recuos nos preços de *commodities* relevantes para a pauta do país, a exemplo do minério de ferro. As importações, apesar do crescimento moderado da atividade doméstica nos três primeiros trimestres do ano, registraram contração de menor intensidade, contribuindo para que o superávit da balança comercial recuasse 32,6% nos onze primeiros meses de 2012, em relação a igual intervalo do ano anterior.

**35.** A redução no saldo comercial neste ano deverá ser compensada pelo recuo nas remessas líquidas de rendas. Ao mesmo tempo, a desaceleração no ritmo de crescimento das despesas líquidas da conta de serviços e a manutenção de superávit nos fluxos líqui-

dos de transferências unilaterais correntes contribuem para a estabilidade do resultado em transações correntes.

**36.** Os fluxos de ingressos líquidos de investimento estrangeiro direto (IED) excederam o déficit em transações correntes em US\$14,4 bilhões (0,6% do PIB), nos onze primeiros meses do ano. Adicionalmente, em contraste à ausência de ingressos de capitais estrangeiros de curto prazo, os fluxos líquidos de capitais estrangeiros de longo prazo sob a forma de ações, títulos de renda fixa e empréstimos permanecem positivos, ampliando a solidez da estrutura de financiamento do balanço de pagamentos.

**37.** Nesse cenário, a evolução dos preços ao consumidor nos últimos meses refletiu a aceleração dos preços livres, influenciada pelos aumentos nos grupos alimentação, vestuário e transportes. Prospectivamente, a despeito de pressões sazonais no primeiro trimestre de 2013, a exemplo das associadas a aumentos das matrículas e mensalidades escolares, a inflação acumulada em doze meses tende a retomar trajetória declinante.

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

**38.** A programação dos agregados monetários para o primeiro 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 primeiro trimestre e para ano de 2013<sup>1/</sup>**

| Discriminação               | R\$ bilhões        |                                  |                 |                                  |
|-----------------------------|--------------------|----------------------------------|-----------------|----------------------------------|
|                             | Primeiro Trimestre |                                  | Ano             |                                  |
|                             | R\$ bilhões        | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões     | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> |
| M1 <sup>3/</sup>            | 265,0 - 311,1      | 12,0                             | 308,2 - 361,8   | 8,5                              |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 180,8 - 244,6      | 11,7                             | 213,6 - 289,0   | 8,3                              |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 2719,7 - 3192,7    | 7,5                              | 2908,8 - 3414,7 | 8,3                              |
| M4 <sup>4/</sup>            | 3551,8 - 4805,3    | 12,4                             | 3762,8 - 5090,8 | 8,0                              |

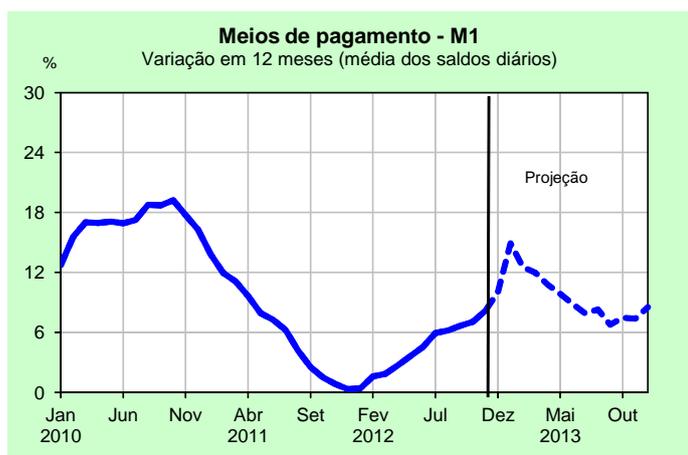
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

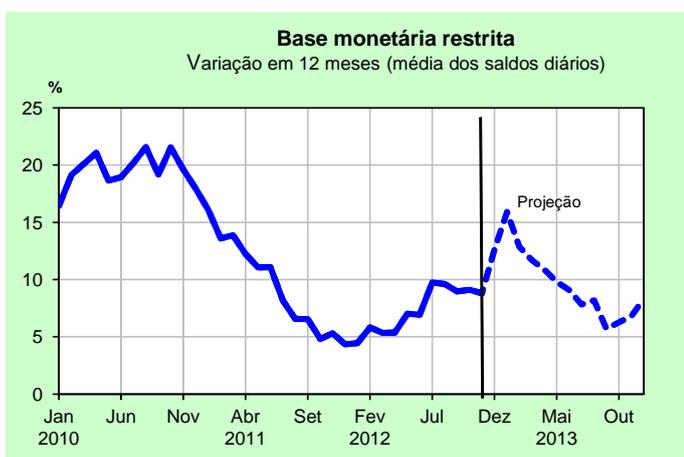
4/ Saldos em fim de período.

**39.** 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. Em decorrência, a variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 8,5% para dezembro de 2013.

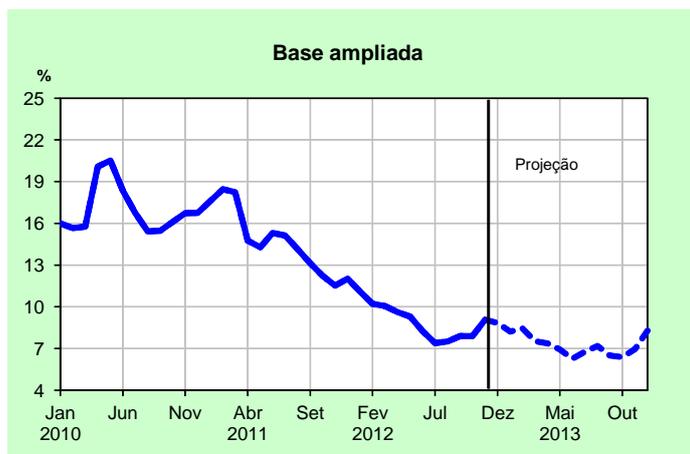


**40.** Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial, a trajetória esperada para a taxa Selic e considerando o crescimento esperado para o produto.

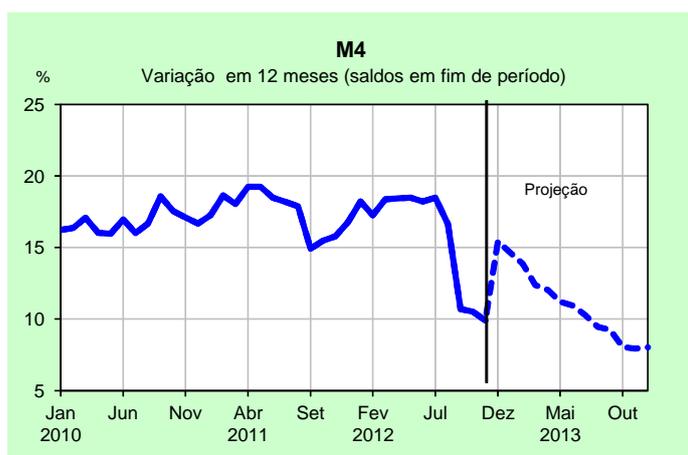
**41.** Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 8,3% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2013.



**42.** 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 e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 8,3% em dezembro de 2013.

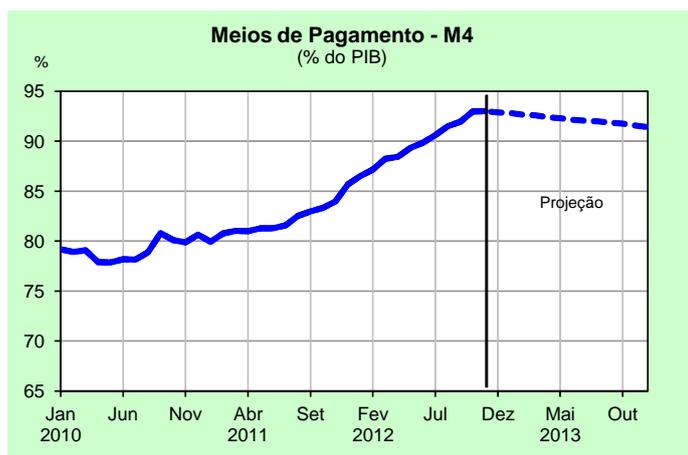


**43.** Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa.



Em decorrência, o crescimento em 12 meses esperado para o M4 corresponde a 8% em dezembro de 2013.

**44.** A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do quarto trimestre de 2012, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis em 12 meses.



45. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre outubro/novembro de 2012, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre de 2013.

**Quadro 4. Evolução dos agregados monetários<sup>1/</sup>**

| Discriminação               | 2012               |                    | 2013 <sup>2/</sup>               |                    |                           |                    |
|-----------------------------|--------------------|--------------------|----------------------------------|--------------------|---------------------------|--------------------|
|                             | Outubro - Novembro |                    | Primeiro Trimestre <sup>3/</sup> |                    | Ano <sup>3/</sup>         |                    |
|                             | R\$ bilhões        | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões                      | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões <sup>3/</sup> | Var. % em 12 meses |
| M1 <sup>4/</sup>            | 278,1              | 9,0                | 288,1                            | 12,0               | 335,0                     | 8,5                |
| Base restrita <sup>4/</sup> | 206,5              | 10,3               | 212,7                            | 11,7               | 251,3                     | 8,3                |
| Base ampliada <sup>5/</sup> | 2 900,7            | 9,0                | 2 956,2                          | 7,5                | 3 161,7                   | 8,3                |
| M4 <sup>5/</sup>            | 4 075,7            | 17,8               | 4 178,6                          | 12,4               | 4 426,8                   | 8,0                |

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.

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

**Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>**

| Discriminação                           | 2012                             |                    | 2013 <sup>2/</sup> |                    |                   |                    |
|---|----------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
|   | Outubro - Novembro <sup>1/</sup> |                    | Primeiro Trimestre |                    | Ano <sup>2/</sup> |                    |
|   | Multiplicador                    | Var. % em 12 meses | Multiplicador      | Var. % em 12 meses | Multiplicador     | Var. % em 12 meses |
| M1 / Base restrita <sup>3/</sup>        | 1,347                            | -1,2               | 1,355              | 0,3                | 1,341             | -0,2               |
| Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup> | 0,304                            | -0,3               | 0,293              | -5,1               | 0,316             | -0,4               |
| Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>          | 0,471                            | 3,6                | 0,472              | 1,5                | 0,460             | 0,3                |
| M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>        | 1,405                            | 8,0                | 1,413              | 4,5                | 1,291             | -0,4               |

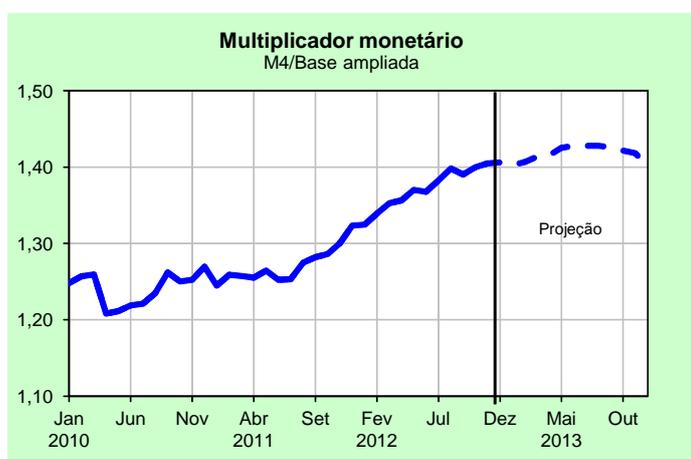
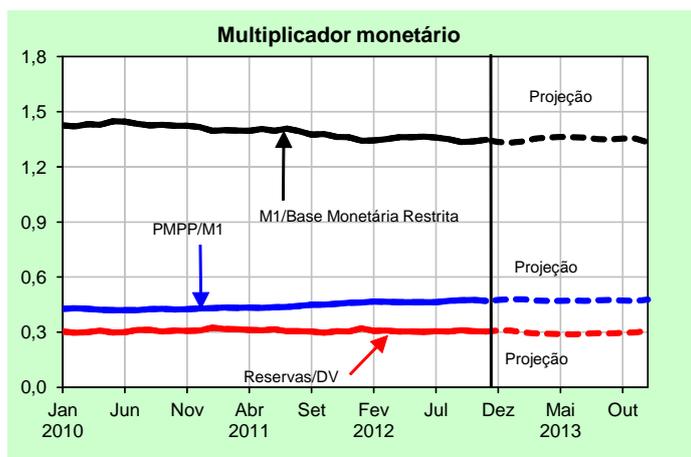
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2012<sup>1/</sup>**

| Discriminação               | Previsto          |   | Ocorrido    |                                 |
|-----------------------------|-------------------|---|-------------|---------------------------------|
|                             | R\$ bilhões       | Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões | Variação percentual em 12 meses |
| M1 <sup>3/</sup>            | 246,7 - 289,6     | 5,8   | 274,5       | 8,3                             |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 169,2 - 228,9     | 8,0   | 205,6       | 11,6                            |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 2 654,5 - 3 116,1 | 9,4   | 2 859,0     | 8,4                             |
| M4 <sup>4/</sup>            | 3 302,7 - 4 468,4 | 14,9  | 3 975,3     | 17,6                            |

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 quarto trimestre de 2012 e ocorridos em outubro/novembro<sup>1/</sup>**

| Discriminação               | Previsto        |   | Ocorrido    |                                 |
|-----------------------------|-----------------|---|-------------|---------------------------------|
|                             | R\$ bilhões     | Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões | Variação percentual em 12 meses |
| M1 <sup>3/</sup>            | 280,8 - 329,7   | 8,8   | 278,1       | 9,0                             |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 194,3 - 262,9   | 11,0  | 206,5       | 10,3                            |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 2632,9 - 3090,8 | 6,7   | 2 900,7     | 9,0                             |
| M4 <sup>4/</sup>            | 3420,8 - 4628,2 | 13,4  | 4 075,7     | 17,8                            |

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 primeiro trimestre e para ano de 2013<sup>1/</sup>**

R\$ bilhões

| Discriminação               | Primeiro Trimestre |                                  | Ano             |                                  |
|-----------------------------|--------------------|----------------------------------|-----------------|----------------------------------|
|                             | R\$ bilhões        | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões     | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> |
| M1 <sup>3/</sup>            | 265,0 - 311,1      | 12,0                             | 308,2 - 361,8   | 8,5                              |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 180,8 - 244,6      | 11,7                             | 213,6 - 289,0   | 8,3                              |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 2719,7 - 3192,7    | 7,5                              | 2908,8 - 3414,7 | 8,3                              |
| M4 <sup>4/</sup>            | 3551,8 - 4805,3    | 12,4                             | 3762,8 - 5090,8 | 8,0                              |

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<sup>1/</sup>

| Discriminação               | 2012               |                    | 2013 <sup>2/</sup>               |                    |                           |                    |
|-----------------------------|--------------------|--------------------|----------------------------------|--------------------|---------------------------|--------------------|
|                             | Outubro - Novembro |                    | Primeiro Trimestre <sup>3/</sup> |                    | Ano <sup>3/</sup>         |                    |
|                             | R\$ bilhões        | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões                      | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões <sup>3/</sup> | Var. % em 12 meses |
| M1 <sup>4/</sup>            | 278,1              | 9,0                | 288,1                            | 12,0               | 335,0                     | 8,5                |
| Base restrita <sup>4/</sup> | 206,5              | 10,3               | 212,7                            | 11,7               | 251,3                     | 8,3                |
| Base ampliada <sup>5/</sup> | 2 900,7            | 9,0                | 2 956,2                          | 7,5                | 3 161,7                   | 8,3                |
| M4 <sup>5/</sup>            | 4 075,7            | 17,8               | 4 178,6                          | 12,4               | 4 426,8                   | 8,0                |

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.

#### Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>

| Discriminação                           | 2012                             |                    | 2013 <sup>2/</sup> |                    |                   |                    |
|---|----------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
|   | Outubro - Novembro <sup>1/</sup> |                    | Primeiro Trimestre |                    | Ano <sup>2/</sup> |                    |
|   | Multiplicador                    | Var. % em 12 meses | Multiplicador      | Var. % em 12 meses | Multiplicador     | Var. % em 12 meses |
| M1 / Base restrita <sup>3/</sup>        | 1,347                            | -1,2               | 1,355              | 0,3                | 1,341             | -0,2               |
| Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup> | 0,304                            | -0,3               | 0,293              | -5,1               | 0,316             | -0,4               |
| Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>          | 0,471                            | 3,6                | 0,472              | 1,5                | 0,460             | 0,3                |
| M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>        | 1,405                            | 8,0                | 1,413              | 4,5                | 1,291             | -0,4               |

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.

## 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.