

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2014

Dezembro – 2013

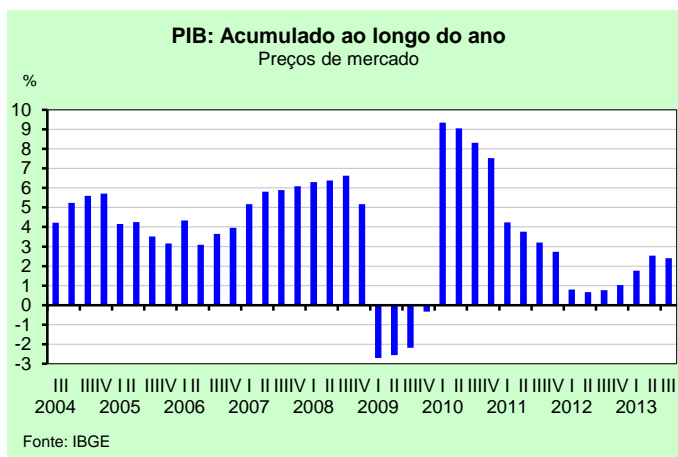


BANCO CENTRAL DO BRASIL

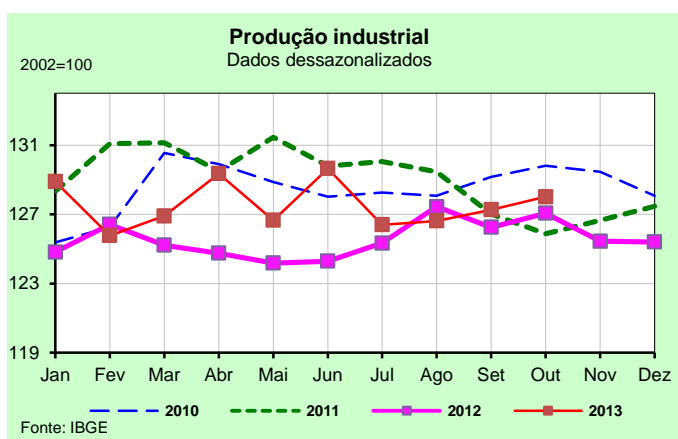
Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2014

A. A economia brasileira no quarto trimestre de 2013

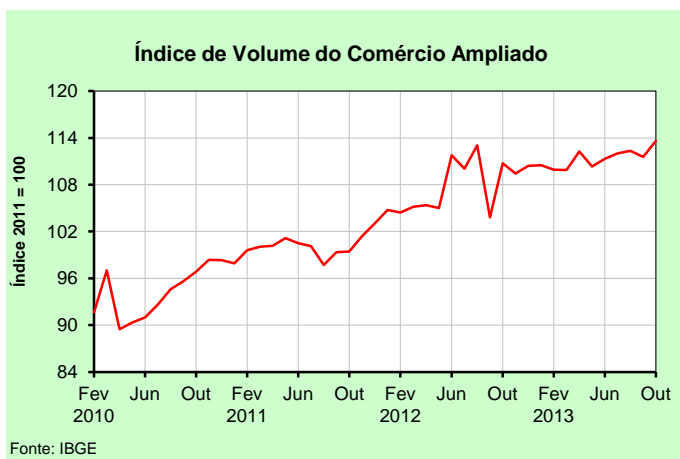
1. O PIB cresceu 2,2% no terceiro trimestre de 2013, em relação a igual período de 2012, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, acumulando expansão de 2,4% no ano. Sob a ótica da oferta, ocorreram retração de 1,0% da agropecuária e aumentos de 2,2% no setor de serviços e de 1,9% na atividade industrial, reflexo de variações na indústria extrativa mineral, 0,7%; na indústria de transformação, 1,9%; na construção, 2,4%; e na produção e distribuição de eletricidade, gás e água, 3,7%. A análise da demanda revela que a contribuição do componente doméstico para o crescimento interanual do PIB atingiu 3,7 p.p. no período e a do setor externo, -1,5 p.p., com as exportações aumentando 3,1% e as importações, 13,7%. O PIB recuou 0,5% na margem, de acordo com dados dessazonalizados. O resultado refletiu, sob a ótica da produção, variações trimestrais de -3,5% na agropecuária, 0,1% na indústria e de 0,1% no setor de serviços, enquanto no âmbito da demanda ocorreram variações de 1,0% no consumo das famílias, 1,2% no consumo do governo, -2,2% na formação bruta de capital fixo (FBCF), -1,4% nas exportações e -0,1 nas importações.



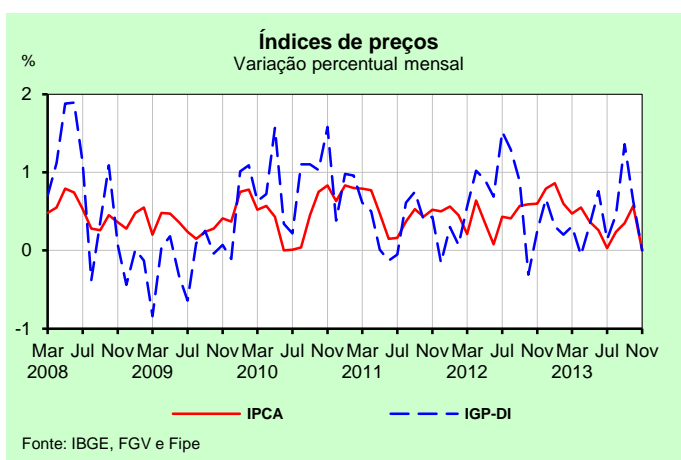
2. A produção física da indústria recuou, na margem, 0,4% no trimestre finalizado em outubro (aumento de 0,2% no trimestre encerrado em julho), de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa cresceu 2,0% e a de transformação retraiu 0,6%, com reduções nas indústrias farmacêutica, 10,5%; de máquinas para escritório e equipamentos de informática, 7,4%; e de edição, impressão e reprodução, 6,3%; e crescimentos nas atividades diversos, 5,4%; fumo, 4,7%; e produtos de metal, 3,3%. Entre as categorias de uso, houve aumentos trimestrais nas indústrias de bens de capital (3,4%) e de bens intermediários (0,1%), e recuos nos segmentos bens de consumo não duráveis (1,4%) e duráveis (2,2%).



3. As vendas do comércio ampliado aumentaram 0,8% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando se elevaram 0,4% no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE. Houve aumentos nas vendas em nove dos dez segmentos pesquisados, destacando-se equipamentos e materiais para escritório e comunicação, 7,4%; móveis e eletrodomésticos, 4,2% e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 3,1%. As vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças recuaram 4,8% no trimestre. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 2,7% e 1,6% nas bases de comparação mencionadas, destacando-se os aumentos trimestrais no Nordeste, 4,2%; Sul, 3,0%; e Sudeste, 3,6%.



4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 1,47% no trimestre encerrado em novembro (0,53% no terminado em agosto), resultado de acelerações dos preços livres (de 0,63% para 1,68%) e dos monitorados (de 0,20% para 0,78%). A evolução dos preços livres refletiu maior variação dos preços dos itens não comercializáveis (1,32% ante 0,65%), influenciada pelo término da deflação em diversos produtos *in natura*; e dos comercializáveis (2,08% ante 0,61%), em parte, devido à sazonalidade desfavorável aos preços de carnes e vestuário. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, aumentou 2,28% no período (1,37% no trimestre finalizado em agosto). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 1,64% para 2,75%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 0,38% para 1,53%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,95% para 1,05%.



5. A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas

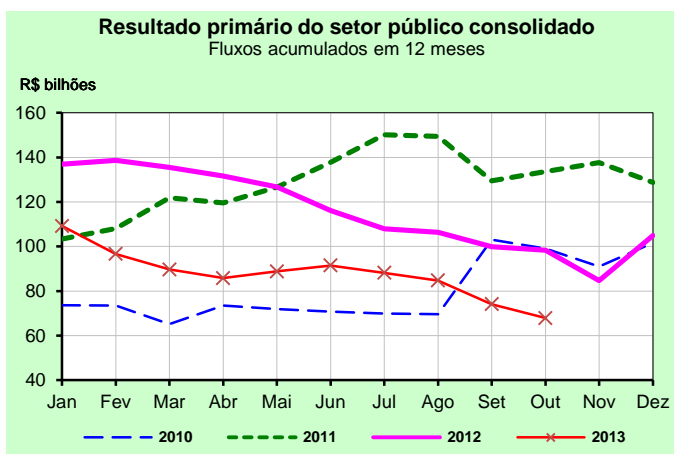
abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 5,3% no trimestre encerrado em outubro. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego situou-se em 5,3% no período, ante 5,6% no trimestre finalizado em julho, resultado de recuo de 0,2% na população economicamente ativa e de estabilidade na população ocupada. Segundo o Cadastro



Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), a economia do país gerou, liquidamente, 433,6 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em outubro (318,3 mil em igual período de 2012), dos quais 167,0 mil no setor de serviços, 156,1 mil no comércio e 108,1 mil na indústria de transformação.

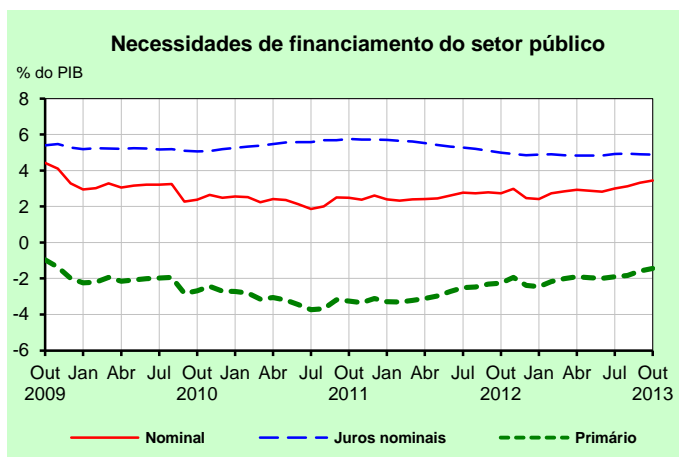
6. O *superavit* primário do setor público consolidado totalizou R\$51,2

bilhões nos dez primeiros meses do ano (recuo de 42% em relação a igual período de 2012), reflexo de reduções em todas as esferas do setor público, com destaque para o Governo Central (50,1%). A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$709,9 bilhões, elevando-se 6,9% no período, com destaque para os crescimentos nas arrecadações do IRPJ, 10,1%; da

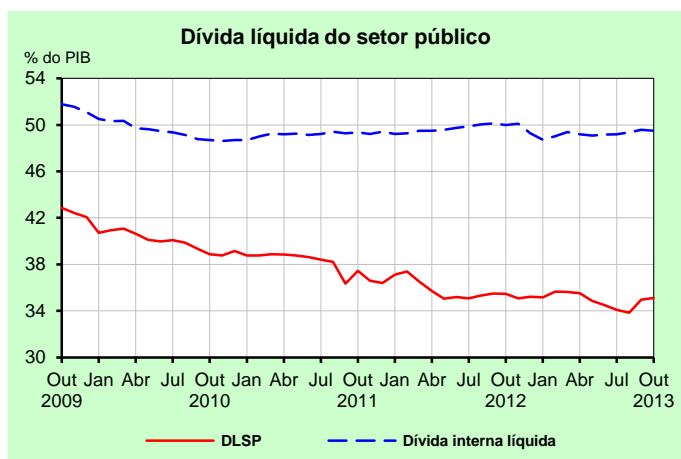


CSLL, 9,3%; da Cofins, 9,3%; e do PIS/Pasep, 8,8%. A arrecadação do imposto de importação aumentou 19,1%, explicada pela evolução do *quantum* importado, da taxa média de câmbio e da alíquota média efetiva. As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$455,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2013, elevando-se 11,6% em relação ao mesmo período do ano anterior. Os gastos com pessoal e encargos aumentaram 8,8% e os gastos com custeio e capital, 18,4%, com destaque para os aumentos nas despesas discricionárias, 22,6%; nos gastos com benefícios assistenciais (Loas/RMV), 15,5%; e na despesa com a Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), R\$6,4 bilhões, inexistente até 2012. As despesas com os investimentos incluídos no PAC e os investimentos totais cresceram 10,6% e 5,5%, respectivamente, no período.

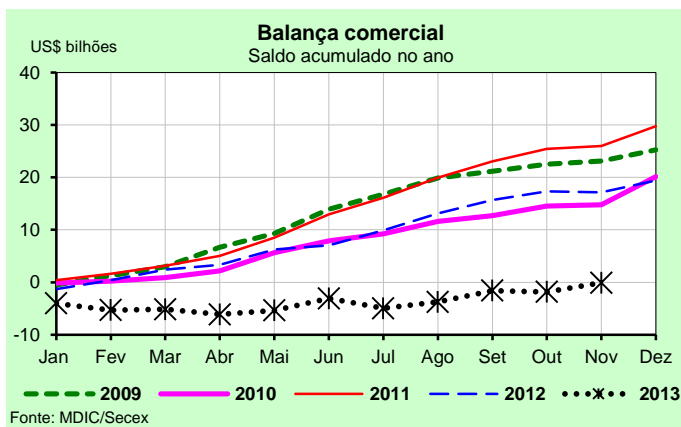
7. Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$194,9 bilhões nos dez primeiros meses de 2013, elevando-se 9,2% em relação a igual período de 2012, e o resultado nominal do setor público (*superavit* primário e juros nominais apropriados) foi deficitário em R\$143,8 bilhões. O financiamento ocorreu por meio de aumentos das dívidas mobiliária e bancária, neutralizados, em parte, por reduções no financiamento externo líquido e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.



8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.655,0 bilhões em outubro (35,1% do PIB). A redução de 0,1 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2012 refletiu os impactos da depreciação cambial de 7,8% no período (-1,1 p.p.); do *superavit* primário (-1,1 p.p.); do crescimento do PIB corrente (-2,3 p.p.); da apropriação de juros nominais (4,1 p.p.); e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida (0,3 p.p.). Em relação à composição da DLSP, destacaram-se, no ano, os crescimentos respectivos de 5,0 p.p. e 4,1 p.p. nas participações das parcelas vinculadas à taxa Selic (69,0%) e à TR (10,7%), e os recuos respectivos de 3,6 p.p. e 3,3 p.p. nas parcelas sem remuneração (10,6%) e pré-fixadas (46,8%).

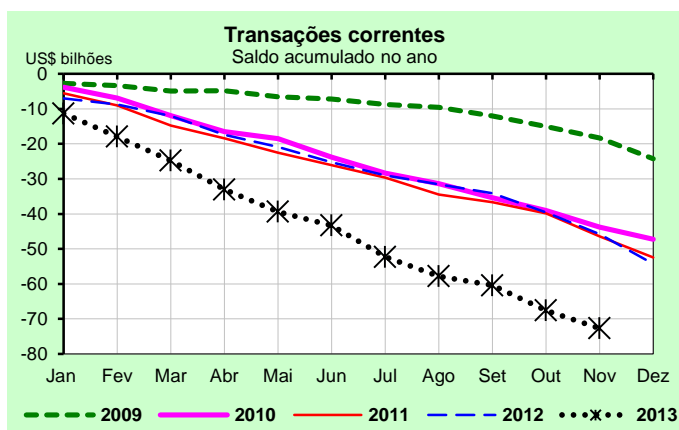


9. A balança comercial foi deficitária em US\$93 milhões nos onze primeiros meses de 2013 (*superavit* de US\$17,2 bilhões em igual período de 2012). As exportações totalizaram US\$221,3 bilhões, as importações, US\$221,4 bilhões, e a corrente de comércio, US\$442,7 bilhões, variando -0,7%, 7,7% e 3,3%, respectivamente, no período. As exportações médias diárias recuaram 1,1%, destacando-se a retração

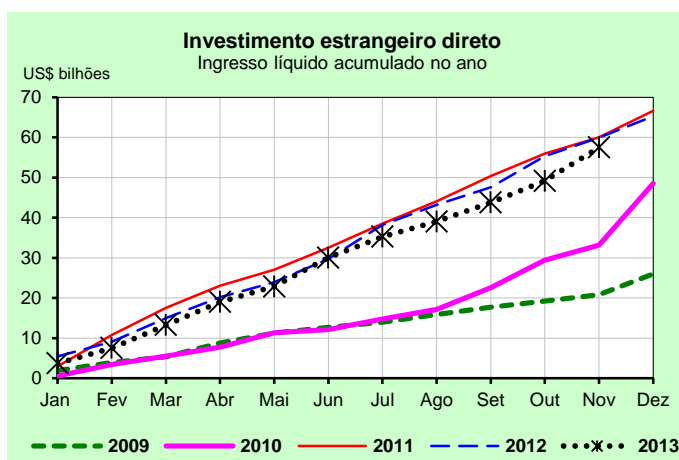


de 8,7% nas vendas de semimanufaturados, reflexo, em parte, da contração nos embarques de açúcar em bruto, semimanufaturados de ferro/aço e óleo de soja em bruto. A média diária das importações aumentou 7,2% nos onze primeiros meses de 2013, em relação a igual intervalo de 2012, com ênfase nos crescimentos nas aquisições de combustíveis e lubrificantes, 13,8%; bens de consumo não duráveis, 9,3%; matérias primas, 6,9%; e bens de capital, 5,6%.

10. O *deficit* em transações correntes atingiu US\$72,7 bilhões nos onze primeiros meses do ano (US\$45,8 bilhões em igual período de 2012). As despesas líquidas com serviços totalizaram US\$43,3 bilhões, ressaltando-se que o aumento de 18% em relação ao igual período de 2012 refletiu, em grande parte, a expansão de 20%, para US\$17 bilhões, nas despesas líquidas com viagens internacionais. As despesas líquidas das contas aluguel de equipamentos e transportes atingiram, na ordem, US\$17 bilhões e US\$9,2 bilhões (aumentos de 0,4% e 14,3%, respectivamente, no período). As despesas líquidas com juros somaram US\$11,5 bilhões nos onze primeiros meses de 2013 (US\$9,6 bilhões em igual período de 2012). As receitas de juros recuaram 15,1%, para US\$4,5 bilhões (US\$3,1 bilhões relativos à remuneração das reservas internacionais), e os pagamentos de juros ao exterior cresceram 6,8%, para US\$16 bilhões. As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$21,2 bilhões, elevando-se 7,3% no período, com aumentos de 4,3% nas receitas e de 6,8% nas despesas, que somaram US\$4,5 bilhões e US\$25,7 bilhões, respectivamente.



11. Os ingressos líquidos de IED atingiram US\$57,8 bilhões nos onze primeiros meses do ano (reco de 3,5% em relação a igual período de 2012), dos quais US\$38 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$19,8 bilhões a empréstimos intercompanhias. Destacaram-se, entre os ingressos brutos na modalidade participação no capital, as empresas dos setores comércio, transportes, serviços financeiros, produtos químicos e seguros, resseguros, previdência complementar e planos de saúde. As aplicações líquidas de investimentos de brasileiros em carteira, no exterior, atingiram US\$8,2 bilhões no período, dos quais de US\$6,7 bilhões sob a forma de títulos estran-



geiros. A demanda de residentes por ações de empresas estrangeiras resultou em aplicações líquidas de US\$1,5 bilhão.

12. As reservas internacionais totalizaram, em novembro, US\$362,4 bilhões no conceito caixa e US\$376,1 bilhões no conceito liquidez, recuando US\$10,7 bilhões e US\$2,5 bilhões, respectivamente, em relação a dezembro de 2012. No período, as vendas líquidas de operações de linhas com recompra somaram US\$8,2 bilhões; a receita de juros que remunera os ativos de reservas atingiram US\$3,1 bilhões;



e as variações por preços e por paridades reduziram os estoques em US\$3,5 bilhões e US\$3 bilhões, respectivamente. Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$377,5 bilhões ao final de 2013. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3,5 bilhões; despesas de juros de US\$3 bilhões; e amortizações de US\$2,9 bilhões.

B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2013

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 2013.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$215 bilhões em setembro, com crescimentos de 0,9% no mês e de 4,6% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$176,1 bilhões, elevando-se 3,3% no mês e 9,5% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$38,9 bilhões, variando -8,5% e 13,1%, respectivamente, 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, totalizou R\$3,1 trilhões em setembro. O crescimento de 8% em doze meses refletiu aumentos de 13,5% na base restrita, de 8,3% no saldo dos títulos públicos federais e de 2,5% nos depósitos compulsórios em espécie.

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

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	278,0	- 326,4	10,1	303,4	10,5
Base restrita ^{3/}	186,1	- 251,8	6,5	215,0	4,6
Base ampliada ^{4/}	2818,6	- 3308,8	7,2	3088,9	8,0
M4 ^{4/}	3697,8	- 5002,9	9,4	4366,3	9,8

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.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$303,4 bilhões em setembro, elevando-se 1,9% no mês e 10,5% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$145 bilhões, crescendo 3,4% no mês e 11,4% em doze meses, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$158,4 bilhões, com variações respectivas de 0,6% e 9,7%.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$4,4 trilhões em setembro, elevando-se 1,4% no mês e 9,8% em doze meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$47,4 bilhões no terceiro trimestre de 2013, resultante de resgates líquidos de R\$58,6 bilhões no mercado primário e de venda líquida de títulos de R\$11,2 bilhões no mercado secundário.

19. O Copom avaliou, nas reuniões de julho e de agosto, que a depreciação e a volatilidade da taxa de câmbio verificadas nos últimos trimestres ensejavam uma natural e esperada correção de preços relativos e constituíam fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos. O Copom ponderou, ainda, que o nível elevado de inflação e a dispersão de aumentos de preços contribuía para que a inflação mostrasse resistência, e que a persistência desse processo causaria danos à tomada de decisões sobre consumo e investimentos. Nesse contexto, dando prosseguimento ao ajuste da taxa básica de juros, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 8,50 a.a. sem viés, na reunião de julho, e para 9,00% a.a., sem viés, na reunião de agosto.

C. Política Monetária no bimestre outubro-novembro de 2013

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$221,5 bilhões em novembro, aumentando 2,1% no mês e 7,3% em doze

meses. As reservas bancárias variaram 4% e -6,2%, respectivamente, situando-se em R\$42 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$179,6 bilhões, elevando-se 1,6% no mês e 11% em doze meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$3,1 trilhões em novembro, com aumentos de 0,2% no mês e de 7,3% em doze meses. O resultado anual refletiu elevações de 3,1% na base restrita, de 6,9% no saldo de títulos públicos federais e de 13,9% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, atingiram R\$306,4 bilhões em novembro, aumentando 1,3% no mês e 10,2% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público somou R\$146,5 bilhões, aumentos respectivos de 1,1% e 11,9%, e os depósitos à vista atingiram R\$160 bilhões, acréscimos de 1,5% no mês e de 8,7% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$4,4 trilhões em novembro, aumentando 0,8% no mês e 8,7% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2013 e ocorridos em outubro/novembro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	320,0 - 375,7	11,1	306,4	10,2
Base restrita ^{3/}	213,9 - 289,4	9,0	221,5	7,3
Base ampliada ^{4/}	2909,2 - 3415,1	9,2	3112,1	7,3
M4 ^{4/}	3793,6 - 5132,5	8,8	4423,8	8,7

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 expansão monetária de R\$32,5 bilhões no bimestre outubro-novembro, com colocação líquida de R\$33 bilhões no mercado primário e compra líquida de títulos de R\$65,5 bilhões no mercado secundário.

25. O Copom ponderou, nas reuniões de outubro e de dezembro, que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses; os mecanismos formais e informais de indexação; e a percepção dos agentes econômicos sobre a dinâmica da inflação contribuíam para que o processo inflacionário ainda mostrasse resistência. Tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, na visão do Comitê, fazia-se necessário que, com a devida tempestividade, o mesmo fosse revertido. Nesse contexto, o Copom entendeu ser apropriada a continuidade do ritmo de ajuste das condições monetárias em curso e, dando prosseguimento ao ajuste da taxa básica de juros, decidiu, por

unanimidade, elevar a taxa Selic para 9,50% a.a e 10,00% a.a, sem viés, nas reuniões mencionadas.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
23.01.2008	-	11,25
5.03.2008	-	11,25
16.04.2008	-	11,75
4.06.2008	-	12,25
23.07.2008	-	13,00
10.09.2008	-	13,75
2.09.2009	-	8,75
21.10.2009	-	8,75
9.12.2009	-	8,75
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
16.01.2013	-	7,25
06.03.2013	-	7,25
17.04.2013	-	7,50
29.05.2013	-	8,00
10.07.2013	-	8,50
28.08.2013	-	9,00
09.10.2013	-	9,50
27.11.2013	-	10,00

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 2014

26. A economia global – em ambiente de recuo nas cotações das *commodities* e desaceleração da inflação nas principais economias maduras – manteve crescimento moderado no terceiro trimestre de 2013, com aumento do dinamismo da atividade nos EUA, Reino Unido e China, e redução no Japão e na Área do Euro. Nesse contexto, o Banco Central Europeu (BCE) reduziu as taxas básicas de juros para os meno-

res níveis históricos e os bancos centrais das maiores economias maduras reafirmaram, de forma coordenada, o compromisso de manutenção da postura acomodatória de política monetária.

27. A volatilidade das taxas de câmbio aumentou nos mercados internacionais no segundo semestre do ano, movimento associado, em especial, às expectativas em relação ao início do processo de normalização da política monetária nas principais economias maduras, em particular nos EUA. No Brasil, em parte devido à implementação pelo Banco Central do programa de oferta de proteção cambial, a taxa de câmbio, após oscilar de modo expressivo e atingir a cotação máxima do ano em meados de agosto, mostrou menor volatilidade no trimestre encerrado em novembro.

28. O *deficit* em transações correntes aumentou nos onze primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2012, destacando-se os impactos da reversão do resultado da balança comercial e da elevação de despesas líquidas com serviços, em especial nas contas de viagens e transportes.

29. As perspectivas apontam estabilização do resultado em transações correntes, com desaceleração do *deficit* em serviços e resultados mais favoráveis na balança comercial, ressaltando-se que seu financiamento segue ocorrendo confortavelmente, com os fluxos de investimento direto consistindo na modalidade de capital estrangeiro de maior relevância. A participação de investidores internacionais em programas de concessão de infraestrutura e de exploração de petróleo sugerem que, no médio prazo, os fluxos de investimento direto continuarão a ter participação significativa no financiamento da conta corrente.

30. A moderação na atividade doméstica no terceiro trimestre refletiu, entre outros fatores, o menor dinamismo da atividade fabril e a interrupção da trajetória de recuperação dos investimentos. Prospectivamente, a atividade tende a retomar trajetória de expansão, favorecida, entre outros, pelas perspectivas de maior dinamismo da economia global e, no âmbito interno, por uma absorção que tende a continuar a ser positivamente influenciada pela evolução benigna do mercado de trabalho e pelos efeitos dos programas de concessão de serviços públicos.

31. A moderação no crescimento do crédito no trimestre encerrado em outubro seguiu a tendência observada desde o início do ano, abrangendo tanto as operações com recursos livres quanto direcionadas. No segmento de pessoas físicas, predominaram as modalidades créditos imobiliários e créditos consignados, caracterizadas por taxas de juros e de inadimplência mais reduzidas. Nesse contexto, em que pese a elevação da taxa básica de juros, o mercado de crédito tende a continuar em expansão.

32. A evolução das contas públicas nos dez primeiros meses do ano refletiu a expansão moderada das receitas, impactada, em parte, pelos efeitos de desonerações concedidas em períodos recentes. Ressalte-se que, no cenário de retomada gradual

da atividade econômica e reversão de alguns estímulos tributários, delineia-se crescimento mais robusto da arrecadação nos próximos trimestres.

33. Nesse cenário, as taxas mensais de inflação aumentaram no trimestre finalizado em novembro, em relação ao encerrado em agosto, ressaltando-se que os índices gerais refletiram as maiores elevações nos preços industriais e agropecuários, e os índices ao consumidor foram impactados pela aceleração nos preços da alimentação e dos transportes. No mesmo sentido, elevaram-se as variações dos núcleos de inflação ao consumidor.

34. Vale destacar que a variação do IPCA, embora aumentasse na margem, apresentou trajetória benigna no intervalo de doze meses encerrado em novembro, evolução decorrente, entre outros fatores, da exaustão do impacto das taxas mensais elevadas na segunda metade de 2012 e das ações de política monetária recentemente implementadas.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2014.

35. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2014 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.

36. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se as trajetórias esperadas para o produto e para a taxa Selic, e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 4,7% para dezembro de 2014.

Quadro 3. Programação monetária para o primeiro trimestre e para ano de 2014^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre			Ano				
	R\$ bilhões			Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões			Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	288,0	-	338,1	8,0	335,1	-	393,4	4,7
Base restrita ^{3/}	191,6	-	259,2	9,6	225,3	-	304,8	5,3
Base ampliada ^{4/}	2971,2	-	3487,9	9,8	3081,3	-	3617,2	5,9
M4 ^{4/}	3866,9	-	5231,7	9,0	4123,7	-	5579,1	8,7

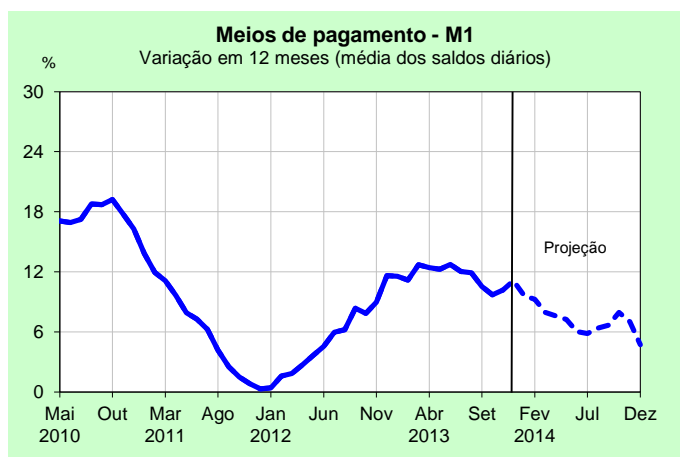
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

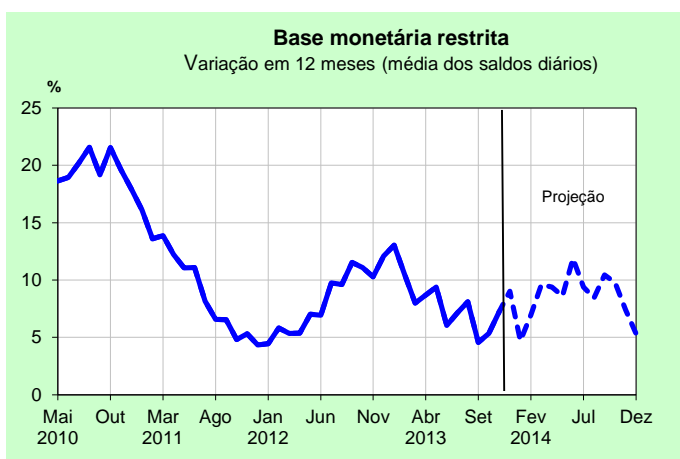
3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

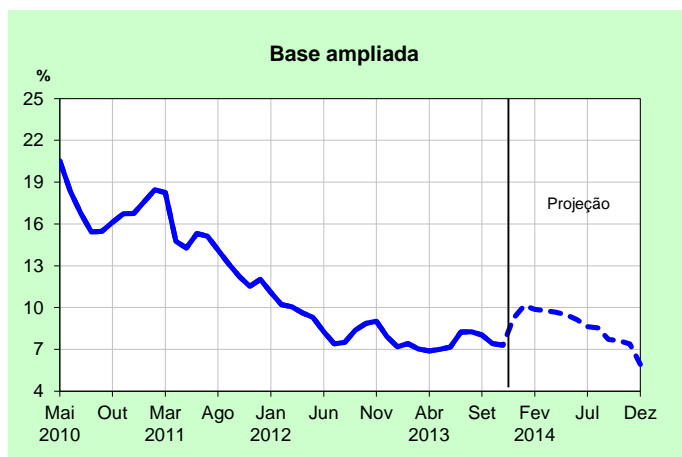
37. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e a elevação da massa salarial.



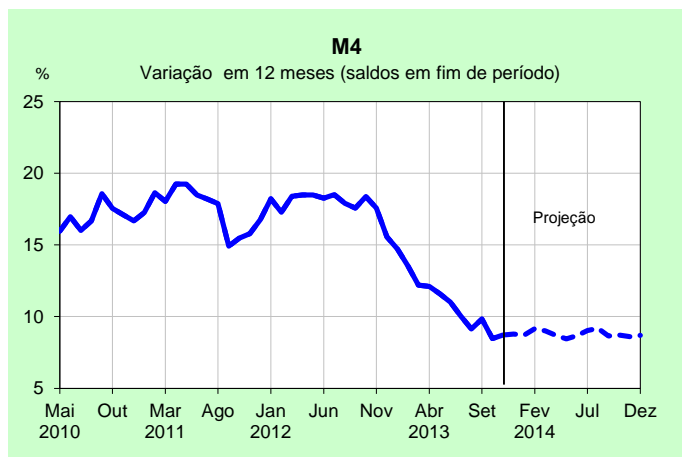
38. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 5,3% em doze meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2014.



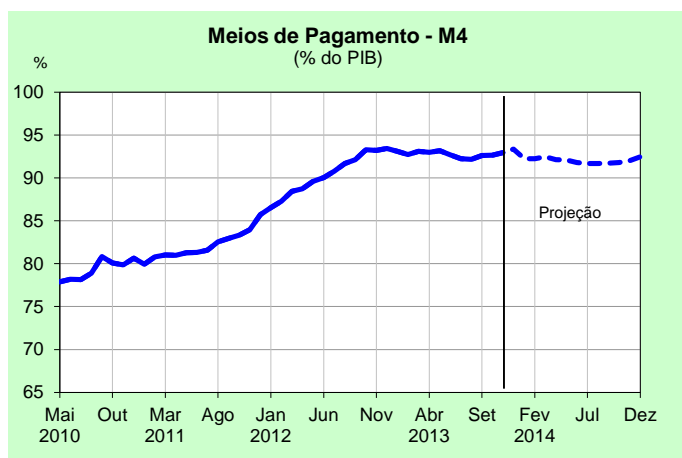
39. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 5,9% em dezembro de 2014.



40. 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 8,7% em dezembro de 2014.



41. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar expansão ao longo de 2014, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis no período.



42. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre outubro/novembro de 2013, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre de 2014.

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

Discriminação	2013		2014 ^{2/}			
	Outubro - Novembro		Primeiro 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/}	306,4	10,2	313,1	8,0	364,2	4,7
Base restrita ^{4/}	221,5	7,3	225,4	9,6	265,0	5,3
Base ampliada ^{5/}	3112,1	7,3	3 229,6	9,8	3 349,3	5,9
M4 ^{5/}	4423,8	8,7	4 549,3	9,0	4 851,4	8,7

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2013		2014 ^{2/}			
	Outubro - Novembro ^{1/}		Primeiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,383	2,7	1,389	-1,5	1,374	-0,6
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,262	-13,7	0,262	2,2	0,270	-5,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,478	1,5	0,480	2,7	0,482	2,3
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,421	1,3	1,409	-0,7	1,448	2,6

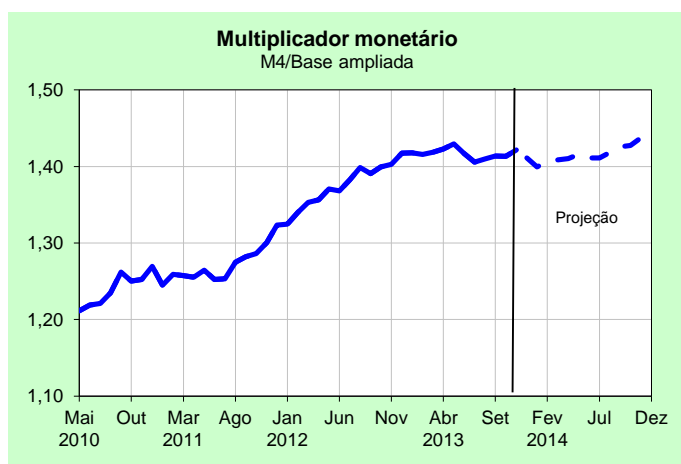
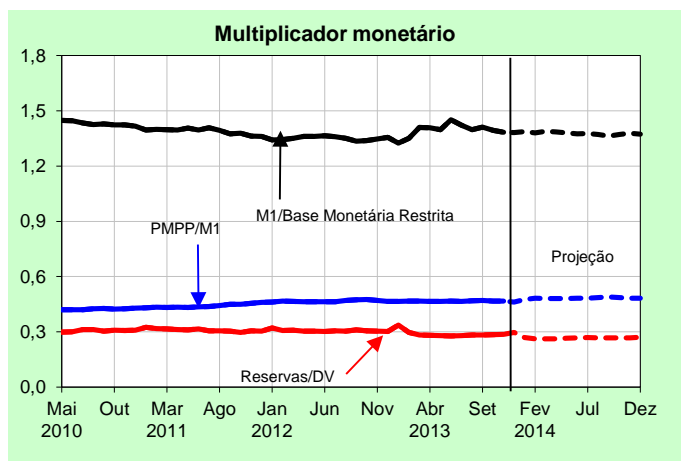
1/ Refere-se ao último mês do período.

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 primeiro trimestre e do ano de 2014.



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	278,0 - 326,4	10,1	303,4	10,5
Base restrita ^{3/}	186,1 - 251,8	6,5	215,0	4,6
Base ampliada ^{4/}	2818,6 - 3308,8	7,2	3088,9	8,0
M4 ^{4/}	3697,8 - 5002,9	9,4	4366,3	9,8

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 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2013 e ocorridos em outubro/novembro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	320,0 - 375,7	11,1	306,4	10,2
Base restrita ^{3/}	213,9 - 289,4	9,0	221,5	7,3
Base ampliada ^{4/}	2909,2 - 3415,1	9,2	3112,1	7,3
M4 ^{4/}	3793,6 - 5132,5	8,8	4423,8	8,7

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 2014^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	288,0 - 338,1	8,0	335,1 - 393,4	4,7
Base restrita ^{3/}	191,6 - 259,2	9,6	225,3 - 304,8	5,3
Base ampliada ^{4/}	2971,2 - 3487,9	9,8	3081,3 - 3617,2	5,9
M4 ^{4/}	3866,9 - 5231,7	9,0	4123,7 - 5579,1	8,7

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		2014 ^{2/}			
	Outubro - Novembro		Primeiro 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/}	306,4	10,2	313,1	8,0	364,2	4,7
Base restrita ^{4/}	221,5	7,3	225,4	9,6	265,0	5,3
Base ampliada ^{5/}	3112,1	7,3	3 229,6	9,8	3 349,3	5,9
M4 ^{5/}	4423,8	8,7	4 549,3	9,0	4 851,4	8,7

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^{1/}

Discriminação	2013		2014 ^{2/}			
	Outubro - Novembro ^{1/}		Primeiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,383	2,7	1,389	-1,5	1,374	-0,6
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,262	-13,7	0,262	2,2	0,270	-5,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,478	1,5	0,480	2,7	0,482	2,3
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,421	1,3	1,409	-0,7	1,448	2,6

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.