

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

2013

Setembro – 2013

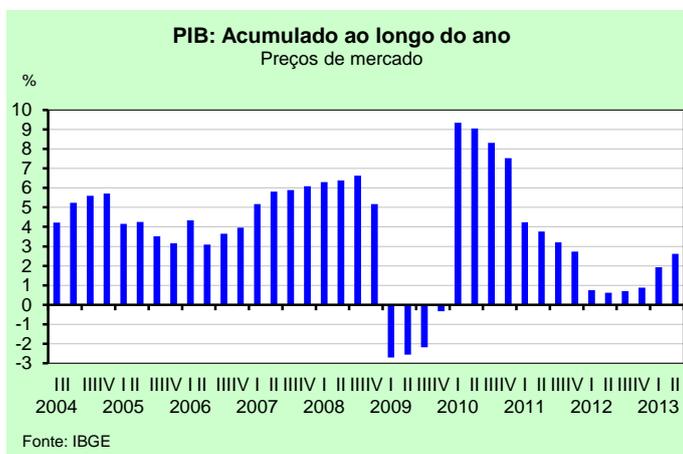


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

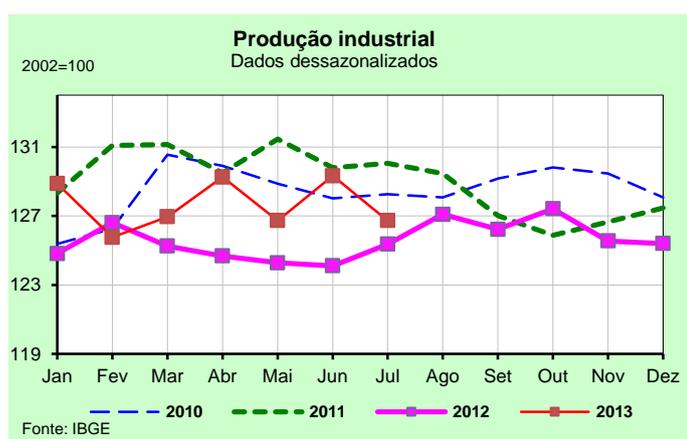
# Programação Monetária para o quarto trimestre de 2013

## A. A economia brasileira no terceiro trimestre de 2013

1. O PIB cresceu 1,5% no segundo trimestre de 2013, em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Ocorreram, sob a ótica da produção, variações trimestrais respectivas de 3,9%, 2% e 0,8% na agropecuária, indústria e nos serviços. No âmbito da demanda, a formação bruta de capital fixo (FBCF) aumentou 3,6% no trimestre, seguindo-se as expansões no consumo das famílias, 0,3%, e do governo, 0,5%. O setor externo contribuiu de forma positiva para a evolução do PIB no trimestre, registrando-se elevações de 6,9% nas exportações e 0,7% nas importações. O PIB cresceu 2,6% no primeiro semestre, em relação a igual intervalo de 2012, com expansões de 14,7% na agropecuária, 0,8% na indústria e 2,1% nos serviços. A análise dos componentes da demanda revela que a contribuição da demanda doméstica para o crescimento interanual do PIB no primeiro semestre de 2012 atingiu 3,6 p.p. (0,9 p.p. em igual intervalo de 2012), registrando-se elevações respectivas de 6%, 2,2% e 1,3% na FBCF, no consumo das famílias e no consumo do governo. O setor externo exerceu contribuição de -1 p.p. (-0,3 p.p. no primeiro semestre de 2012), resultado de variações de 7,6% nas importações e de 0,6% nas exportações.



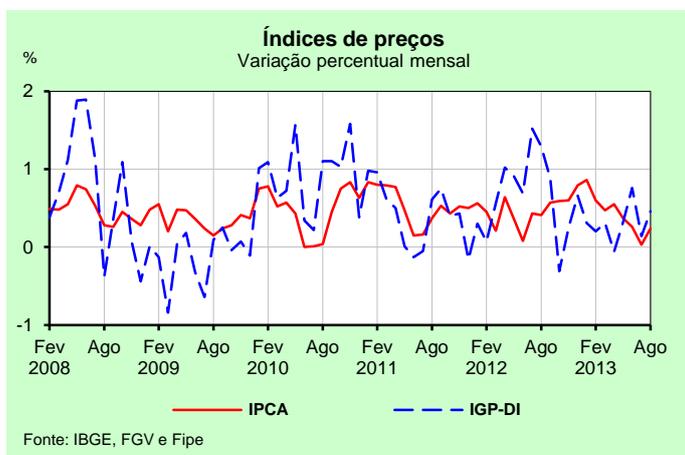
2. A produção física da indústria aumentou 0,2% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando havia expandido 0,6%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A evolução decorreu de crescimento de 2,2% na indústria extrativa e estabilidade na de transformação, destacando-se os aumentos nas atividades fumo, 18,8%; veículos automotores, 4,3%; e bebidas, 2,4%; e os recuos nas indústrias de mobiliário, 7,3%; e máquinas para escritórios e equipamentos de informática, 5,3%. Por categorias de uso, ocorreram aumentos trimestrais nas indústrias de bens de consumo duráveis, 2,4%; bens de capital, 2,0%; e de bens de consumo semi e não duráveis, 1,3%; e retração de 0,9% na de bens intermediários.



3. As vendas do comércio ampliado aumentaram 1,4% no trimestre encerrado em junho, em relação ao finalizado em março, quando haviam registrado estabilidade no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE. Ocorreram aumentos nas vendas em cinco dos dez segmentos pesquisados, destacando-se as elevações nas atividades combustíveis e lubrificantes, 5,4%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, perfumaria e cosméticos, 4,8%; e as retrações nas vendas de equipamentos e materiais para escritório e comunicação, 5,9%; e de tecidos, vestuário e calçados, 1,3%. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção, variaram 0,5% e -0,1% nas bases de comparação mencionadas, destacando-se os aumentos trimestrais no Norte e Centro-Oeste, 1,6%.



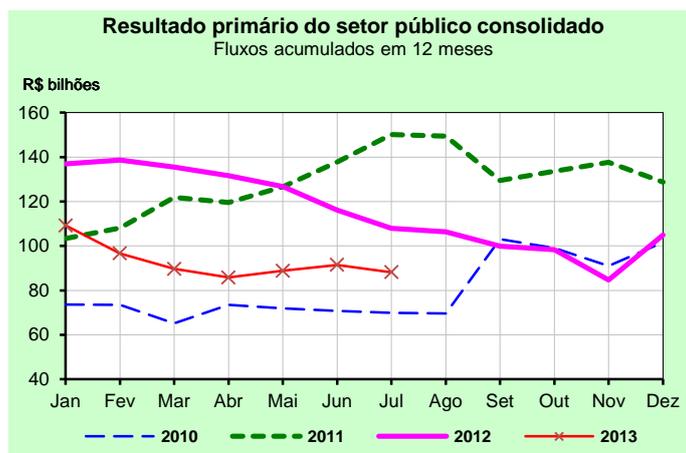
4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 0,60% no trimestre encerrado em agosto (1,40% no terminado em maio), resultado de desacelerações nos preços livres, de 1,52% para 0,70%, e nos monitorados, de 0,98% para 0,25%. A evolução dos preços livres refletiu as reduções nas variações dos preços dos itens não comercializáveis, de 2,12% para 0,75%, e dos comercializáveis, de 0,84% para 0,65%. A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 6,15% em agosto (6,50% em maio), resultado de desacelerações nos preços livres, de 8,11% para 7,72%, e nos monitorados, de 1,54% para 1,32%. O Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, variou 1,11% no trimestre encerrado em agosto (0,57% no finalizado em maio). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) aumentou de -0,26% para 1,20%, e as do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) recuaram, na ordem, de 1,56% para 0,40%, e de 3,52% para 2,04%. Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI variou 3,71% em agosto (6,20% em maio e 8,04% em agosto de 2012).



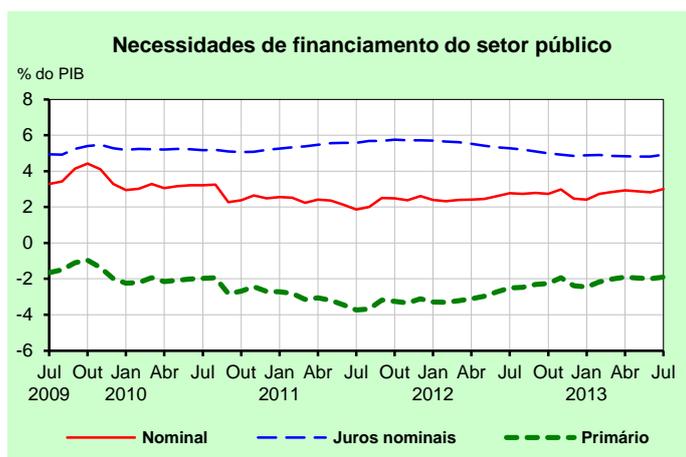
5. A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, situou-se em 5,8% no trimestre encerrado em julho (5,7% em igual período de 2012). Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego média atingiu 5,6% no trimestre encerrado em julho (5,4% no terminado em abril), com aumentos respectivos de 0,2% e 0,4% na população ocupada e na população economicamente ativa. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 237,3 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em julho (402,6 mil em igual período de 2012), dos quais 111,0 mil na agropecuária, 76,4 mil nos serviços e 30,8 mil na indústria de transformação.



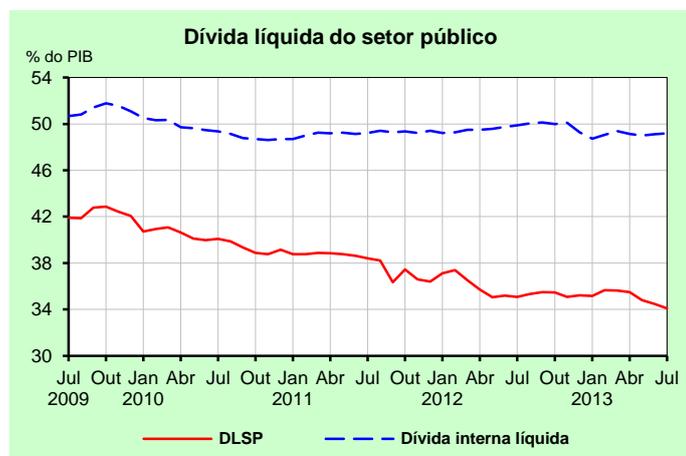
6. O *superavit* primário do setor público consolidado somou R\$54,4 bilhões (2,01% do PIB), nos sete primeiros meses do ano (2,85% do PIB em igual período de 2012). Houve redução do *superavit* em todas as esferas do setor público, com destaque para o Governo Central (0,69 p.p. do PIB). Considerados períodos de doze meses, o *superavit* atingiu R\$88,2 bilhões (1,91% do PIB) em julho. A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$502,8 bilhões, elevando-se 7% em relação a igual intervalo do ano anterior, destacando-se os aumentos respectivos de 11,9% e 10,6% nas arrecadações da Cofins e do PIS/Pasep. As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$313,6 bilhões, elevando-se 12,3% no período. Os gastos com pessoal e encargos aumentaram 8,2%, e os relativos a custeio e capital, 15%, com destaque para os aumentos respectivos de 17,4% e 15,5% nas despesas discricionárias e nos gastos com benefícios assistenciais (Loas/RMV). As despesas com os investimentos incluídos no PAC elevaram-se 6,8% no período, e os investimentos totais, 0,1%.



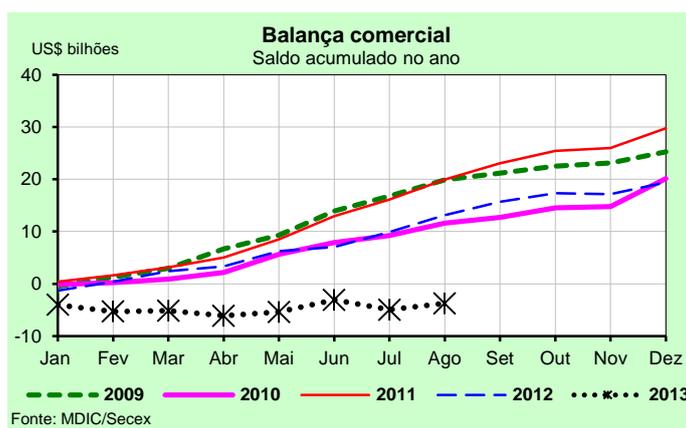
7. Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$141,5 bilhões (5,21% do PIB) nos sete primeiros meses do ano (5,14% do PIB em igual período de 2012). Essa trajetória foi influenciada pela diferença de dias uteis nos períodos considerados e pelo resultado das operações de *swap* cambial realizadas pelo Banco Central. Considerado períodos de doze meses, os juros nominais somaram 4,91% do PIB em julho. O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi deficitário em R\$87 bilhões (3,21% do PIB) nos sete primeiros meses do ano (2,29% do PIB em igual intervalo de 2012). O financiamento ocorreu por intermédio de expansão da dívida mobiliária, neutralizada, em parte, por reduções na dívida bancária líquida, no financiamento externo líquido e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.



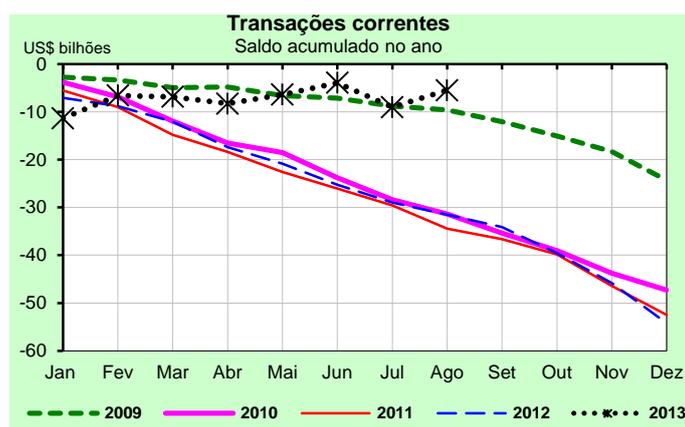
8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.573,8 bilhões (34,1% do PIB) em julho. A redução de 1,1 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2012 refletiu os impactos da depreciação cambial de 12,1% no período, -1,7 p.p.; do crescimento do PIB corrente, -1,6 p.p.; do *superavit* primário, -1,2 p.p., da apropriação de juros nominais, 3,1 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 trimestre, os crescimentos respectivos de 13,2 p.p. e 4,1 p.p. nas parcelas vinculadas à taxa Selic e credora vinculada ao câmbio (77,2% e 47,7% do total, respectivamente), e os recuos respectivos de 6,1 p.p. e 2,8 p.p. nas parcelas pré-fixadas e sem remuneração (43,9% e 11,4% do total, respectivamente).



9. O *deficit* da balança comercial somou US\$3,8 bilhões nos oito primeiros meses de 2013 (*superavit* de US\$13,2 bilhões em igual período de 2012). As exportações recuaram 2,5% e as importações aumentaram 8,8%, atingindo US\$156,7 bilhões e US\$160,4 bilhões, respectivamente. A corrente de comércio somou US\$317,1 bilhões, aumentando 2,9% no período. As exportações médias diárias recuaram 1,3% no período, resultado de retrações nas vendas de produtos semimanufaturados, 5,9%; básicos, 1,0%; e manufaturados, 0,1%, que representaram, na ordem, 12,6%, 47,9% e 37,2% das exportações totais do período. As exportações de petróleo e derivados decresceram 38,2% na mesma base de comparação. A média diária das importações cresceu 10,1% nos oito primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2012. Ocorreram aumentos nas aquisições de combustíveis e lubrificantes, 21,7%; de bens de consumo não duráveis, 15,7%; e de bens de capital, 8,2%. As importações de bens de consumo duráveis recuaram 2,1%, influenciadas pela redução de 8,5% nas compras de automóveis de passageiros. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 2,5% nas exportações nos oito primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2012, resultou de variações de -3,1% nos preços e 1,2% no *quantum*, enquanto o aumento de 8,8 nas importações refletiu variações de -1,5% nos preços e 10,6% no *quantum*.



10. O *deficit* em transações correntes somou US\$57,8 bilhões nos oito primeiros meses do ano (US\$31,5 bilhões em igual intervalo de 2012). Essa evolução refletiu, em especial, a reversão no resultado da balança comercial, impactado pelo saldo negativo do comércio externo de petróleo e lubrificantes. As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$30,3 bilhões, elevando-se 16,6% no período, ressaltando-se a expansão de 20,2%, para US\$12,1 bilhões, nas despesas líquidas com viagens internacionais. As despesas líquidas de aluguel de equipamentos e de transportes variaram, na ordem, -4,5% e 17,6% no período. As despesas líquidas com juros totalizaram US\$8,8 bilhões nos oito primeiros meses do ano, elevando-se 29,2% no período. As despesas brutas somaram US\$12,1 bilhões e as receitas, US\$3,3 bilhões, variando, respectivamente, 12,6% e -16,2%. Ressalte-se que as receitas de juros provenientes da remuneração das reservas internacionais, evidenciando a evolução das taxas de juros



internacionais, recuaram 22,5% em relação a igual intervalo de 2012. Considerados períodos de doze meses, o *deficit* totalizou US\$80,5 bilhões (3,5% do PIB) em agosto, ante US\$49,6 bilhões (2,1% do PIB), em agosto de 2012.

11. Os ingressos líquidos de IED somaram US\$38,7 bilhões nos oito primeiros meses do ano, dos quais

US\$25,2 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$13,5 bilhões a empréstimos inter-companhias. O IED acumulado em doze meses atingiu US\$60,8 bilhões (2,6% do PIB) em agosto. Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram aplicações líquidas de US\$4,2 bilhões nos oito primeiros



meses do ano (US\$5,9 bilhões nos oito primeiros meses de 2012). Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$28 bilhões, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somando US\$7,4 bilhões (US\$4,1 bilhões em igual período de 2012). Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país registraram aplicações líquidas de US\$20,6 bilhões (US\$3,4 bilhões nos primeiros oito meses de 2012). Os influxos apresentaram forte aceleração desde junho de 2013, quando o IOF de 6% sobre esse tipo de operação foi reduzido a zero - a média mensal de janeiro a maio atingiu US\$768 milhões e a do trimestre encerrado em agosto, US\$5,6 bilhões.

12. O estoque de reservas internacionais nos conceitos caixa e liquidez

totalizou US\$367 bilhões e US\$372,8 bilhões em agosto (reduções respectivas de US\$6,1 bilhões e US\$5,8 bilhões em relação a dezembro de 2012). No período, houve vendas líquidas de operações de linhas com recompra no valor de US\$351 milhões. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$2,4 bilhões e as variações por preços e por paridades reduziram o estoque em US\$4,7 bilhões e US\$5 bilhões, respectivamente. Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$374 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; amortizações de US\$1,2 bilhão; e compras líquidas de operações de linhas de US\$1,3 bilhão.



## B. Política Monetária no segundo 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 segundo trimestre de 2013.

14. A base monetária restrita, no conceito média dos saldos diários, atingiu R\$204,2 bilhões em junho, variando -1,8% no mês e 6% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$166,9 bilhões, elevando-se 0,9% no mês e 11,2% em doze meses, e o das reservas bancárias, R\$37,3 bilhões, reduzindo 12,5% no mês e 12,2% em 12 meses.

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, cresceu 7,2% no período de doze meses encerrado em junho, totalizando R\$3 trilhões. Ocorreram aumentos de 7,9% na base restrita e de 9,8% no saldo dos títulos públicos federais, e redução de 11,9% nos depósitos compulsórios em espécie.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2013<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>	267,5 - 314,0	10,7	296,2	12,8
Base restrita <sup>3/</sup>	179,3 - 242,6	9,6	204,2	6,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 763,5 - 3 244,1	7,1	3 007,1	7,2
M4 <sup>4/</sup>	3 593,9 - 4 862,3	10,1	4 261,6	11,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$296,2 bilhões em junho, elevando-se 1,9% no mês e 12,7% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$136,6 bilhões, aumentando 0,9% e 12,2%, respectivamente, e os depósitos à vista somaram R\$159,6 bilhões, com expansões de 2,9% no mês e de 13,2% em 12 meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$4,3 trilhões em junho, elevando-se 0,3% no mês e 11% em 12 meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$44,6

bilhões no segundo trimestre de 2013, resultante de resgates líquidos de R\$30,3 bilhões no mercado primário e de compra líquida de títulos de R\$14,3 bilhões no mercado secundário.

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

### **C. Política Monetária no bimestre julho-agosto de 2013**

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$213 bilhões em agosto, elevando-se 0,7% no mês e 8,1% em 12 meses. As reservas bancárias variaram 0,5% no mês e -0,8% em 12 meses, situando-se em R\$42,4 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido apresentou aumentos respectivos de 0,7% e 10,6%, somando R\$170,5 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$3,1 trilhões em agosto, com aumentos de 0,4% no mês e de 8,3% em 12 meses. O resultado anual decorreu de variações nos saldos dos depósitos compulsórios em espécie, - 0,8%, da base restrita, 3%; e dos títulos públicos federais, 10%.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$297,7 bilhões em agosto, variando -1,1% no mês e 11,9% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$140,3 bilhões, elevando-se 1% e 12,1%, respectivamente, e os depósitos à vista totalizaram R\$157,5 bilhões, com contração mensal de 2,8% e elevação anual de 11,7%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$4,3 trilhões em agosto, recuando 0,4% no mês e elevando-se 8% em 12 meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2013 e ocorridos no período julho/agosto<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses 12,8
M1 <sup>3/</sup>	278,0 - 326,4	10,1	297,7	11,9
Base restrita <sup>3/</sup>	186,1 - 251,8	6,5	213,0	8,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 818,6 - 3 308,8	7,2	3 054,2	8,3
M4 <sup>4/</sup>	3 697,8 - 5 002,9	9,4	4 260,6	8,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em expansão monetária de R\$23,3 bilhões no bimestre julho-agosto. As operações de títulos pelo Tesouro, no mercado primário, foram expansionistas em R\$39,6 bilhões, e no mercado secundário, contractionistas em R\$16,3 bilhões.

25. 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.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) <sup>1/</sup>
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
19.4.2012	-	9,00
31.5.2012	-	8,50
12.7.2012	-	8,00
30.8.2012	-	7,50
10.10.2012	-	7,25
28.11.2012	-	7,25
16.01.2013	-	7,25
6.3.2013	-	7,25
17.4.2013	-	7,50
29.5.2013	-	8,00
10.7.2013	-	8,50
28.8.2013	-	9,00

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

#### D. Perspectivas para o quarto trimestre de 2013

26. A perspectiva de crescimento moderado para a atividade global em 2013 se manteve nos meses recentes, não obstante a ocorrência de avanços localizados nas economias desenvolvidas, notadamente os EUA. Nesse contexto, o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco da Inglaterra (BoE) optaram pela introdução de mecanismos de *forward guidance* (orientação prospectiva de política), o que, na prática, mantém ampliado o horizonte de postura acomodatória de suas políticas monetárias.

27. O Federal Reserve dos EUA (Fed) modificou sua comunicação de política monetária, fortalecendo as perspectivas de início do processo de normalização das condições monetárias nos EUA. Nas economias emergentes, de modo geral, ainda tem prevalecido postura expansionista de política monetária. Nos mercados internacionais, o processo de acomodação dos preços das *commodities* metálicas e agropecuárias prosseguiu no trimestre encerrado em agosto, enquanto o aumento nas cotações das

*commodities* energéticas refletiu, em especial, as tensões geopolíticas no Oriente Médio e Norte da África.

28. Nesse cenário, reduziram-se os níveis globais de liquidez (que ainda permanecem, no entanto, elevados) e aumentaram as taxas de juros nos mercados financeiros internacionais, provocando apreciação do dólar e aumento da volatilidade nos mercados. De forma consistente com esses desenvolvimentos, ocorreu moderação do fluxo de capitais – principalmente para economias emergentes – e encarecimento dos financiamentos externos.

29. Nesse ambiente, o mercado de câmbio do país tem apresentado níveis elevados de volatilidade. No sentido de garantir o funcionamento adequado dos mercados, o Banco Central atuou ofertando proteção por meio de *swap* cambial e operações de venda de divisas, com compromisso de recompra. Especificamente, em agosto, a Autoridade Monetária anunciou programa de leilões diários, com frequência e volume mínimos definidos, para oferta de *swap* cambial e venda de dólares com compromisso de recompra. Importa destacar que esses instrumentos não afetam o estoque de reservas internacionais, no conceito liquidez, que permanece em patamar superior a US\$370 bilhões.

30. O *deficit* em transações correntes atingiu US\$57,8 bilhões nos oito primeiros meses do ano (US\$31,5 bilhões no período correspondente de 2012), destacando-se os impactos da reversão (para o campo negativo) do saldo comercial e da elevação das despesas líquidas com serviços e rendas. Em contrapartida, vale ressaltar o aumento nos ingressos líquidos de capital estrangeiro na conta financeira do balanço de pagamentos, no período.

31. A atividade interna registrou maior dinamismo nos meses recentes, com o PIB crescendo 1,5% no segundo trimestre de 2013, em relação ao trimestre anterior, maior taxa nessa base de comparação desde o primeiro trimestre de 2010, de acordo com dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Destacaram-se, na análise da oferta, a continuidade do crescimento dos setores agropecuário e industrial; e, no âmbito da demanda, o aumento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) pelo terceiro trimestre consecutivo, refletindo o crescimento na produção de bens de capital e de insumos da construção civil.

32. Indicadores antecedentes e coincidentes sugerem desaceleração do crescimento no terceiro trimestre. Nesse sentido, ressaltam-se a retração na produção industrial em julho, os níveis relativamente baixos da confiança de empresários e famílias, e a instabilidade dos mercados financeiros.

33. O crescimento das operações de crédito manteve ritmo moderado no trimestre encerrado em julho, com tendência de expansão mais acentuada nas contratações com recursos direcionados e nas realizadas pelos bancos públicos. Essa evolução reflete a demanda mais intensa por modalidades de crédito mais baratas e de prazo mais

longo, como financiamentos com recursos do BNDES e imobiliários, com recursos direcionados; e créditos consignados, com recursos livres.

34. A trajetória das receitas públicas nos sete primeiros meses de 2013 refletiu a gradual intensificação da atividade econômica desde finais do ano anterior e o impacto das medidas de estímulo fiscal adotadas recentemente. O cenário prospectivo para os resultados fiscais indica que se criam condições para que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público se desloque para a zona de neutralidade.

35. Nesse contexto, o recente arrefecimento dos índices de preços ao consumidor refletiu, em grande parte, a deflação nos grupos alimentação, transportes e vestuário. Nos próximos meses, a evolução dos índices de preços ao consumidor deverá refletir, de um lado, o efeito da recente depreciação cambial, e de outro, o efeito base da progressiva eliminação do impacto das elevadas taxas mensais de inflação no segundo semestre de 2012.

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

36. A programação dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2013 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e de câmbio, e de 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 ano de 2013<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	320,0 - 375,7	11,1
Base restrita <sup>3/</sup>	216,1 - 292,3	10,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 974,6 - 3 492,0	11,7
M4 <sup>4/</sup>	3 744,4 - 5 065,9	7,3

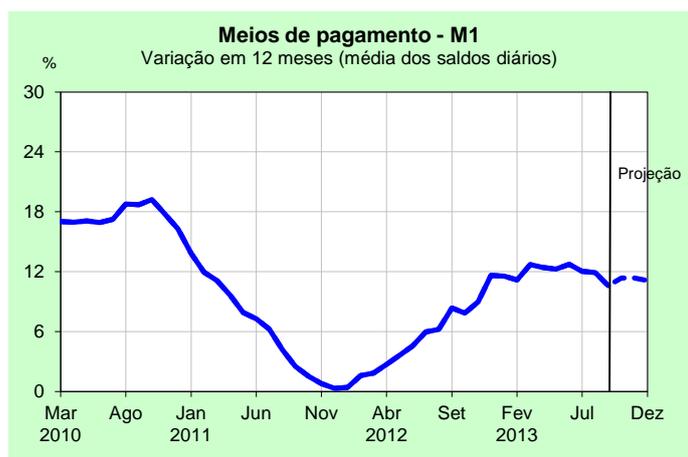
<sup>1/</sup> Refere-se ao último mês do período.

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

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

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

37. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se o crescimento esperado do PIB, 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 11,1% para dezembro de 2013.

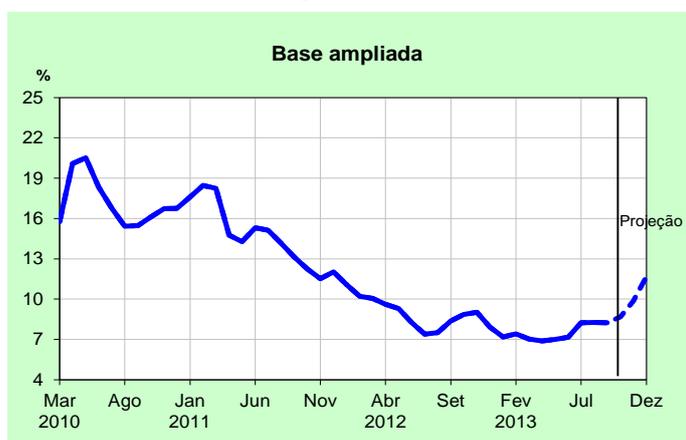


38. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e as restituições do imposto de renda.

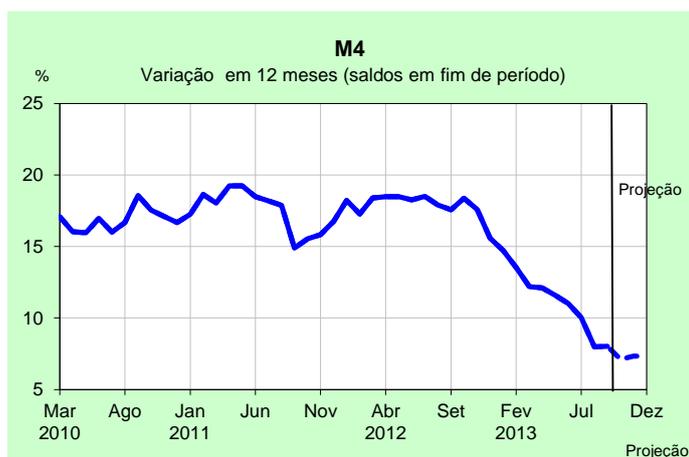
39. Tendo em vista que a projeção para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 10,1% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2013.



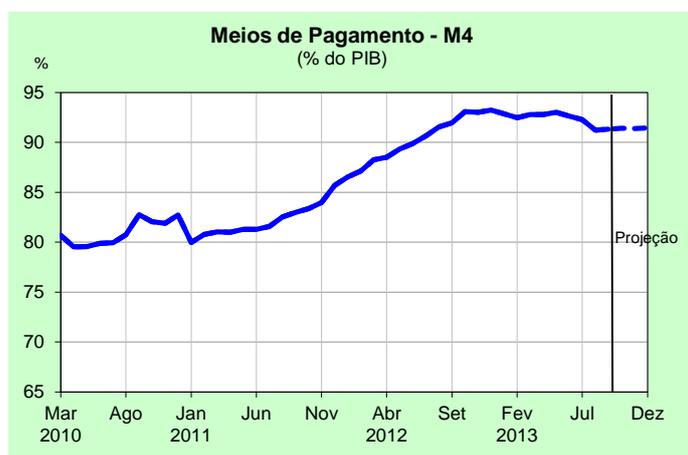
40. As projeções para a base monetária ampliada, medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 11,7% em dezembro de 2013.



41. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. O crescimento em 12 meses esperado para o M4 atinge 7,3% em dezembro de 2013.



42. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do quarto trimestre de 2013, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis em 12 meses.



43. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho/agosto de 2013, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2013.

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

Discriminação	2012		2013			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	313,1	11,6	297,7	11,9	347,8	11,1
Base restrita <sup>4/</sup>	230,9	12,1	213,0	8,1	254,2	10,1
Base ampliada <sup>5/</sup>	2 895,0	7,9	3 054,2	8,3	3 233,3	11,7
M4 <sup>5/</sup>	4 103,8	15,6	4 260,6	8,0	4 405,1	7,3

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

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

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

Discriminação	2012		2013			
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
			Multiplicador	Var. % em 12	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,356	-0,4	1,398	3,5	1,368	0,9
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,301	-0,7	0,270	-11,2	0,296	-1,8
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,465	1,1	0,471	0,2	0,471	1,3
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,418	7,2	1,395	-0,3	1,362	-3,9

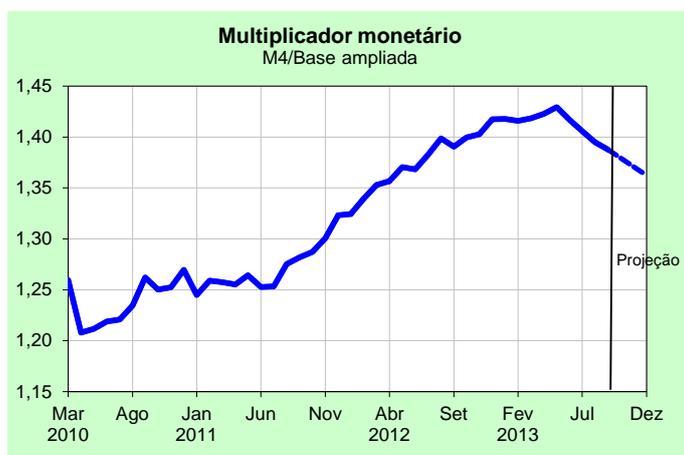
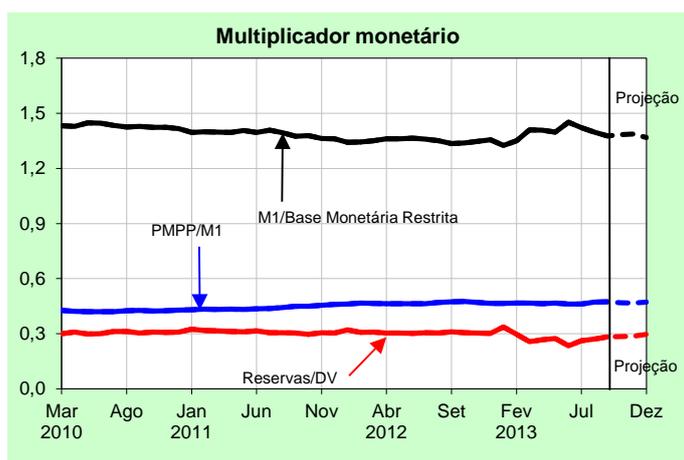
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2013<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>	267,5 - 314,0	10,7	296,2	12,8
Base restrita <sup>3/</sup>	179,3 - 242,6	9,6	204,2	6,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 763,5 - 3 244,1	7,1	3 007,1	7,2
M4 <sup>4/</sup>	3 593,9 - 4 862,3	10,1	4 261,6	11,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2013 e ocorridos no período julho/agosto<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>	278,0 - 326,4	10,1	297,7	11,9
Base restrita <sup>3/</sup>	186,1 - 251,8	6,5	213,0	8,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 818,6 - 3 308,8	7,2	3 054,2	8,3
M4 <sup>4/</sup>	3 697,8 - 5 002,9	9,4	4 260,6	8,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

**Quadro 3. Programação monetária para o ano de 2013<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	320,0 - 375,7	11,1
Base restrita <sup>3/</sup>	216,1 - 292,3	10,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 974,6 - 3 492,0	11,7
M4 <sup>4/</sup>	3 744,4 - 5 065,9	7,3

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			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	313,1	11,6	297,7	11,9	347,8	11,1
Base restrita <sup>4/</sup>	230,9	12,1	213,0	8,1	254,2	10,1
Base ampliada <sup>5/</sup>	2 895,0	7,9	3 054,2	8,3	3 233,3	11,7
M4 <sup>5/</sup>	4 103,8	15,6	4 260,6	8,0	4 405,1	7,3

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			
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
			Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,356	-0,4	1,398	3,5	1,368	0,9
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,301	-0,7	0,270	-11,2	0,296	-1,8
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,465	1,1	0,471	0,2	0,471	1,3
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,418	7,2	1,395	-0,3	1,362	-3,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

## 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.