

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

2014

Março – 2014

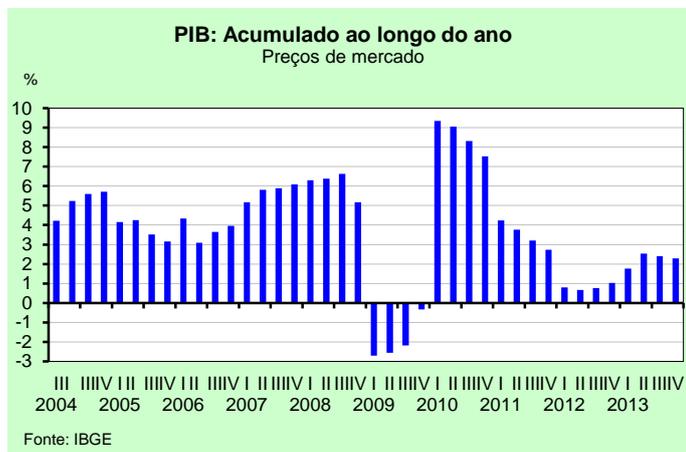


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

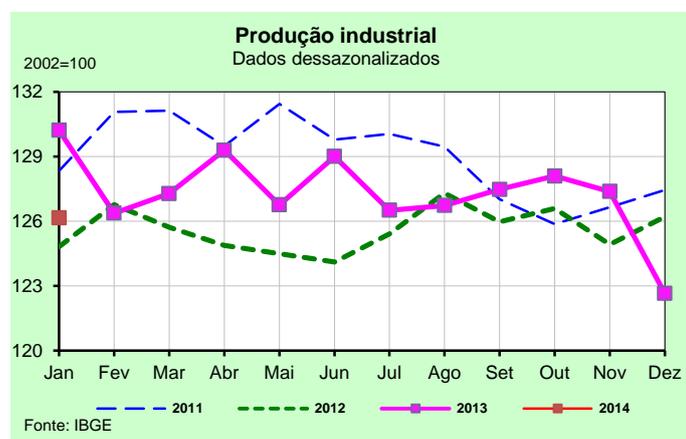
## Programação Monetária para o segundo trimestre e para o ano de 2014

### A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2014

1. O PIB cresceu 1,9% no quarto trimestre de 2013, em relação a igual intervalo de 2012, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, acumulando expansão anual de 2,3%. Na margem, o agregado aumentou 0,7% em relação ao terceiro trimestre do ano, de acordo com dados dessazonalizados. A expansão interanual do PIB decorreu, na análise da oferta, de crescimentos na agropecuária (2,4%), indústria (1,5%) e do setor de serviços (1,8%). No âmbito da demanda, a contribuição de 1,9 p.p. do componente doméstico refletiu variações respectivas de 1,9%, 2,0% e 5,5% no consumo das famílias, no consumo do governo e na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), enquanto a contribuição nula do setor externo decorreu de aumentos de 5,6% nas exportações e de 4,8% nas importações. O desempenho anual do PIB refletiu os crescimentos da agropecuária (7,0%), indústria (1,3%) e do setor de serviços (2,0%). No âmbito da demanda, a contribuição do componente doméstico atingiu 3,2 p.p., reflexo, em especial, de elevações da FBCF (6,3%) e do consumo das famílias (2,3%), e a do setor externo totalizou -0,9 p.p., resultado de aumentos de 2,5% nas exportações e de 8,4% nas importações. Na margem, o desempenho do PIB no quarto trimestre de 2013 refletiu, sob a ótica da produção, estabilidade na agropecuária, recuo de 0,2% na indústria e crescimento de 0,7% no setor de serviços. No âmbito da demanda, o consumo do governo cresceu 0,8%, o das famílias, 0,7% e a FBCF, 0,3%. As exportações e as importações variaram, na ordem, 4,1% e -0,1%, no período.



2. A produção física da indústria decresceu 1,6% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao encerrado em outubro, quando recuara 0,2%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa recuou 2,2% e a da indústria de transformação retraina 1,5%, destacando-se os resultados negativos nos segmentos equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, ópticos e outros, 18,4%; veículos automotores, 13,1%; e fumo, 10,5%. A análise por

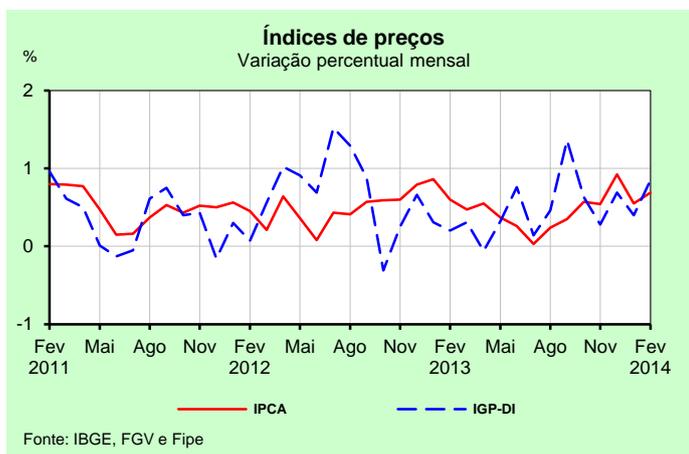


categorias de uso indica recuos nos segmentos de bens de capital (7,0%), bens de consumo duráveis (1,9%), de bens de consumo semi e não duráveis (0,8%) e bens intermediários (0,7%).

**3.** As vendas do comércio ampliado aumentaram 3,6% em 2013 (8,0% em 2012), de acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE. Esse resultado, o menos expressivo desde 2006, decorreu de desacelerações nas vendas nos segmentos de bens duráveis, semiduráveis e não duráveis. O comércio varejista, que exclui do comércio ampliado os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção, cresceu 4,3% em 2013 (8,4% em 2012), menor taxa desde 2003. As vendas do comércio ampliado e do varejista aumentaram 0,8% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2013, destacando-se as elevações nos segmentos livros, jornais, revistas e papelaria, 2,5%; automóveis, motocicletas, partes e peças, 2,3%; tecidos, vestuário e calçados, 2,2%.



**4.** O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 2,18% no trimestre encerrado em fevereiro (1,47% no terminado em novembro), resultado de acelerações dos preços livres (de 1,68% para 2,32%) e dos monitorados (de 0,78% para 1,70%). A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 5,68% em fevereiro (5,77% em novembro de 2013), resultado de desaceleração dos preços livres, de 7,31% para 6,28%, e aceleração dos monitorados, de 0,95% para 3,71%. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, aumentou 1,95% no trimestre encerrado em fevereiro (2,28% no finalizado em novembro). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 2,75% para 1,91%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 1,53% para 2,36%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,05% para 1,31%. Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 6,30% em fevereiro (5,49% em novembro e 8,24% em fevereiro de 2013).

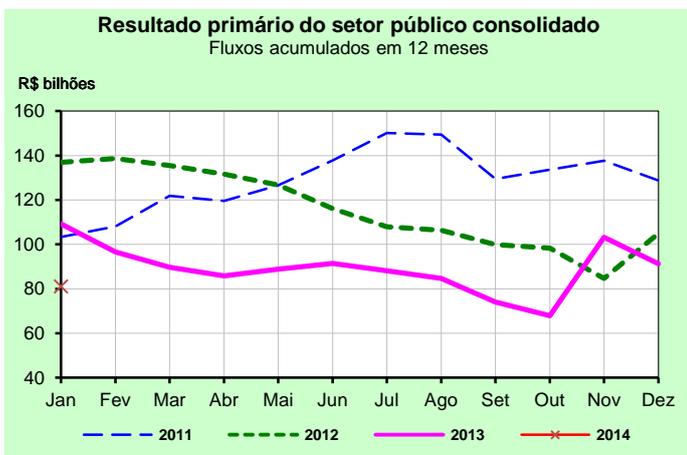


5. A taxa média de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego do IBGE (PME), situou-se em 4,6% no trimestre encerrado em janeiro (5,0% em igual período de 2013). Considerando dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu 5,0% no trimestre, ressaltando-se que o recuo de 0,3 p.p. em relação ao trimestre encerrado em outubro de 2013 resultou de retração de

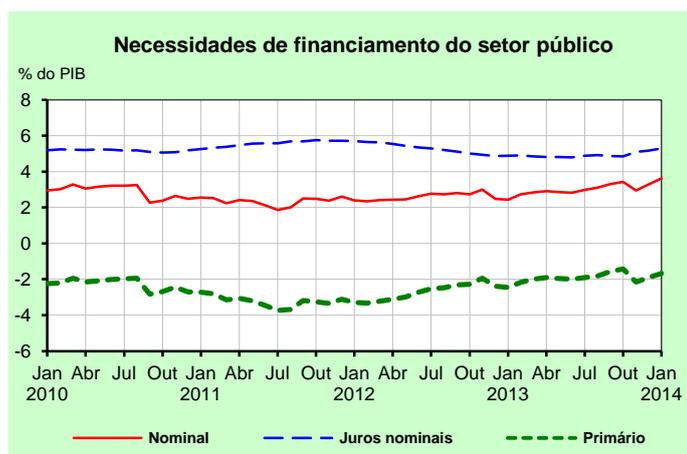


0,3% da população economicamente ativa e estabilidade da população ocupada. Foram eliminados, de acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), 159 mil postos formais de trabalho no trimestre encerrado em fevereiro (344,6 mil em igual período de 2013), dos quais 73,9 mil na indústria de transformação, 62,2 mil na agropecuária e 61,9 mil no comércio.

6. O *superavit* primário do setor público consolidado atingiu R\$91 bilhões em 2013 (1,90% do PIB), ante 2,39% do PIB em 2012. Os *superavits* do Governo Central e dos governos regionais representaram, na ordem, 1,6% e 0,3 do PIB, recuando 0,39 p.p. e 0,15 p.p. do PIB, respectivamente, em relação a 2012. Ressalte-se que o *superavit* do Governo Central cumpriu a meta fixada para o ano, após deduzidas despesas com o PAC e desonerações estabelecidas na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$894,7 bilhões em 2013 (aumento anual de 11,4%), com destaque para os crescimentos nas arrecadações do Imposto de Renda (10,9%), do Pis/Pasep (12,3%), da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (14,3%), da Cofins (15,5%) e do imposto de importação (19,6%). As desonerações de tributos foram estimadas em R\$77,8 bilhões (R\$46,5 bilhões em 2012). As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$552,9 bilhões em 2013, aumento anual de 14,1% decorrente de crescimentos de 8,9% nos gastos com pessoal e encargos e de 17,5% nos gastos relativos a custeio e capital. O *superavit* primário do setor público totalizou R\$19,9 bilhões em janeiro de 2014 (R\$30,3 bilhões em igual período de 2013), acumulando 1,67% do PIB em doze meses (2,46% do PIB em igual intervalo de 2013).



7. Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$248,8 bilhões em 2013 (5,18% do PIB), aumentando 0,31 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. O *deficit* nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$157,6 bilhões (3,28% do PIB) no ano (2,48% do PIB em 2012). O financiamento desse *deficit* ocorreu mediante expansões da dívida mobiliária, da dívida



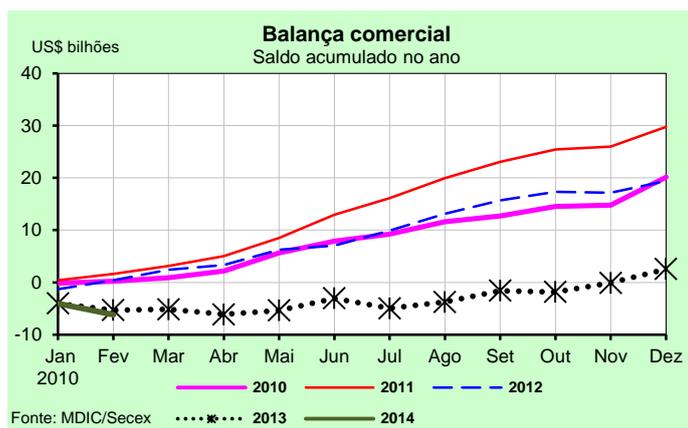
bancária e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, neutralizadas, em parte, pela redução no financiamento externo líquido. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$30,4 bilhões em janeiro (R\$22,6 bilhões em igual mês de 2013), aumento decorrente, em parte, do maior estoque da dívida e do resultado desfavorável nas operações de *swap* cambial (-R\$3,9 bilhões, ante R\$136 milhões em janeiro de 2013). O resultado nominal foi deficitário em R\$10,5 bilhões no mês (*superavit* de R\$7,6 bilhões em janeiro de 2013). Considerados períodos de doze meses, o *deficit* nominal representou 3,63% do PIB em janeiro (aumento de 1,2 p.p. em relação a igual período de 2013).

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.626,3 em 2013 (33,8% do PIB). O recuo de 1,5 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2012 decorreu de variação de -1,5 p.p. no Governo Central e estabilidade nos demais segmentos. A DLSP totalizou R\$1.613,2 bilhões (33,3% do PIB) em janeiro de 2014. A evolução anual da relação DLSP/PIB refletiu as contribuições do *superavit* primário (1,9 p.p.), do crescimento do

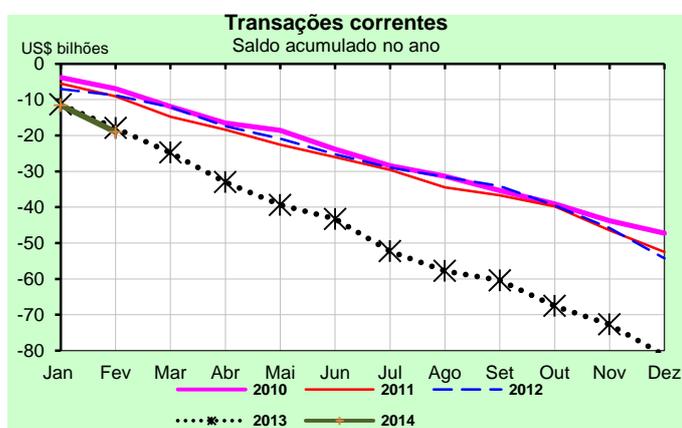


PIB corrente (3,0 p.p.), da depreciação cambial de 14,6% no período (2,0 p.p), do reconhecimento de ativos (0,1 p.p.), da apropriação de juros nominais (-5,2 p.p.) e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida (-0,4 p.p.). As alterações mais acentuadas na composição da DLSP em 2013 ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa de câmbio (-3,0 p.p.) e a índices de preços (1,7 p.p.), e na parcela pré-fixada (1,7 p.p.). As mudanças mais elevadas em janeiro, em relação a dezembro de 2013, ocorreram na parcelas vinculada à taxa Selic (10,7 p.p.) e pré-fixada (-5,8 p.p.).

9. O *deficit* da balança comercial atingiu US\$6,2 bilhões nos dois primeiros meses de 2014, elevando-se 16,2% em relação ao mesmo período de 2013. As exportações aumentaram 1,4% e as importações, 3,6%, totalizando US\$31,9 bilhões e US\$38,1 bilhões, respectivamente. As exportações médias diárias recuaram 3,4% no bimestre, reflexo de reduções nas vendas de bens semimanufaturados (7,2%); manufaturados (5,6%); e básicos (1,5%), que representaram, na ordem, 14,6%, 38,1% e 44% das exportações totais no bimestre. A menor participação dos manufaturados foi influenciada pela aplicação de cotas de importações, pela Argentina, no comércio de automóveis, com vigência a partir de primeiro de janeiro de 2014. A média diária das importações recuou 1,4% no primeiro bimestre de 2014, em relação a igual intervalo de 2013 resultado de reduções nas aquisições de combustíveis e lubrificantes (7,2%), de bens de capital (2,7%), de bens de consumo não duráveis (2,6%) e de matérias-primas (0,7%), e elevação de 14,0% nas compras de bens de consumo duráveis. A representatividade das importações destas categorias de uso no total importado no bimestre atingiu, na ordem, 18,1%, 21,7%, 8%, 42,9% e 9,3%.



10. O *deficit* em transações correntes, após totalizar US\$81,4 bilhões em 2013, atingiu US\$19 bilhões nos dois primeiros meses de 2014 (US\$17,9 bilhões em igual período de 2013). O *deficit* acumulado em doze meses somou US\$82,5 bilhões em fevereiro (3,69% do PIB). As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$6,8 bilhões, aumentando 0,7% em relação ao primeiro bimestre de 2013. As despesas líquidas com aluguel de equipamentos cresceram 8,3% e com viagens internacionais retraíram 1,4%. As despesas líquidas com transportes diminuíram 1,1% em relação a igual período de 2013. As despesas líquidas com juros totalizaram US\$2,6 bilhões e as remessas líquidas de lucros e dividendos, US\$3,8 bilhões (variações respectivas de 10,4% e -10,8% em relação a igual período de 2013).



**11.** Os ingressos líquidos de IED somaram US\$9,2 bilhões no primeiro bimestre de 2014, dos quais US\$6,8 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$2,4 bilhões, a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em doze meses atingiu US\$65,8 bilhões em fevereiro (2,94% do PIB). Os retornos líquidos de investimentos brasileiros em carteira no exterior totalizaram US\$1,3 bilhão (aplicações líquidas de US\$1,2 bilhão nos dois primeiros meses de 2013), ressaltando-se as vendas líquidas de ações de empresas estrangeiras e no retorno líquido nos títulos estrangeiros adquiridos por residentes. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$4,9 bilhões, incluindo saídas líquidas de UD\$984 milhões nos investimentos estrangeiros em ações. As aplicações líquidas de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país atingiram US\$5,9 bilhões (US\$993 milhões nos dois primeiros meses de 2013).



**12.** As reservas internacionais totalizaram, em fevereiro, US\$367,7 bilhões no conceito caixa e US\$377,2 bilhões no conceito liquidez, aumentando US\$3,9 bilhões e US\$1,4 bilhão, respectivamente, em relação a dezembro de 2013. O Banco Central liquidou compras de US\$2,5 bilhões de operações de linhas com recompra; a receita de juros, que remuneraram os ativos de reservas, somou US\$481 milhões; e as variações por paridades e por preços exerceram impactos respectivos de -US\$43 milhões e US\$812 milhões, no mês. Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$380,2 bilhões ao final de 2014. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3,5 bilhões; despesas de juros de US\$2,6 bilhões; e amortizações de US\$987 milhões.



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

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$240,3 bilhões em dezembro, com crescimentos de 8,5% no mês e de 4,1% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$198,4 bilhões, elevando-se 10,5% no mês e 10,0% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$41,9 bilhões, variando -0,1% e -16,9%, 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 dezembro. O crescimento de 7,6% em doze meses refletiu aumentos de 6,9% na base restrita, de 6,4% no saldo dos títulos públicos federais e de 18,1% nos depósitos compulsórios em espécie.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto 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>	320,0 - 375,7	11,1	339,0	8,3
Base restrita <sup>3/</sup>	216,1 - 292,3	10,1	240,3	4,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	2974,6 - 3492,0	11,7	3114,6	7,6
M4 <sup>4/</sup>	3744,4 - 5065,9	7,3	4459,4	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.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$339 bilhões em dezembro, elevando-se 10,6% no mês e 8,3% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$162,2 bilhões, crescendo 10,7% no mês e 11,4% em doze meses, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$176,8 bilhões, com variações respectivas de 10,5% e 5,6%.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$4,5 trilhões em dezembro, elevando-se 1,2% no mês e 8,7% 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\$122,1 bilhões no quarto trimestre de 2013, resultante das colocações líquidas de

R\$42,6 bilhões no mercado primário e de resgates líquidos de títulos de R\$164,7 bilhões no mercado secundário.

**19.** O Copom ponderou, nas reuniões de outubro e de dezembro de 2013, 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 ora 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.

#### **C. Política Monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2014**

**20.** A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$227,8 bilhões em fevereiro, com redução de 3,3% no mês e crescimento de 6,0% em doze meses. As reservas bancárias variaram -6,9% e -7,3%, respectivamente, situando-se em R\$42,5 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$185,3 bilhões, retração de 2,5% no mês e elevação de 9,6% em doze meses.

**21.** A base monetária ampliada totalizou R\$3,2 trilhões em fevereiro, com redução de 0,2% no mês e expansão de 8,8% em doze meses. O resultado anual refletiu elevações de 9,6% na base restrita, de 7,2% no saldo de títulos públicos federais e de 22% nos depósitos compulsórios em espécie.

**22.** Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, atingiram R\$311,8 bilhões em fevereiro, decréscimo de 3,5% no mês e aumento de 7,3% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público somou R\$152,3 bilhões, variações respectivas de -2,4% e 12,2%, e os depósitos à vista atingiram R\$159,5 bilhões, declínio de 4,6% no mês e crescimento de 3,1% em doze meses.

**23.** O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$4,5 trilhões em fevereiro, aumentando 0,7% no mês e 7,9% em doze meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2014 e ocorridos em janeiro/fevereiro<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	288 - 338,1	8,0	311,8	7,3
Base restrita <sup>3/</sup>	191,6 - 259,2	9,6	227,8	6,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	2971,2 - 3487,9	9,8	3179,9	8,8
M4 <sup>4/</sup>	3866,9 - 5231,7	9,0	4466,6	7,9

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\$16,7 bilhões no bimestre janeiro-fevereiro, com resgates líquidos de R\$94,1 bilhões no mercado primário e venda líquida de títulos de R\$111,1 bilhões no mercado secundário. As operações no extramercado foram expansionistas em R\$309 milhões.

**25.** O Copom avaliou, na reunião de janeiro, que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribuía para que a inflação ainda mostrasse resistência ligeiramente acima daquela que se antecipava. 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. Diante disso, dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa básica de juros, iniciado na reunião de abril de 2013, o Copom decidiu por unanimidade, naquele momento, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 10,50% a.a., sem viés. Na reunião de fevereiro, o Copom ponderou que, não obstante a moderação observada na margem, a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses seguia contribuindo para que a inflação mostrasse resistência ligeiramente acima daquela que se antecipava. Dessa forma, o Copom entendeu ser apropriado o prosseguimento do processo de ajuste da taxa básica de juros e decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,25 p.p., para 10,75% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) <sup>1/</sup>
16.04.2008	-	11,75
4.06.2008	-	12,25
23.07.2008	-	13,00
10.09.2008	-	13,75
29.10.2008	-	13,75
10.12.2008	-	13,75
21.01.2009	-	12,75
11.03.2009	-	11,25
29.04.2009	-	10,25
10.6.2009	-	9,25
22.07.2009	-	8,75
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
15.1.2014	-	10,50
26.2.2014	-	10,75

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

#### D. Perspectivas para o segundo trimestre e para o ano de 2014

26. A dinâmica da economia global esteve condicionada, no quarto trimestre de 2013, pela desaceleração do PIB dos EUA, Reino Unido e China, e pelo maior ritmo da atividade na Área do Euro. As taxas de inflação situaram-se, nas principais

economias maduras, em patamar inferior à taxa de referência para a política monetária dos respectivos bancos centrais, que mantiveram as taxas básicas de juros nos menores níveis históricos. Em janeiro, os mercados financeiros mostraram maior aversão ao risco, em cenário de divulgação de indicadores mais fracos para a atividade econômica nos EUA e na China, e de aumento das incertezas em relação aos mercados emergentes.

**27.** No Brasil, a recuperação da atividade econômica deverá persistir em 2014, sustentada pelo consumo doméstico, que se beneficia de taxas de desemprego em patamares historicamente baixas; e pelo impacto, sobre o componente externo da demanda, do cenário de maior dinamismo da economia global e depreciação da taxa de câmbio.

**28.** De fato, a taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego do IBGE (PME), situou-se em 4,6% no trimestre encerrado em janeiro (5,0% em igual período de 2013). Considerando dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu 5,0% no trimestre, ressaltando-se que o recuo de 0,3 p.p. em relação ao trimestre encerrado em outubro de 2013 resultou de retração de 0,3% da população economicamente ativa e estabilidade da população ocupada.

**29.** A evolução das operações de crédito foi condicionada, no trimestre encerrado em fevereiro, pelos efeitos sazonais do período. Nesse contexto, destacaram-se as contratações nas modalidades de curto prazo, ressaltando-se, no entanto a manutenção do dinamismo no crédito habitacional. Importante enfatizar que, embora as taxas de juros e dos *spreads* bancários mantivessem trajetória consistente com a política monetária, as taxas de inadimplência situaram-se nos menores níveis históricos.

**30.** As receitas do Governo Central cresceram, em 2013 e em janeiro de 2014, em ritmo inferior ao das despesas. Essa trajetória, influenciada, pela moderação da atividade econômica e pelas medidas de estímulo adotadas no período, deverá ser revertida em 2014, perspectiva sustentada pelo contingenciamento de despesas anunciado pelo Governo Central na programação orçamentária de 2014 e pela continuidade, nos próximos trimestres, da retomada da atividade econômica doméstica.

**31.** No âmbito do setor externo, o *deficit* da balança comercial cresceu 43,7% nos dois primeiros meses de 2014, em relação a igual período de 2013, reflexo de recuo das exportações e desaceleração das importações. No mesmo período, as despesas líquidas de serviços e rendas decresceram 20,5% e 1,3%, respectivamente, resultando em elevação de 7,8% no *deficit* em transações correntes. Ressalte-se que o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu 3,68% do PIB em fevereiro de 2014, mesmo patamar desde outubro de 2013.

**32.** Os ingressos relativos a investimentos estrangeiros líquidos diretos e a outras modalidades de captação relevantes para o financiamento do *deficit* em transações correntes aumentaram no bimestre. Esse cenário, fortalecido pela renovação, no

mínimo até o final do primeiro semestre de 2014, do programa de oferta cambial, garantiu fluidez ao mercado cambial, expressa na reversão do *deficit* apresentado pelo mercado de câmbio contratado no primeiro bimestre de 2013.

**33.** Nesse ambiente, a trajetória dos índices de preços gerais e ao consumidor foram distintas, na margem, no trimestre encerrado em fevereiro. A desaceleração observada no primeiro grupo evidenciou o recuo nos preços agrícolas, e a aceleração nos preços ao consumidor foi consistente com a sazonalidade de itens importantes, no período.

**34.** Ressalte-se que a aceleração do IPCA no trimestre encerrado em fevereiro foi menor que no mesmo intervalo de 2013, reflexo, em parte, de variações menos intensas nos preços dos alimentos *in natura* e dos efeitos de ações de política monetária recentemente implementadas. Nesse cenário, manteve-se a trajetória declinante da variação acumulada em doze meses do indicador

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

**35.** A programação dos agregados monetários para o segundo 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.

**Quadro 3. Programação monetária para o segundo trimestre e para ano de 2014<sup>1/</sup>**

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	283,9 - 333,3	4,2	327,7 - 384,6	5,1
Base restrita <sup>3/</sup>	190,4 - 257,6	9,7	219,7 - 297,3	7,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	3008,3 - 3531,4	8,7	3116,1 - 3658,1	8,8
M4 <sup>4/</sup>	3906,3 - 5285,0	7,8	4090,2 - 5533,8	7,9

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

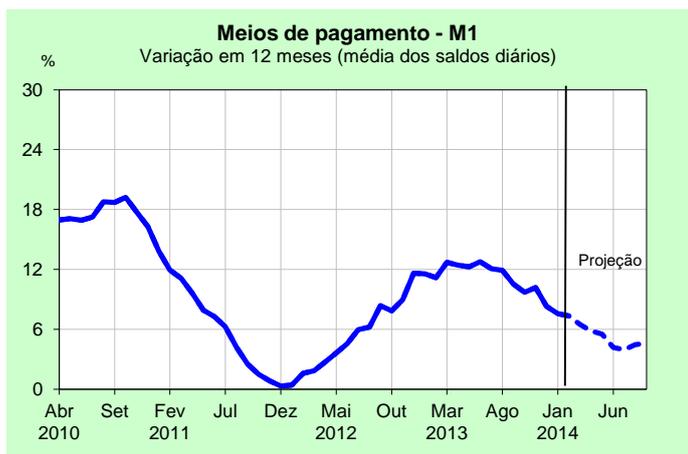
<sup>2/</sup> Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

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

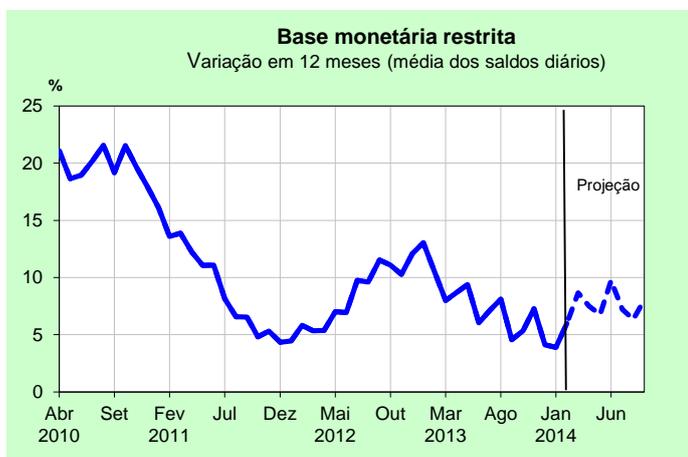
<sup>4/</sup> Saldos em fim de período.

**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 4,2% para junho e em 5,1% para dezembro de 2014.

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.



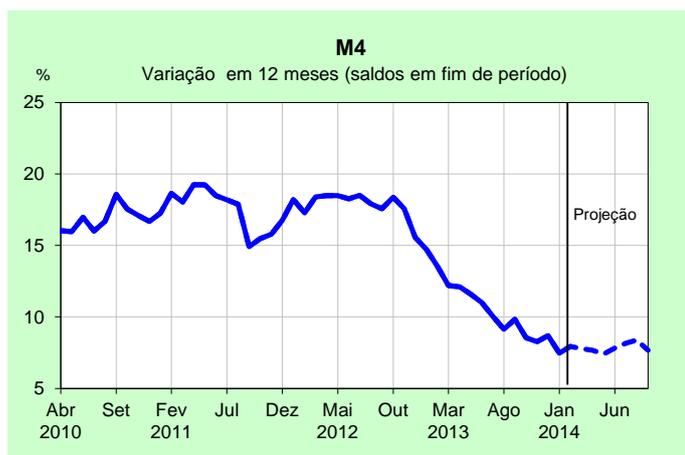
38. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em doze meses para o saldo médio da base monetária de 9,7% em junho e de 7,6% em dezembro de 2014.



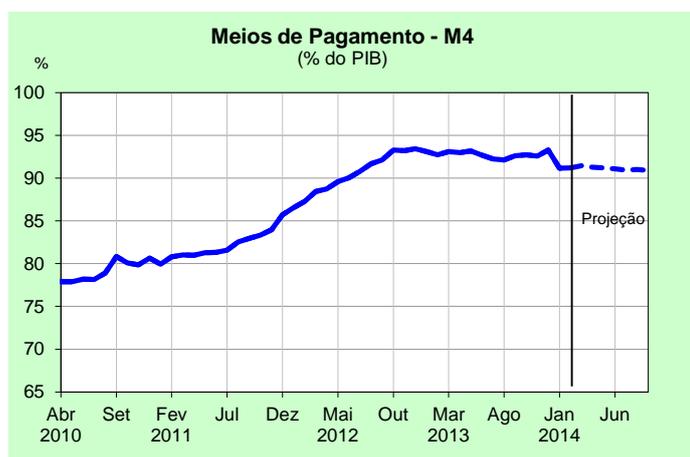
39. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 8,7% em junho e de 8,8% 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 7,8% em junho e de 7,9% em dezembro de 2014.



**41.** A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar estabilidade 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 janeiro/fevereiro de 2014, bem como os valores previstos para o segundo trimestre de 2014.

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

Discriminação	2014		2014 <sup>2/</sup>			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo 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>	311,8	7,3	308,6	4,2	356,1	5,1
Base restrita <sup>4/</sup>	227,8	6,0	224,0	9,7	258,5	7,6
Base ampliada <sup>5/</sup>	3179,9	8,8	3 269,9	8,7	3 387,1	8,8
M4 <sup>5/</sup>	4466,6	7,9	4 595,7	7,8	4 812,0	7,9

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<sup>1/</sup>**

Discriminação	2014		2014 <sup>2/</sup>			
	Janeiro - Fevereiro <sup>1/</sup>		Segundo 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>	1,369	1,3	1,378	-5,0	1,378	-2,3
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,262	-10,1	0,268	10,1	0,270	9,5
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,482	4,5	0,483	5,7	0,482	1,7
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,405	7,9	1,405	7,8	1,421	7,9

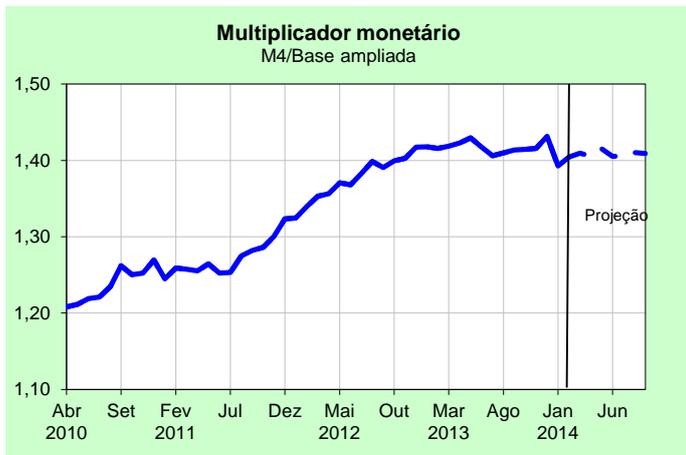
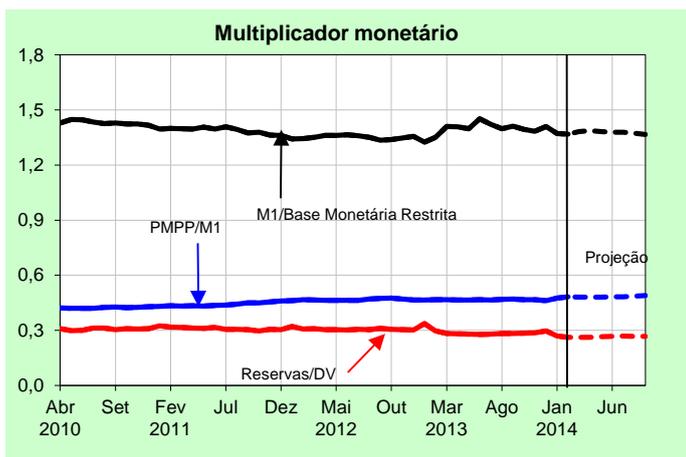
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

44. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do segundo trimestre e do ano de 2014.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto 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>	320,0 - 375,7	11,1	339,0	8,3
Base restrita <sup>3/</sup>	216,1 - 292,3	10,1	240,3	4,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	2974,6 - 3492,0	11,7	3114,6	7,6
M4 <sup>4/</sup>	3744,4 - 5065,9	7,3	4459,4	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 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2014 e ocorridos em janeiro/fevereiro<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>	288 - 338,1	8,0	311,8	7,3
Base restrita <sup>3/</sup>	191,6 - 259,2	9,6	227,8	6,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	2971,2 - 3487,9	9,8	3179,9	8,8
M4 <sup>4/</sup>	3866,9 - 5231,7	9,0	4466,6	7,9

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 segundo trimestre e para ano de 2014<sup>1/</sup>**

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	283,9 - 333,3	4,2	327,7 - 384,6	5,1
Base restrita <sup>3/</sup>	190,4 - 257,6	9,7	219,7 - 297,3	7,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	3008,3 - 3531,4	8,7	3116,1 - 3658,1	8,8
M4 <sup>4/</sup>	3906,3 - 5285,0	7,8	4090,2 - 5533,8	7,9

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	2014		2014 <sup>2/</sup>			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo 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>	311,8	7,3	308,6	4,2	356,1	5,1
Base restrita <sup>4/</sup>	227,8	6,0	224,0	9,7	258,5	7,6
Base ampliada <sup>5/</sup>	3179,9	8,8	3 269,9	8,7	3 387,1	8,8
M4 <sup>5/</sup>	4466,6	7,9	4 595,7	7,8	4 812,0	7,9

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	2014		2014 <sup>2/</sup>			
	Janeiro - Fevereiro <sup>1/</sup>		Segundo 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>	1,369	1,3	1,378	-5,0	1,378	-2,3
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,262	-10,1	0,268	10,1	0,270	9,5
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,482	4,5	0,483	5,7	0,482	1,7
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,405	7,9	1,405	7,8	1,421	7,9

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.