

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2014

Junho – 2014

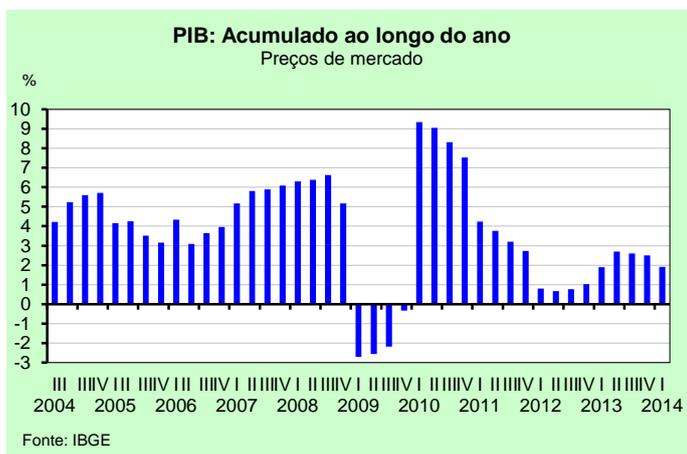


BANCO CENTRAL DO BRASIL

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

A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2014

1. O PIB cresceu 0,2% no primeiro trimestre de 2014, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. A expansão refletiu, sob a ótica da oferta, o aumento de 3,6% na produção agropecuária, favorecido pelo dinamismo das lavouras de soja, algodão e arroz, que deverão crescer, segundo o IBGE, 6,3%, 23,5% e 7,7%, respectivamente, em 2014; e as variações respectivas de -0,8% e 0,4% na indústria e no setor de serviços. A análise da demanda indica que a evolução trimestral do PIB refletiu o aumento de 0,7% no consumo do governo e os recuos respectivos de 0,1% e 2,1% no consumo das famílias e na formação bruta de capital fixo (FBCF). Em relação ao setor externo, as exportações recuaram 3,3% e as importações aumentaram 1,4%, no período. O PIB cresceu 1,9% em relação ao primeiro trimestre de 2013, resultado, segundo a ótica da produção, de expansões na agropecuária (2,8%), no setor de serviços (2,0%) e na indústria (0,8%). No âmbito da demanda agregada, o componente interno contribuiu com 1,8 p.p. para o crescimento interanual do PIB, resultado de expansões no consumo das famílias (2,2%) e no consumo do governo (3,4%), e de recuo de 2,1% e na FBCF. A contribuição do setor externo, refletindo variações respectivas de 2,8% e 1,4% nas exportações e importações, atingiu 0,1 p.p. no período.



2. A produção física da indústria decresceu 0,3% no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, quando recuara 1,6%, no mesmo tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados da série da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa aumentou 0,5% e a da indústria de transformação recuou 0,4%, destacando-se as reduções nas atividades fumo (37,5%), outros produtos químicos (3,8%) e alimentos (1,2%). O recuo trimestral na produção da indústria decorreu de retração de 0,6% na produção de bens intermediários e de aumentos nas



categorias de bens de capital (5,6%), bens de consumo duráveis (3,1%) e de bens de consumo semi e não duráveis (0,2%).

3. As vendas do comércio ampliado recuaram 1,5% no trimestre

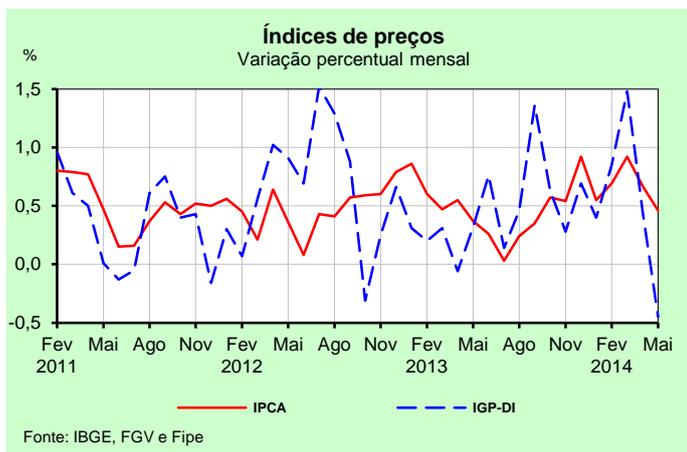
finalizado em abril, em relação ao terminado em janeiro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. Destacaram-se as reduções nas vendas de livros, jornais, revistas e papelaria (5,9%), veículos e motos, partes e peças (5,2%) e os aumentos nas relativas a equipamentos e material para escritório (2,6%) e artigos farmacêuticos e médicos (2,0%).



As vendas do comércio varejista - conceito que exclui do comércio ampliado os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção - decresceram 0,3% no período. As vendas recuaram no Sul (3,1%) e no Norte (1,2%), mantiveram-se estáveis no Sudeste e aumentaram no Nordeste (0,8%) e no Centro-Oeste (0,9%). Ocorreram reduções nas vendas em 14 das 27 unidades da federação, com destaque para os recuos de 3,9% no Acre; 3,3% no Maranhão e 3,0% na Bahia.

4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, variou 1,48%

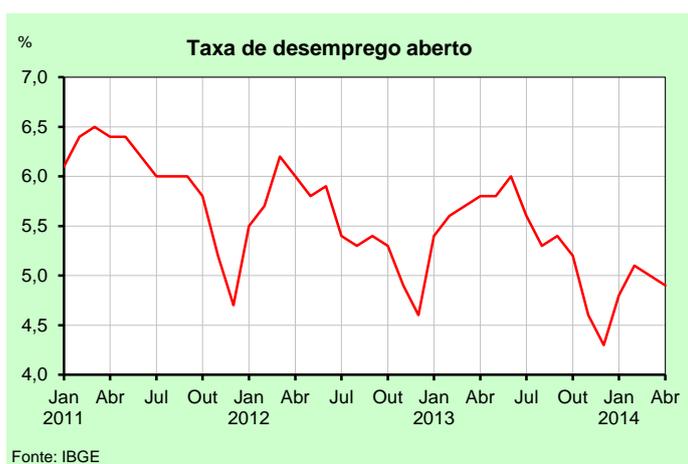
no trimestre encerrado em maio (1,95% no finalizado em fevereiro). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 1,91% para 0,94%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 2,36% para 2,16%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,31% para 3,24%.



O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 2,06% no trimestre encerrado em maio (2,18% no terminado em fevereiro), resultado de desacelerações dos preços livres (2,32% para 2,28%) e dos monitorados (1,70% para 1,34%). A evolução dos preços livres decorreu de menor variação (2,34% ante 2,93%) dos preços dos itens não comercializáveis, destacando-se o fim da pressão sazonal do item cursos regulares; e de maior variação (2,21% ante 1,62%) dos preços dos itens comercializáveis, ressaltando-se os aumentos na inflação de vestuário e leites e derivados.

5. A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolita-

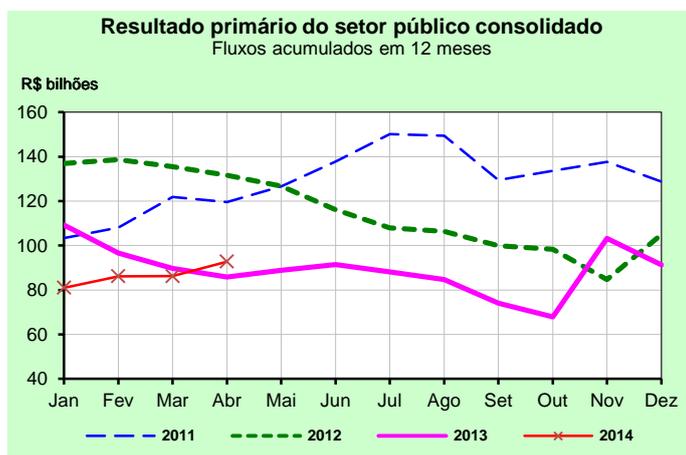
nas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 5,0% no trimestre encerrado em abril (5,7% em igual período de 2013). Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego alcançou 4,8% no trimestre (5,0% no trimestre encerrado em janeiro), resultado de variações de -0,2% na população economicamente ativa e de 0,1% na população ocupada.



Considerada a Pesquisa Nacional de Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, de âmbito nacional, a taxa de desemprego atingiu 7,1% no primeiro trimestre do ano (6,2% no quarto trimestre e 8,0% no primeiro trimestre de 2013). O nível de ocupação – relação entre população ocupada e população em idade ativa – atingiu 56,7% no primeiro trimestre de 2014 (57,3% no quarto trimestre e 56,3% no primeiro trimestre de 2013). A economia do país gerou, de acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), 379,3 mil postos formais de trabalho no trimestre encerrado em abril (432,8 mil em igual período de 2013), dos quais 249,7 mil no setor de serviços, 54,0 mil na indústria de transformação e 27,1 mil na construção civil.

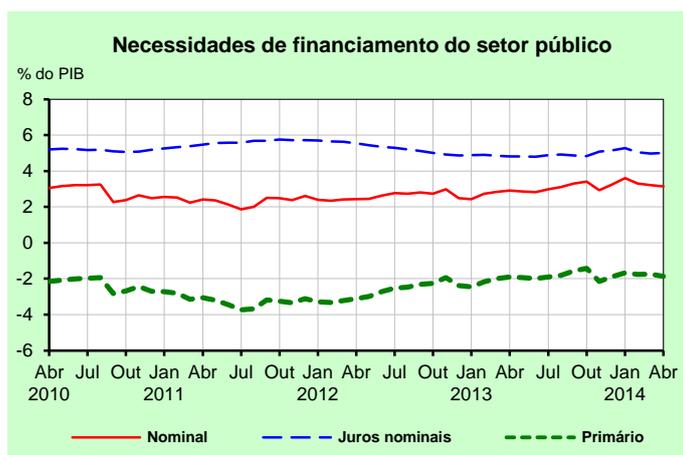
6. O *superavit* primário do setor público consolidado atingiu R\$42,5

bilhões (2,60% do PIB) no primeiro quadrimestre de 2014, ante 2,72% do PIB no mesmo período do ano anterior, destacando-se a redução de 0,1 p.p. do PIB no resultado dos governos regionais. A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$318,1 bilhões no primeiro quadrimestre de 2014, elevando-se 9,9% em relação ao mesmo período do ano anterior,



com destaque para os crescimentos de R\$7,2 bilhões nas receitas de dividendos; de 14,6% no Imposto de Renda Retido na Fonte; e de 10,8% no IPI. As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$197,2 bilhões no quadrimestre, aumentando 14,1% em relação a igual período de 2013.

7. Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$80,2 bilhões no primeiro quadrimestre de 2014 (4,90% do PIB). A redução de 0,42 p.p. do PIB, em relação ao mesmo período do ano anterior, refletiu, em parte, o ganho de R\$14,6 bilhões associado às operações de *swap* cambial, no período (R\$237 milhões no primeiro quadrimestre de 2013). O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros

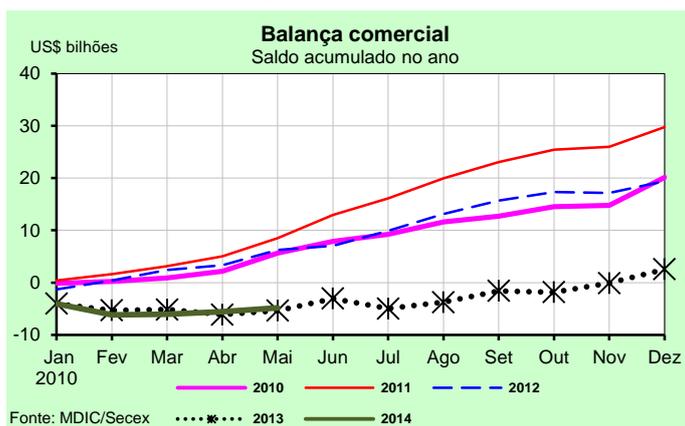


nominais apropriados, foi deficitário em R\$37,6 bilhões (2,30% do PIB) no quadrimestre encerrado em abril de 2014 (2,60% do PIB no mesmo período de 2013). O resultado foi financiado por expansão da dívida mobiliária, neutralizada, em parte, por reduções na dívida bancária líquida, no financiamento externo líquido e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.696 bilhões em abril (34,2% do PIB). A elevação de 0,5 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2013 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais (1,6 p.p.), da valorização cambial de 5,2% acumulada no ano (0,7 p.p.), do *superavit* primário (-0,9 p.p.) e do crescimento do PIB nominal (-0,9 p.p.). As maiores alterações na composição da DLSP no primeiro quadrimestre de 2014 ocorreram nas parcelas vinculada à taxa Selic (8,1 p.p.), pré-fixada (-8 p.p.) e credora vinculada ao câmbio (-4,4 p.p.), que representaram, em abril, 70,3%, 43,7% e -42,2%, respectivamente, do total da DLSP.

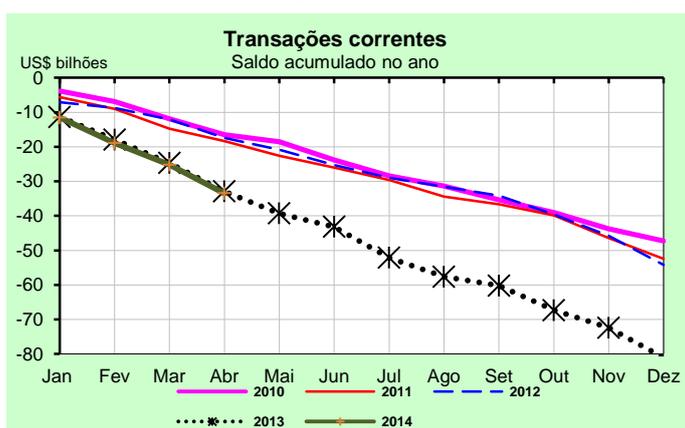


9. O *deficit* da balança comercial atingiu US\$4,9 bilhões nos cinco primeiros meses do ano (US\$5,4 bilhões em igual período de 2013). As exportações somaram US\$90,1 bilhões, as importações, US\$94,9 bilhões, e a corrente de comércio, US\$185 bilhões (recuos respectivos de 3,5%, 3,8% e 3,6% no período). Consideradas médias diárias, as exportações decresceram 2,5% no período, resultado



de expansão de 2,9% nas vendas de produtos básicos e de decréscimos respectivos de 9,8% e 8,0% nos embarques de semimanufaturados e manufaturados. As exportações dessas categorias representaram, na ordem, 50,3%, 12,2% e 34,8% do total, no período. A média diária das importações recuou 2,9% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2013, destacando-se a redução de 14,5% das aquisições de combustíveis e lubrificantes, impactada parcialmente pelos registros defasados de compras realizadas em 2012. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 3,0% no valor das exportações do primeiro quadrimestre do ano, em relação a igual período do ano anterior, resultou de retração de 5,3% nos preços e aumento de 2,7% no *quantum*. Houve redução nos preços de todas as categorias de produtos exportados: semimanufaturados, 8,0%; básicos, 7,2%; e manufaturados, 1,7%. Com relação ao volume exportado, destaque para o aumento de 11,7% na categoria de produtos básicos, impulsionado pelas vendas de soja e petróleo, e para a redução de 7,0% no volume exportado de produtos manufaturados.

10. O *deficit* em transações correntes atingiu US\$33,5 bilhões nos quatro primeiros meses de 2014 (US\$32,9 bilhões em igual período do ano anterior). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* somou US\$81,6 bilhões em abril (3,65% do PIB). As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$14,8 bilhões (elevação de 3,3% no período), com destaque para a expansão de 9,7%, para US\$6,7



bilhões, nas relativas a aluguel de equipamentos. As remessas líquidas com juros atingiram US\$4,8 bilhões, elevando-se 13,1% no período. As despesas brutas somaram US\$6,1 bilhões, incremento de 1,7%, e as receitas, US\$1,3 bilhão, recuo se 25%. Vale ressaltar que as receitas de juros provenientes da remuneração das reservas internacionais, evidenciando a redução das taxas de juros internacionais, decresceram 20,3% em relação a igual intervalo de 2013.

11. Os ingressos líquidos de IED somaram US\$19,4 bilhões de janeiro a abril de 2014 (US\$19 bilhões em igual período de 2013).

Considerados intervalos de doze meses, o IED atingiu US\$64,5 bilhões em abril (US\$64,1 bilhões em abril de 2013). As aplicações líquidas de investimentos brasileiros em carteira no exterior totalizaram US\$789 milhões em abril, acumulando US\$1,3 bilhão nos quatro primeiros meses de 2014 (US\$2,8 bilhões no período correspondente de 2013).



Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$16,2 bilhões nos primeiros quatro meses de 2014, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somando US\$875 milhões (US\$8,1 bilhões em igual período de 2013). As aplicações líquidas de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país somaram US\$13,9 bilhões (US\$2,5 bilhões nos quatro primeiros meses de 2013).

12. As reservas internacionais totalizaram, em abril, US\$366,7 bilhões no conceito caixa e US\$378,4 bilhões no conceito liquidez, aumentando US\$7,9 bilhões e US\$2,6 bilhões, respectivamente, em relação a dezembro de 2013.

No período, a receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$969 milhões, enquanto os impactos das variações por preço e por paridade atingiram US\$802 milhões e US\$567 milhões, respectivamente..



B. Política Monetária no primeiro trimestre de 2014

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 primeiro trimestre de 2014.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$223,1 bilhões em março. O crescimento de 8,5% em doze meses decorreu de variações de 10,6% no saldo médio do papel-moeda emitido e de -0,3% no das reservas bancárias, que somaram R\$183,7 bilhões e R\$39,4 bilhões, respectivamente.

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\$3,2 trilhões em março. O crescimento de 9,0% em doze meses refletiu os aumentos na base restrita (9,8%), no saldo dos títulos públicos federais (7,4%) e nos depósitos compulsórios em espécie (23,0%).

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2014^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	288,0 - 338,1	8,0	310,3	7,0
Base restrita ^{3/}	191,6 - 259,2	9,6	223,1	8,5
Base ampliada ^{4/}	2971,2 - 3487,9	9,8	3 207,8	9,0
M4 ^{4/}	3866,9 - 5231,7	9,0	4 520,8	8,3

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\$310,3 bilhões em março, elevando-se 7,0% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$150,7 bilhões e o dos depósitos à vista, R\$159,6 bilhões, com variações respectivas de 11,2% e 3,3%, na mesma base de comparação.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$4,5 trilhões em março, elevando-se 8,3% em doze meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$9 bilhões no primeiro trimestre de 2014, resultante de resgates líquidos de R\$100 bilhões no mercado primário e de R\$551 milhões no extramercado, e de colocações líquidas de títulos de R\$110 bilhões no mercado secundário.

19. 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, iniciado na reunião de abril de 2013, e decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,25 p.p., para 10,75% a.a., sem viés.

C. Política Monetária no bimestre abril-maio de 2014

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$222,9 bilhões em maio, com crescimento de 7,2% em doze meses. As reservas bancárias somaram R\$41,4 bilhões e o saldo médio do papel-moeda emitido, R\$181,5 bilhões, variando -2,9% e 9,8%, respectivamente, no período.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$3,2 trilhões em maio. A expansão de 9,1% em doze meses refletiu elevações de 6,8% na base restrita, de 7,7% no saldo de títulos públicos federais e de 23,4% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, atingiram R\$306,1 bilhões em maio, com aumento de 5,3% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público somou R\$149,3 bilhões e o dos depósitos à vista, R\$156,8 bilhões, registrando variações respectivas de 10,3% e 1,0%, na mesma base de comparação.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$4,6 trilhões em maio, aumentando 7,8% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2014 e ocorridos em abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	283,9 - 333,3	4,2	306,1	5,3
Base restrita ^{3/}	190,4 - 257,6	9,7	222,9	7,2
Base ampliada ^{4/}	3008,3 - 3531,4	8,7	3 242,8	9,1
M4 ^{4/}	3906,3 - 5285,0	7,8	4 576,6	7,8

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em expansão monetária de R\$5,1 bilhões no bimestre abril-maio, com resgates líquidos de R\$9,1 bilhões no mercado primário e venda líquida de títulos de R\$4,1 bilhões no mercado secundário. As operações no extramercado foram expansionistas em R\$124 milhões.

25. O Copom ponderou, na reunião de abril, que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses e que os mecanismos formais e informais de indexação contribuíam para que a inflação ainda mostrasse resistência, ligeiramente acima daquela que se antecipava. Nesse contexto, tendo em vista os danos que a persistência desse processo causaria à tomada de decisões sobre consumo e investimentos, o Copom entendeu ser apropriado ajustar as condições monetárias e decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,25 p.p., para 11,00% a.a., sem viés. O Comitê avaliou, na reunião de maio, que os efeitos do processo de elevação da taxa Selic sobre a inflação ainda estavam, em parte, por se materializar, e que era plausível afirmar que, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação tendem a ser potencializados. Diante disso, avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, naquele momento, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
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
16.1.2013	-	7,25
06.3.2013	-	7,25
17.4.2013	-	7,50
29.5.2013	-	8,00
10.7.2013	-	8,50
28.8.2013	-	9,00
09.10.2013	-	9,50
27.11.2013	-	10,00
15.1.2014	-	10,50
26.2.2014	-	10,75
2.4.2014	-	11,00
28.5.2014	-	11,00

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

D. Perspectivas para o terceiro trimestre e para o ano de 2014

26. A economia global manteve-se em expansão no primeiro trimestre de 2014, destacando-se o maior dinamismo do consumo das famílias nas economias maduras, em particular nos EUA, Reino Unido e Japão, e o menor ritmo da atividade nas economias emergentes. As variações anuais dos índices de preços aos consumidores seguiram em patamares reduzidos nas principais economias maduras, onde prevaleceram, de modo geral, políticas acomodatórias. Nesse contexto, observou-se, no trimestre encerrado em maio, redução da percepção de risco nos mercados financeiros internacionais e melhora na precificação de ativos financeiros de economias emergentes.

27. O PIB cresceu 0,2% no primeiro trimestre de 2014, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, considerando dados dessazonalizados do IBGE. A manutenção da trajetória de crescimento moderado, iniciada na segunda metade de 2013 refletiu, principalmente, o resultado negativo do consumo das famílias, que recuou 0,1% no trimestre, após nove resultados positivos em sequência, nessa base de comparação.

28. A evolução recente dos indicadores de confiança, de empresários e famílias, em cenário de menor dinamismo do mercado de crédito e da ocupação no mercado de trabalho, sugere a continuidade, no próximo trimestre, do ritmo moderado de recuperação da economia do país.

29. As perspectivas a partir da segunda metade do ano incorporam intensificação da atividade, em cenário de manutenção de nível reduzido da taxa de desemprego; recuperação dos investimentos, em parte devido aos impactos defasados dos programas de concessões de infraestrutura; menor volatilidade nos mercados financeiros; e contribuição positiva da demanda externa, em ambiente de recuperação mais consistente da economia global.

30. O desempenho recente do mercado de crédito segue em linha com o ciclo monetário e com a posição cíclica da economia. A carteira total de crédito do sistema financeiro cresceu em ritmo moderado no trimestre encerrado em abril relativamente ao finalizado em fevereiro, com maior participação de operações com recursos direcionados.

31. A evolução trimestral dos empréstimos foi sustentada, no segmento de recursos livres, pelas operações contratadas com pessoas jurídicas, e no segmento de crédito direcionado, pelas operações contratadas com famílias, especialmente nas modalidades crédito imobiliário e rural. As taxas de juros elevaram-se no trimestre, em especial nas operações com recursos livres destinadas a pessoas físicas. A inadimplência apresentou estabilidade, no trimestre.

32. O *superavit* primário obtido pelo setor público no primeiro quadrimestre de 2014 mostrou-se consistente com a meta de 1,9% do PIB estabelecida para o ano. Ressalte-se a relevância – considerados eventuais impactos da moderação da atividade econômica sobre as receitas públicas – do contingenciamento das despesas, anunciado na programação orçamentária de 2014, para a continuidade da evolução favorável dos indicadores fiscais no decorrer do ano.

33. O *deficit* em transações correntes representou 3,65% do PIB no intervalo de doze meses encerrado em maio de 2014, mantendo-se nesse patamar desde agosto de 2013. As expectativas de manutenção do nível das despesas com serviços e rendas, e de melhora do saldo comercial, em cenário de retomada da atividade econômica global e da produção doméstica de petróleo e derivados; e a menor volatilidade nos mercados financeiros internacionais sugerem a continuidade, nos próximos trimestres, do financiamento confortável do balanço de pagamentos.

34. Essa perspectiva se sustenta, ainda, no aumento consistente dos fluxos de IED direcionados ao Brasil, modalidade de capital externo de longo prazo que financia cerca de 80% do *deficit* em transações correntes do país; e nas crescentes captações das empresas brasileiras no mercado financeiro internacional, com taxas de rolagem superiores a 100%. Ressalte-se, adicionalmente, a manutenção do nível adequado das reservas internacionais do país, que, no conceito de liquidez, representavam, em maio, dezenove meses de importações de bens, ou cinco vezes as amortizações vincendas nos próximos doze meses.

35. Nesse cenário, a inflação ao consumidor recuou no trimestre encerrado em maio, com ênfase no esgotamento de pressões sazonais do grupo educação, parcialmente mitigado pelas pressões provenientes dos preços de alimentos. Prospectivamente, o recente arrefecimento dos preços de produtos agrícolas no atacado deverá repercutir sobre os preços da alimentação ao consumidor nos próximos meses, que também devem ser impactados pelos efeitos defasados das ações de política monetária recentemente implementadas. Não obstante isso, a inflação ao consumidor em doze meses tende a aumentar no curto prazo, refletindo o efeito base, ou seja, a eliminação de reduzidas taxas mensais registradas em meados de 2013.

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

36. 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 terceiro trimestre e para ano de 2014^{1/}

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	291,7 - 342,5	4,5	330,6 - 388,1	6,0
Base restrita ^{3/}	198,9 - 269,1	8,9	222,3 - 300,7	8,8
Base ampliada ^{4/}	3088,0 - 3625,1	8,7	3122,3 - 3665,4	9,0
M4 ^{4/}	4045,8 - 5473,7	9,0	4167,5 - 5638,4	10,0

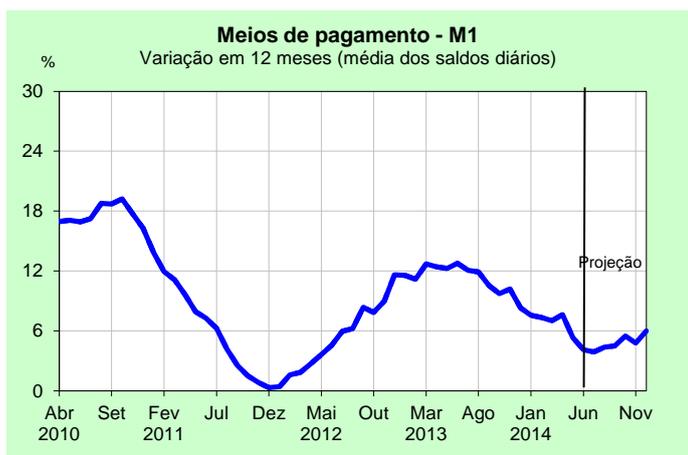
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

37. 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 4,5% para setembro e em 6,0% para dezembro de 2014.



38. 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.

39. 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 8,9% em setembro e de 8,8% em dezembro de 2014.



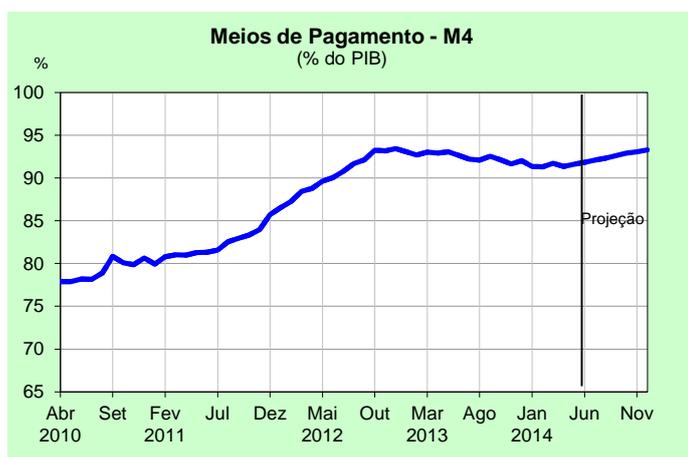
40. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 8,7% em setembro e de 9,0% em dezembro de 2014.



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 e xterna. Em decorrência, o crescimento em doze meses esperado para o M4 corresponde a 9,0% em setembro e a 10,0% em dezembro de 2014.



42. 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.



43. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre abril/maio de 2014, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre de 2014.

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

Discriminação	2014		2014 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro 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/}	306,1	5,3	317,1	4,5	359,3	6,0
Base restrita ^{4/}	222,9	7,2	234,0	8,9	261,5	8,8
Base ampliada ^{5/}	3 242,8	9,1	3 356,6	8,7	3 393,9	9,0
M4 ^{5/}	4 576,6	7,8	4 759,7	9,0	4 903,0	10,0

^{1/} Refere-se ao último mês do período.

^{2/} Projeção.

^{3/} Ponto médio das previsões.

^{4/} Média dos saldos nos dias úteis do mês.

^{5/} Saldos em fim de período.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2014		2014 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,373	-1,7	1,355	-4,0	1,374	-2,6
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,264	-3,9	0,267	8,7	0,270	13,8
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,488	4,7	0,495	3,6	0,483	0,9
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,408	-1,5	1,418	0,3	1,445	1,0

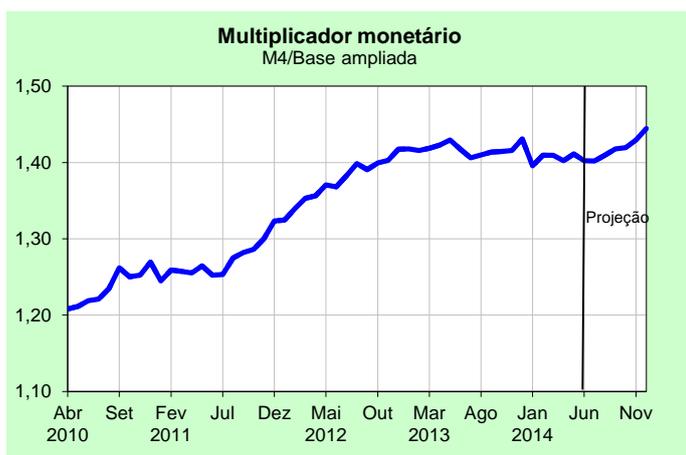
1/ Refere-se ao último mês do período.

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 terceiro trimestre e do ano de 2014.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2014^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	288,0 - 338,1	8,0	310,3	7,0
Base restrita ^{3/}	191,6 - 259,2	9,6	223,1	8,5
Base ampliada ^{4/}	2971,2 - 3487,9	9,8	3 207,8	9,0
M4 ^{4/}	3866,9 - 5231,7	9,0	4 520,8	8,3

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 segundo trimestre de 2014 e ocorridos em abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	283,9 - 333,3	4,2	306,1	5,3
Base restrita ^{3/}	190,4 - 257,6	9,7	222,9	7,2
Base ampliada ^{4/}	3008,3 - 3531,4	8,7	3 242,8	9,1
M4 ^{4/}	3906,3 - 5285,0	7,8	4 576,6	7,8

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	291,7 - 342,5	4,5	330,6 - 388,1	6,0
Base restrita ^{3/}	198,9 - 269,1	8,9	222,3 - 300,7	8,8
Base ampliada ^{4/}	3088,0 - 3625,1	8,7	3122,3 - 3665,4	9,0
M4 ^{4/}	4045,8 - 5473,7	9,0	4167,5 - 5638,4	10,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	2014		2014 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro 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/}	306,1	5,3	317,1	4,5	359,3	6,0
Base restrita ^{4/}	222,9	7,2	234,0	8,9	261,5	8,8
Base ampliada ^{5/}	3 242,8	9,1	3 356,6	8,7	3 393,9	9,0
M4 ^{5/}	4 576,6	7,8	4 759,7	9,0	4 903,0	10,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2014		2014 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,373	-1,7	1,355	-4,0	1,374	-2,6
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,264	-3,9	0,267	8,7	0,270	13,8
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,488	4,7	0,495	3,6	0,483	0,9
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,408	-1,5	1,418	0,3	1,445	1,0

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.