

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2014

Setembro – 2014

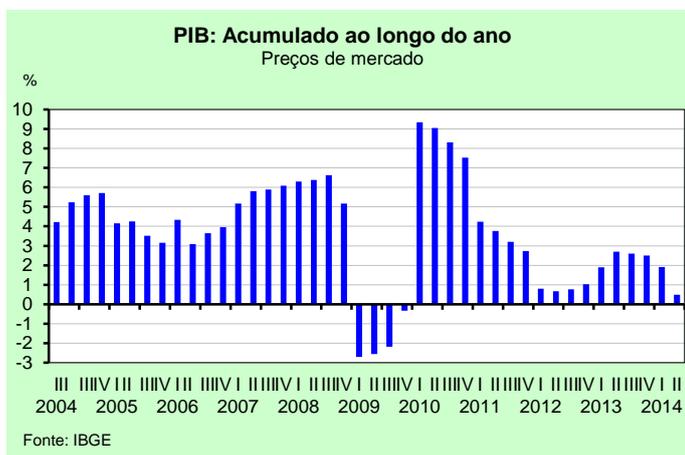


BANCO CENTRAL DO BRASIL

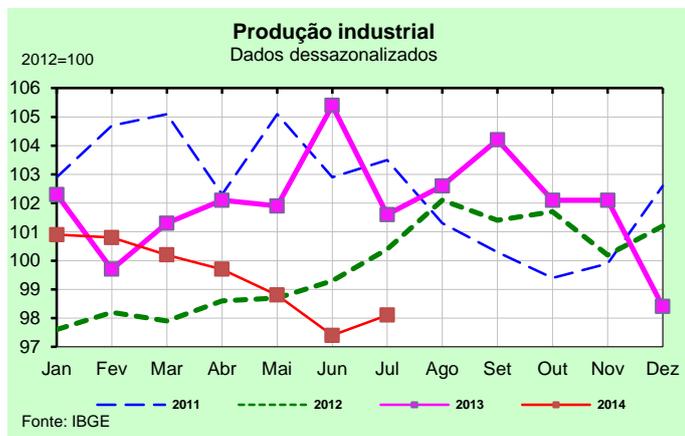
Programação Monetária para o quarto trimestre de 2014

A. A economia brasileira no terceiro trimestre de 2014

1. O PIB decresceu 0,6% no segundo trimestre de 2014, em relação ao anterior, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Sob a ótica da produção, ocorreram variações trimestrais de 0,2% na agropecuária, -1,5% na indústria e de -0,5% nos serviços, ante 3,1%, -1,2% e estabilidade, respectivamente, no trimestre encerrado em março. No âmbito da demanda doméstica, o consumo das famílias cresceu 0,3% no trimestre, contrastando com as retrações respectivas de 0,7% e 5,3% no consumo do governo e na formação bruta de capital fixo (FBCF), dados dessazonalizados. O setor externo contribuiu positivamente para a evolução do PIB no trimestre, com variações de 2,8% nas exportações e -2,1% nas importações. O PIB cresceu 0,5% no primeiro semestre do ano, em relação a igual intervalo de 2013. Sob a ótica da oferta, ocorreram expansões de 1,2% na agropecuária e 1,1% no setor de serviços, e retração de 1,4% na indústria. A contribuição da demanda doméstica para o crescimento interanual do PIB atingiu 0,1 p.p. no primeiro semestre de 2014 (3,7 p.p. em igual intervalo de 2013), reflexo de variações respectivas de 2,1%, 1,7% e -6,8% no consumo do governo, no consumo das famílias e na FBCF. O setor externo exerceu contribuição de 0,4 p.p. (-1 p.p. no primeiro semestre de 2013), resultado de variações de -0,6% nas importações e de 2,3% nas exportações.



2. A produção física da indústria reduziu 2,1% no trimestre finalizado em julho, em relação ao encerrado em abril, quando recuara 0,2%, na mesma base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa expandiu 1,9% e a de transformação recuou 2,5%, ressaltando-se os resultados negativos nas atividades equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos (17,4%), veículos automotores (14,2%) e metalurgia (8,1%). A análise por categorias de uso revela recuos trimestrais

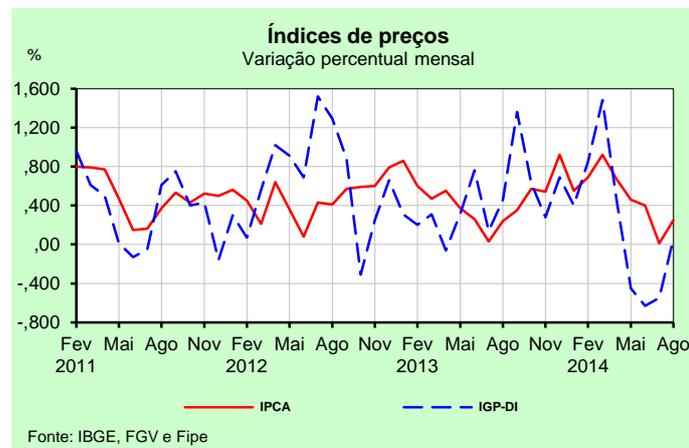


nas indústrias de bens de consumo duráveis (17,1%), bens de capital (8,0%) e de bens intermediários (1,3%), e aumento de 0,4% na de bens de consumo semi e não duráveis.

3. As vendas do comércio ampliado recuaram 3,0% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando haviam decrescido 2,0%, no mesmo tipo de comparação, dados dessazonalizados. Ocorreram reduções nas vendas em oito dos dez segmentos pesquisados, com destaque para equipamentos e material para escritório, -5,5%, material de construção, -5,2%; e livros, jornais, revistas e papeleria, -3,5%. As vendas do comércio varejista¹ decresceram 1,2% no período. A única elevação ocorreu no Norte (1,3%) e a redução mais acentuada, no Centro-Oeste (2,1%).



4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 0,66% no trimestre encerrado em agosto (2,06% no terminado em maio), resultado de desacelerações dos preços livres (de 2,28% para 0,51%) e dos monitorados (de 1,34% para 1,15%). A evolução dos preços livres refletiu reduções nas variações dos preços dos itens não comercializáveis (de 2,34% para 0,33%), destacando-se a deflação dos produtos *in natura*, e dos comercializáveis (de 2,21% para 0,74%), ressaltando-se o arrefecimento na inflação do grupo vestuário e do item carnes. A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 6,51% em agosto (6,38% em maio de 2013), resultado de desaceleração dos preços livres, de 7,07% para 6,95%, e aceleração dos monitorados, de 4,08% para 5,07%. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, recuou 1,12% no trimestre encerrado em agosto (alta de 1,48% no finalizado em maio). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 0,94% para -2,17%; e a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 2,16% para 0,55%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 3,24% para 1,49%. Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 4,63% em agosto (7,26% em maio e 3,98% em agosto de 2013).



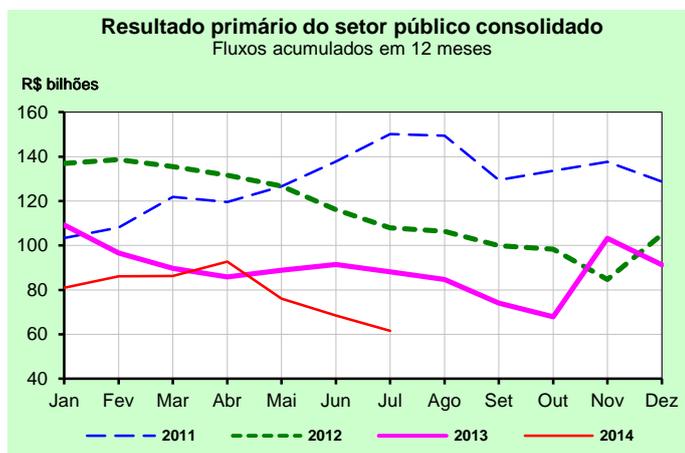
¹ Conceito que exclui do comércio ampliado os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção.

5. A taxa média de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 5,0% no primeiro quadrimestre do ano (5,6% em igual período de 2013)². Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego situou-se em 4,6% em abril, ante 5,1% no final de 2013, com reduções de 0,6% da população ocupada e de 0,8% da população economicamente ativa.



Considerados dados mais recentes, disponíveis para quatro regiões metropolitanas, as taxas de desemprego atingiram, no trimestre encerrado em julho, 3,4% no Rio de Janeiro, 3,9% em Belo Horizonte, 5,0% em São Paulo e 6,7% em Recife (5,1%, 4,2%, 6,2% e 6,7%, respectivamente, no mesmo período de 2013). A economia brasileira gerou 96,0 mil postos formais de trabalho no trimestre encerrado em julho de 2014 (237,3 mil em igual período de 2013), segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Destacaram-se as criações líquidas de empregos no setor de serviços (81,9 mil) e na agricultura (94,9 mil), e a eliminação de 72,5 mil vagas na indústria de transformação.

6. O *superavit* primário do setor público consolidado atingiu R\$24,7 bilhões nos sete primeiros meses de 2014 (0,84% do PIB, ante 1,99% do PIB em igual período de 2013). Houve redução em todas as esferas do setor público, com destaque para o recuo de 0,91 p.p. do PIB no resultado do Governo Central. A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$527,4 bilhões nos sete primeiros meses do ano (aumento de 4,8% em relação a igual

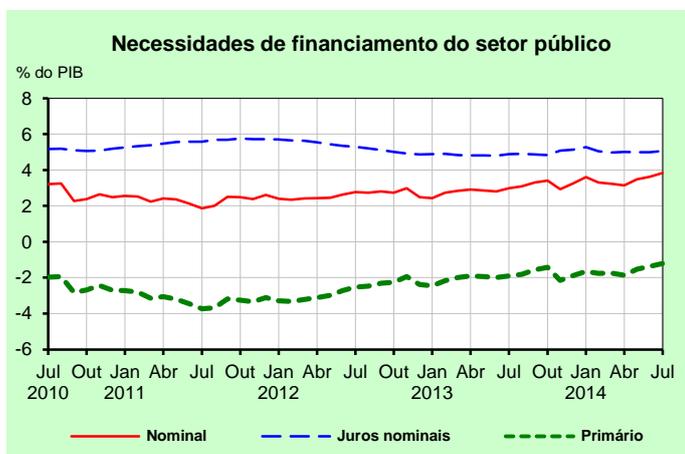


mesmo período de 2013). Destacaram-se os crescimentos nas receitas associadas a dividendos (35,2%), ao Imposto de Renda (6,7%) e ao Imposto sobre Produtos Industrializados (8,1%). As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$352 bilhões (elevação de 12,2% no período). As despesas com pessoal cresceram 6,7% e as relativas a custeio e capital, 15,5%, com ênfase nas expansões respectivas de 13,7%, 27,9% e 126,5% nas despesas discricionárias, nos gastos relacionados ao PAC e nas despesas do Tesouro Nacional com a compensação ao Fundo do Regime Geral de Previdência Social

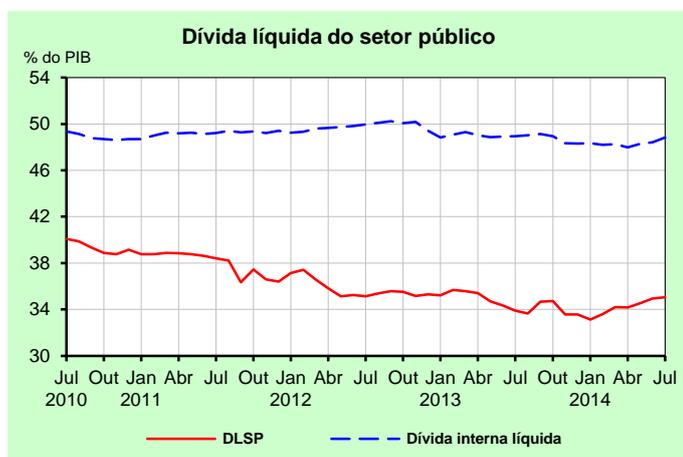
² Em virtude da paralisação parcial de servidores, o IBGE interrompeu a partir de maio a divulgação dos dados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) referente a duas das seis regiões metropolitanas que compõem a amostra pesquisada. Nesse contexto, optou-se por utilizar nesse relatório o último dado divulgado da média das seis RMs.

(RGPS). As despesas com subsídios e subvenções econômicas recuaram 17,5% no período.

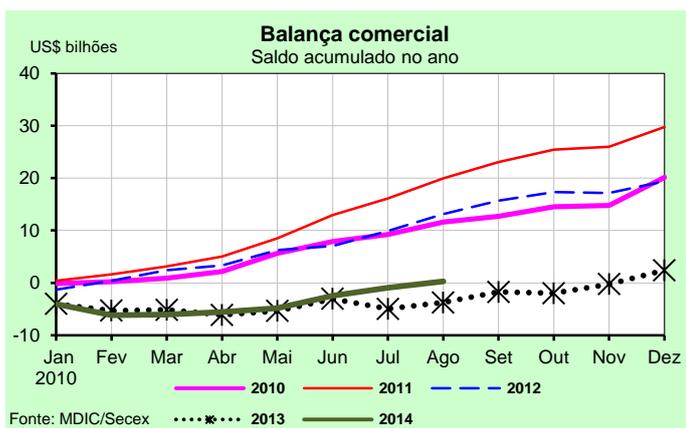
7. Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$148,2 bilhões nos sete primeiros meses de 2014 (5,02% do PIB). A redução de 0,14 p.p. do PIB em relação a igual período de 2013 reflete, em parte, o ganho de R\$17,6 bilhões em operações de *swap* cambial no período, ante resultado negativo de R\$1,5 bilhão no mesmo período de 2013. O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi deficitário em R\$123,6 bilhões (4,18% do PIB) no período, ante 3,17% do PIB nos sete primeiros meses de 2013. O financiamento ocorreu por intermédio da 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\$1.773 bilhões em julho (35,1% do PIB). A elevação de 1,5 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2013 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais (2,9 p.p.), da valorização cambial de 3,1% acumulada no ano (0,5 p.p.), do *superavit* primário (-0,5 p.p.), e do efeito do crescimento do PIB nominal (-1,4 p.p.). As maiores alterações na composição da DLSP nos sete primeiros meses de 2014 ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa Selic (7,4 p.p.), pré-fixada (-6,8 p.p.) e credora vinculada ao câmbio (-5,5 p.p.). As parcelas representaram, em julho, 69,6%, 44,9% e -41,1%, respectivamente, da DLSP.

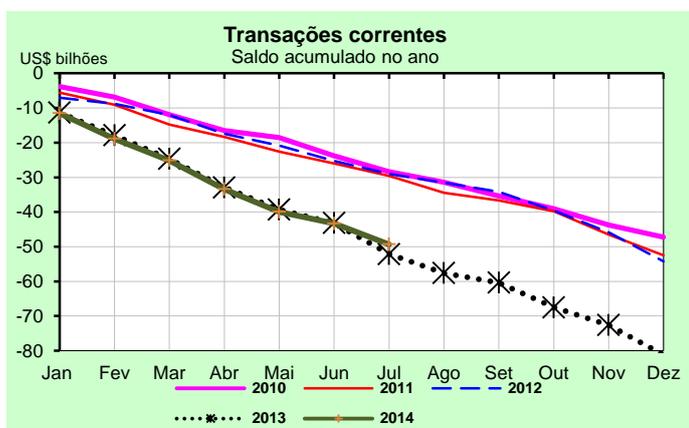


9. O *superavit* da balança comercial somou US\$250 milhões nos oito primeiros meses de 2014 (*deficit* de US\$3,8 bilhões ocorrido em igual período de 2013), com recuos de 1,7% nas exportações, para US\$154 bilhões, e de 1,4% nas importações, para US\$153,8 bilhões. As exportações médias diárias recuaram 0,5% no período, reflexo de aumento de 4,7% nas vendas de produtos básicos e reduções respectivas de 7,0% e



4,4% nas de manufaturados e de semimanufaturados, que representaram, na ordem, 50,4%, 34,8% e 12,1% das exportações totais do período. A média diária das importações reduziu 3,0%, na mesma base de comparação. As compras de bens de capital decresceram 6,1%, seguindo-se os recuos respectivos de 4,6%, 3,1%, 1,9% e 1,8% nas aquisições de combustíveis e lubrificantes, bens de consumo duráveis, matérias-primas e produtos intermediários e de bens de consumo não duráveis. As participações das importações de bens das categorias de uso mencionadas, no total dos oito primeiros meses de 2014, atingiram 20,7%, 17,3%, 9,0%, 45,0% e 7,9%, respectivamente. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 1,2% das exportações nos sete primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2013, refletiu variações de -4,2% nos preços e de 3,3% no volume exportado. Destacaram-se as reduções nos preços de produtos básicos (6,3%) e semimanufaturados (5,7%), e as variações nas quantidades importadas de produtos básicos (12,9%) e de manufaturados (-8,5%). Ressalte-se que o recuo no *quantum* de manufaturados refletiu o impacto, sobre a base de comparação, das exportações de plataformas de petróleo, em 2013, e a redução nas vendas para a Argentina.

10. O *deficit* em transações correntes somou US\$49,3 bilhões nos sete primeiros meses de 2014 (US\$ 52,2 bilhões em igual período do ano anterior). As despesas líquidas de serviços atingiram US\$27,1 bilhões (aumento de 4,7% em relação a igual intervalo de 2013), destacando-se a expansão de 23,5% nos gastos com aluguel de equipamentos e o recuo de 10,4% nas despesas com transporte. Os gastos de



brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram US\$14,9 bilhões e US\$4,4 bilhões, respectivamente (elevações de 3,5% e 10,3% em relação a igual intervalo de 2013). As remessas líquidas com juros atingiram US\$8,3 bilhões nos sete primeiros meses do ano, elevando-se 2,8% em relação a igual

período de 2013. Os pagamentos de juros ao exterior recuaram 1,5%, para US\$10,9 bilhões, e as receitas de juros decresceram 13,3%, para US\$2,6 bilhões. As receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais recuaram 14,3%, evolução consistente com a redução das taxas de juros internacionais. Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* totalizou US\$78,4 bilhões em julho (3,45% do PIB).

11. Os ingressos líquidos de IED atingiram US\$35,2 bilhões nos sete primeiros meses do ano (US\$35,2 bilhões em igual período de 2013), dos quais US\$26,2 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$9 bilhões a empréstimos intercompanhias. Considerados intervalos de doze meses, o IED atingiu US\$64 bilhões em julho (2,82% do PIB, ante 2,77% do PIB em julho de 2013). As aplicações



líquidas de investimentos brasileiros em carteira no exterior totalizaram saída de US\$2,4 bilhões no período (US\$6,1 bilhões nos sete primeiros meses de 2013). Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$27,2 bilhões; os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras, US\$9 bilhões; e as aplicações líquidas de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país, US\$18,5 bilhões.

12. As reservas internacionais totalizaram, em agosto, US\$379,2 bilhões no conceito caixa e US\$379,4 bilhões no conceito liquidez (aumentos respectivos de US\$20,3 bilhões e US\$3,6 bilhões em relação a dezembro de 2013). No período, houve compras líquidas de US\$16,8 bilhões de operações de linhas com recompra; receita de juros de US\$2 bilhões; e impactos de variações de preços de ativos (US\$1,8 bilhão) e de paridades (-US\$1,2 bilhão). Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3 bilhões; despesas de juros de US\$2,6 bilhões; amortizações de US\$1,1 bilhão; e compras líquidas de operações de linhas de US\$16,8 bilhões.



B. Política Monetária no segundo 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 segundo trimestre de 2014.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$223,4 bilhões em junho, com expansão de 0,2% no mês e de 9,4% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$185,3 bilhões, elevando-se 2,1% no mês e 11% em doze meses. As reservas bancárias somaram R\$38,1 bilhões, variando -7,9% e 2,1%, 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\$3,3 trilhões, elevando-se 1,9% no mês e 9,9% em doze meses. A evolução em doze meses refletiu aumentos de 3,9% na base restrita; 9,1% no saldo dos títulos públicos federais; e de 21,4% nos depósitos compulsórios em espécie.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	283,9 - 333,3	4,2	307,3	3,7
Base restrita ^{3/}	190,4 - 257,6	9,7	223,4	9,4
Base ampliada ^{4/}	3008,3 - 3531,4	8,7	3 303,6	9,9
M4 ^{4/}	3906,3 - 5285,0	7,8	4 698,4	10,2

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\$307,3 bilhões em junho, elevando-se 0,4% no mês e 3,7% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$151,7 bilhões (aumentos respectivos de 1,6% e 11,0%) e os depósitos à vista, R\$155,6 bilhões (recoo de 0,8% no mês e de 2,5% em doze meses).

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$4,7 trilhões em junho, aumentando 1,2% no mês e 10,2% 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\$9,2

bilhões no segundo trimestre de 2014. Ocorreram colocação líquida de R\$23,7 bilhões no mercado primário e compra líquida de títulos de R\$32,9 bilhões no mercado secundário.

19. 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 contribuíssem 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.

C. Política Monetária no bimestre julho-agosto de 2014

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$226,3 bilhões em agosto, elevando-se 0,2% no mês e 6,3% em doze meses. As reservas bancárias somaram R\$39,7 bilhões (recuos de 2,5% no mês e de 6,6% em doze meses) e o saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$186,7 bilhões (aumentos respectivos de 0,7% e 9,5%).

21. A base monetária ampliada totalizou R\$3,4 trilhões em agosto, com redução de 0,1% no mês e expansão de 9,8% em doze meses. O resultado em doze meses refletiu crescimentos de 2,3% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie, de 10,4% na base restrita e de 10,7% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$306,5 bilhões em agosto, com redução de 0,8% no mês e crescimento de 2,9% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$153,9 bilhões (expansões de 0,8% no mês e de 9,7% em doze meses) e os depósitos à vista, R\$152,6 bilhões (recuos respectivos de 2,3% e 3,1%).

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$4,8 trilhões em agosto, elevando-se 1,0% no mês e 10,9% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2014 e ocorridos em julho/agosto^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	291,7 - 342,5	4,5	306,5	2,9
Base restrita ^{3/}	198,9 - 269,1	8,9	226,3	6,3
Base ampliada ^{4/}	3088,0 - 3625,1	8,7	3 353,5	9,8
M4 ^{4/}	4045,8 - 5473,7	9,0	4 776,2	10,9

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\$34,7 bilhões no bimestre julho-agosto, decorrente da atuação do Tesouro Nacional. As operações de títulos pelo Tesouro, no mercado primário, foram expansionistas em R\$74,3 bilhões, e no mercado secundário, contracionistas em R\$109 bilhões.

25. O Copom ponderou, nas reuniões de julho e setembro, que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribuía para que a inflação ainda mostrasse resistência, e ressaltou que esse movimento vem sendo condicionado por dois importantes processos de ajustes de preços relativos ora em curso na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê reconheceu que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação e reafirmou sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. A propósito, para combater essas e outras pressões inflacionárias, as condições monetárias foram apertadas, mas o Comitê avaliou que os efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação, em parte, ainda estão por se materializar. Além disso, considerou 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, nas duas reuniões, 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/}
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
16.7.2014	-	11,00
3.9.2014	-	11,00

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

D. Perspectivas para o quarto trimestre de 2014

26. As principais economias mundiais registraram ritmo de expansão heterogêneo no segundo trimestre do ano, com retomada da atividade nos EUA e na China, e retração do PIB no Japão e nas principais economias do bloco europeu. Os indicadores de preços seguem evidenciando o cenário de inflação reduzida, favorecendo a manutenção de políticas monetárias acomodatórias. Nesse ambiente, a percepção de risco nos mercados financeiros se manteve em patamar reduzido, a despeito de aumentos pontuais decorrentes do agravamento das tensões geopolíticas no Oriente Médio e no leste europeu.

27. Esse cenário contribuiu para o recuo nos retornos anuais dos títulos soberanos de dez anos das principais economias mundiais. Esse ambiente de redução na percepção de risco contribuiu para o direcionamento de fluxos de investimentos para

importantes economias emergentes, conforme evidenciado pelo desempenho das bolsas de valores do Brasil, México, Índia e China.

28. No Brasil, os ingressos de investimentos estrangeiros sob a forma de investimentos diretos, ações, títulos e empréstimos no exterior, e títulos no país, somaram US\$64,7 bilhões nos sete primeiros meses de 2014 (US\$63,2 bilhões em igual período de 2013).

29. O *deficit* em transações correntes somou US\$49,3 bilhões no mesmo período, ante US\$ 52,2 bilhões nos sete primeiros meses de 2013, destacando-se o impacto da redução do *deficit* da balança comercial e das remessas de lucros e dividendos.

30. O ritmo da atividade interna seguiu moderado no segundo trimestre do ano, quando o PIB apresentou o segundo recuo consecutivo na margem. Ressalte-se que embora indicadores coincidentes de julho, notadamente produção industrial e vendas no varejo, sugiram retomada da atividade interna no terceiro trimestre, a consistência desse movimento está associada, em grande parte, ao fortalecimento da confiança de empresários e consumidores.

31. A evolução recente das operações de crédito segue consistente com a trajetória da atividade econômica, e o comportamento das taxas ativas praticadas pelas instituições financeiras, em linha com a mudança de patamar da taxa Selic, iniciada em abril de 2013. Ressalte-se que as alterações nas regras para os recolhimentos compulsórios, anunciadas a partir de julho, estimulam o fluxo de recursos para instituições financeiras de menor porte e para pequenas empresas, mostrando-se relevantes, portanto, no contexto atual de expansão moderada do crédito.

32. O *superavit* primário acumulado nos sete primeiros meses do ano retraiu significativamente em relação ao do mesmo período de 2013, evolução decorrente da desaceleração da atividade econômica interna e do impacto de medidas tributárias visando o estímulo a setores específicos. Nesse contexto, a condução da política fiscal nos próximos meses deverá considerar a readequação necessária de receitas e despesas para a convergência do balanço do setor público para a neutralidade.

33. Em relação à inflação, a evolução favorável dos preços ao consumidor no trimestre encerrado em agosto refletiu o arrefecimento dos preços livres, com destaque para a deflação nos grupos alimentação e transportes. Prospectivamente, a recente deflação dos preços ao produtor e os efeitos defasados das ações de política monetária devem favorecer a consolidação de cenário benigno para os preços ao consumidor nos próximos meses.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2014.

34. A programação dos agregados monetários para o quarto 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 ano de 2014^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	322,6 - 378,8	3,5
Base restrita ^{3/}	216,3 - 292,7	5,9
Base ampliada ^{4/}	3171,3 - 3722,8	10,7
M4 ^{4/}	4225,1 - 5716,3	11,5

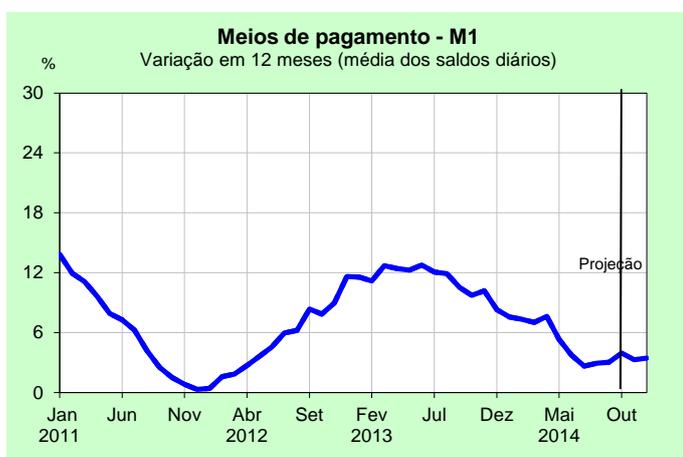
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

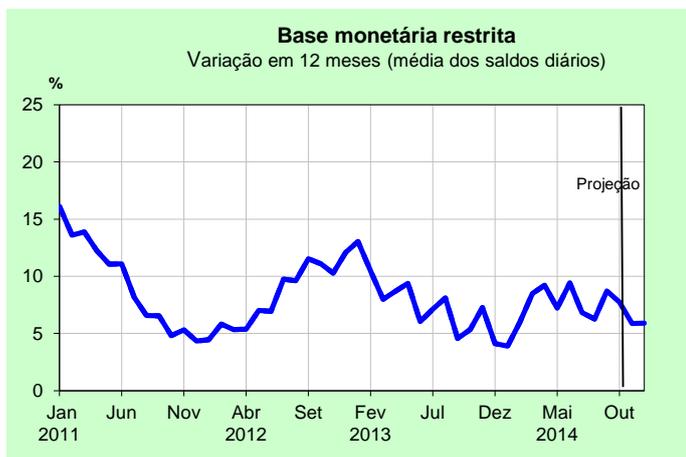
4/ Saldos em fim de período.

35. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 3,5% para dezembro de 2014.

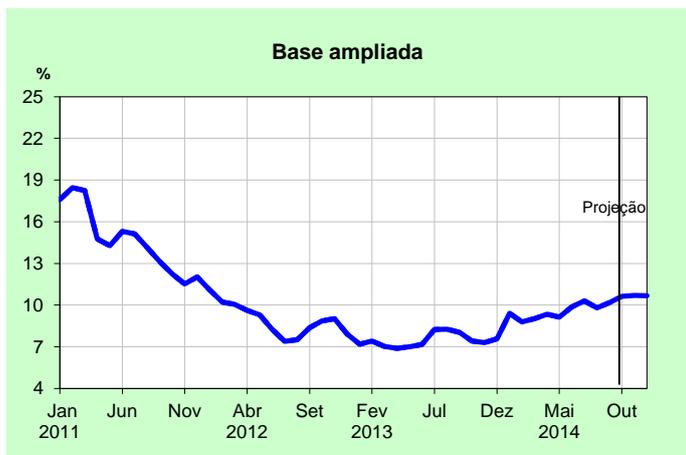


36. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições do imposto de renda.

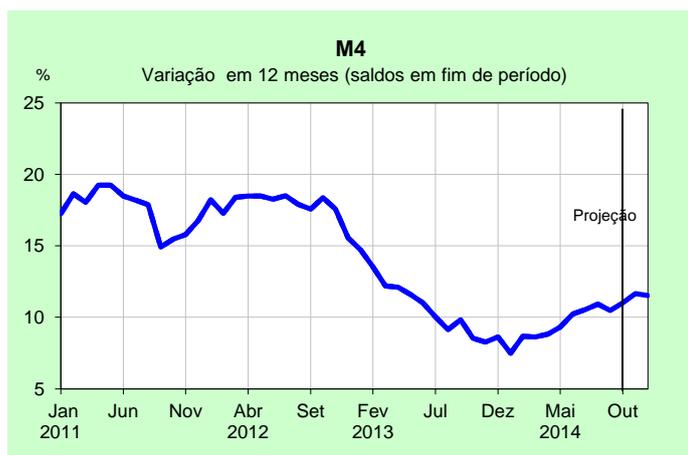
37. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 5,9% em doze meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2014.



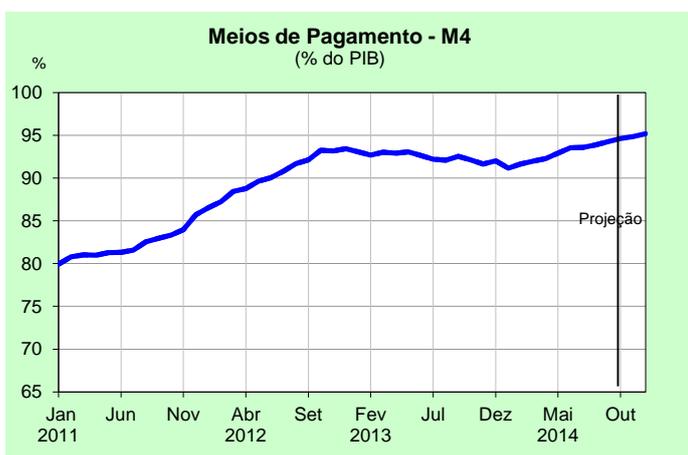
38. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 10,7% em dezembro de 2014.



39. 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 11,5% em dezembro de 2014.



40. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do quarto trimestre de 2014, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis em doze meses.



41. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho-agosto de 2014, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2014.

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

Discriminação	2013		2014			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	339,0	8,3	306,5	2,9	350,7	3,5
Base restrita ^{4/}	240,3	4,1	226,3	6,3	254,5	5,9
Base ampliada ^{5/}	3 114,6	7,6	3 353,5	9,8	3 447,1	10,7
M4 ^{5/}	4 456,9	8,6	4 776,2	10,9	4 970,7	11,5

^{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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2013		2014			
			Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,410	4,0	1,354	-3,1	1,378	-2,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,237	-21,3	0,260	-3,6	0,240	1,2
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,478	2,9	0,502	6,6	0,497	3,9
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,431	0,9	1,410	0,0	1,442	0,8

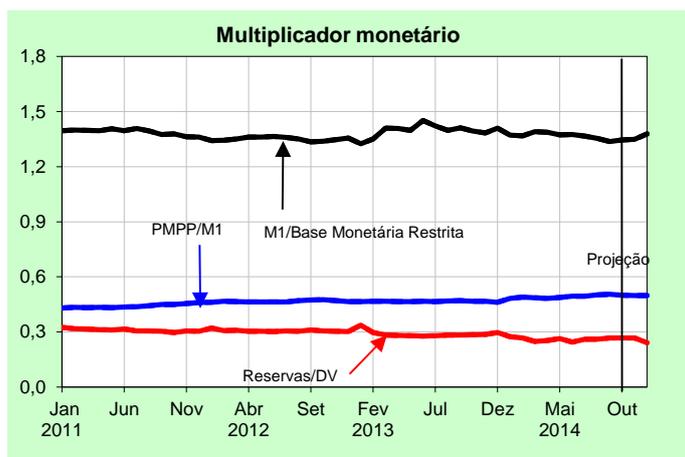
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

43. 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 2014.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2014^{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	307,3	3,7
Base restrita ^{3/}	190,4 - 257,6	9,7	223,4	9,4
Base ampliada ^{4/}	3008,3 - 3531,4	8,7	3 303,6	9,9
M4 ^{4/}	3906,3 - 5285,0	7,8	4 698,4	10,2

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 2014 e ocorridos em julho/agosto^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	291,7 - 342,5	4,5	306,5	2,9
Base restrita ^{3/}	198,9 - 269,1	8,9	226,3	6,3
Base ampliada ^{4/}	3088,0 - 3625,1	8,7	3 353,5	9,8
M4 ^{4/}	4045,8 - 5473,7	9,0	4 776,2	10,9

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 ano de 2014^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	322,6 - 378,8	3,5
Base restrita ^{3/}	216,3 - 292,7	5,9
Base ampliada ^{4/}	3171,3 - 3722,8	10,7
M4 ^{4/}	4225,1 - 5716,3	11,5

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	2013		2014			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	339,0	8,3	306,5	2,9	350,7	3,5
Base restrita ^{4/}	240,3	4,1	226,3	6,3	254,5	5,9
Base ampliada ^{5/}	3 114,6	7,6	3 353,5	9,8	3 447,1	10,7
M4 ^{5/}	4 456,9	8,6	4 776,2	10,9	4 970,7	11,5

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2013		2014			
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
			Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,410	4,0	1,354	-3,1	1,378	-2,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,237	-21,3	0,260	-3,6	0,240	1,2
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,478	2,9	0,502	6,6	0,497	3,9
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,431	0,9	1,410	0,0	1,442	0,8

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.