

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2018

Dezembro – 2018



Programação Monetária para o primeiro trimestre de 2019

Em atendimento ao Art. 6º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, apresenta-se a Programação Monetária para o primeiro trimestre de 2019 e para o ano de 2019. A Programação Monetária é composta por três seções, além de Glossário na parte final do documento:

Perspectivas para a evolução da economia no primeiro trimestre de 2019;

Evolução dos agregados monetários no terceiro trimestre de 2018; e

Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2019 e para o ano de 2019.

A. Perspectivas para a evolução da economia no primeiro trimestre de 2019

2. A economia segue operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego. As perspectivas para o crescimento em 2019 são de continuidade da retomada gradual da atividade econômica ao longo dos próximos trimestres. Deve-se destacar que essa visão é condicionada a cenário de continuidade das reformas, notadamente as de natureza fiscal, e ajustes necessários na economia brasileira. Também são relevantes iniciativas que visam a aumento de produtividade, ganhos de eficiência, maior flexibilidade da economia e melhoria do ambiente de negócios.
3. O cenário externo permanece desafiador para as economias emergentes, com o apetite ao risco em relação aos ativos dessas economias aquém do nível vigente no início deste ano, a despeito da relativa estabilidade no período mais recente. Os principais riscos no cenário externo estão associados à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas e às incertezas no comércio global.
4. As medidas de inflação subjacente nos últimos meses atingiram níveis consistentes com a meta para a inflação. Espera-se que a trajetória de inflação nos próximos meses produza elevação da inflação acumulada em doze meses, até atingir seu pico por volta do segundo trimestre de 2019, recuando a partir de então em direção à meta.

5. As perspectivas para a inflação envolvem fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, o nível de ociosidade elevado pode produzir trajetória de inflação prospectiva abaixo do esperado. Por outro lado, uma frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. Esse risco se intensificaria caso ocorra deterioração do cenário externo para economias emergentes.

6. Nesse contexto, a conjuntura econômica ainda prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural. Ressalta-se que a política monetária deve pautar a sua atuação com foco na evolução da atividade econômica, do balanço de riscos relevante e das projeções e expectativas de inflação.

B. Evolução dos agregados monetários no terceiro trimestre de 2018

7. Os saldos da base monetária restrita, da base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o terceiro trimestre de 2018.¹

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2018^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	337,3 - 395,9	8,6	373,1	10,5
Base restrita ^{3/}	230,9 - 312,3	6,7	275,2	8,2
Base ampliada ^{4/}	5.065,2 - 5.946,1	7,9	5.464,1	7,1
M4 ^{4/}	5.546,4 - 7.504,0	7,2	6.640,5	9,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

8. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$275,2 bilhões em setembro, com variação de 8,2% em doze

¹ A análise desta seção comparou os valores projetados pela Programação Monetária de junho de 2018 com os valores efetivos dos agregados monetários segundo metodologia adotada até setembro de 2018.

meses. O saldo médio das reservas bancárias elevaram-se 11,0%, situando-se em R\$39,3 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido, 7,7%, somando R\$235,9 bilhões.

9. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central do Brasil, resultaram em expansão monetária de R\$31,4 bilhões no terceiro trimestre de 2018, resultado de resgate líquido de R\$69,5 bilhões no mercado primário e venda líquida de títulos de R\$38,1 bilhões no mercado secundário.
10. A base monetária ampliada totalizou R\$5,5 trilhões ao final de setembro, com aumento de 7,1% em doze meses. O resultado em doze meses refletiu crescimento de 8,3% no saldo de títulos públicos federais e redução de 4,8% nos depósitos compulsórios em espécie, além da oscilação mencionada na base monetária restrita.
11. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$373,1 bilhões em setembro, com elevação de 10,5% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$197,9 bilhões e os depósitos à vista, R\$175,2 bilhões, registrando crescimentos respectivos de 8,4% e 13,1% em doze meses.
12. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$6,6 trilhões em setembro, aumentando 9,0% em doze meses.

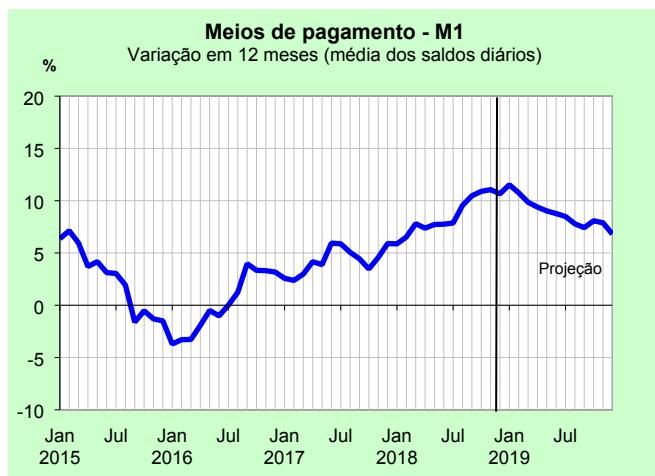
C. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2019 e para o ano de 2019

13. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2019 e para o ano de 2019 considerou projeções internas para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros, do câmbio e de outros indicadores pertinentes, consistentes com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.² Considerou-se, ainda, a revisão metodológica das estatísticas dos meios de pagamento, que compreendeu, entre outras alterações, a inclusão das cooperativas entre as instituições que compõem o sistema emissor de moeda, resultando em expansão do M1, e a exclusão dos ativos de não-residentes, com impacto, principalmente, sobre o M4.³

² Ressalta-se que as expectativas de analistas coletadas pela Pesquisa Focus, entre outras variáveis, foram levadas em consideração como insumos nas projeções.

³ Além dos depósitos à vista e a prazo das cooperativas de crédito, foram feitos ajustes relativos a letras financeiras, letras de crédito e operações compromissadas com títulos

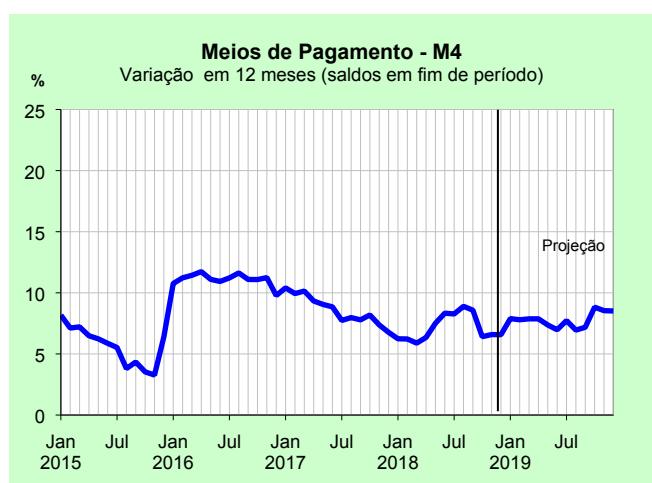
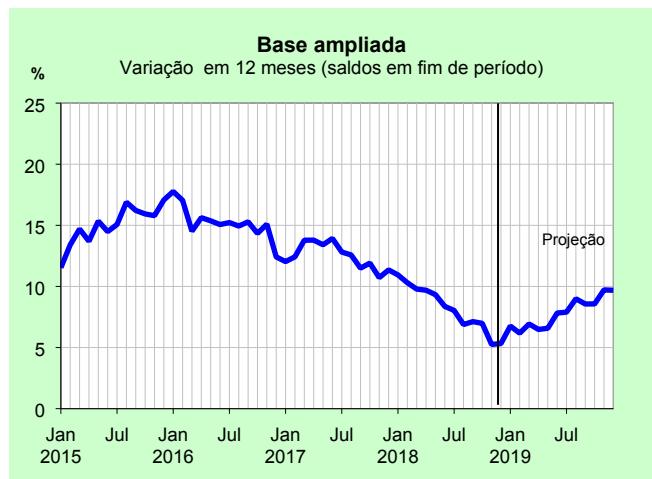
14. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se as trajetórias esperadas para o produto e para a taxa Selic, e a sazonalidade característica daqueles agregados. Consideraram-se, ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e a elevação da massa salarial. Em decorrência, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento (M1) foi estimada em 9,9% para março de 2019 e em 6,8% para dezembro de 2019, tomando os pontos médios dos intervalos de projeções.
15. 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 restrita de 7,8% em março de 2019 e em 5,3% para dezembro de 2019, tomando os pontos médios dos intervalos de projeções.



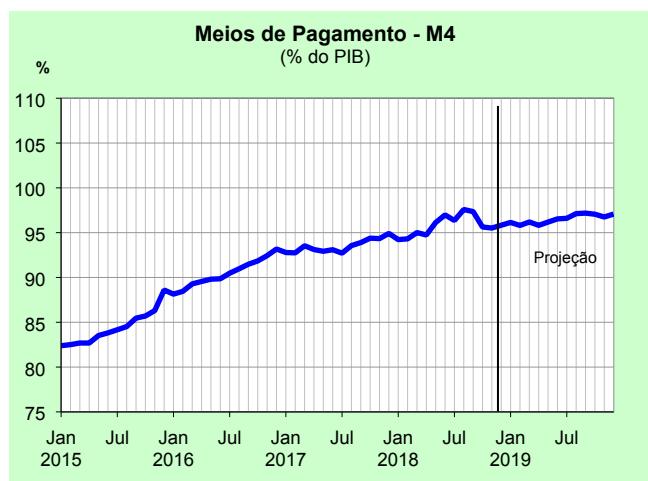
privados, entre outros. As novas séries começaram a ser divulgadas pelo Banco Central do Brasil a partir de agosto deste ano, sendo revisadas de forma retroativa a partir dos dados de dezembro de 2001.



16. A projeção para a base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foi efetuada 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 sugerem variação em doze meses de 6,9% ao final do primeiro trimestre de 2019 e de 9,7% em dezembro de 2019, considerando os pontos médios dos intervalos de projeções.
17. 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 projetado para M4 foi de 7,9% em março de 2019 e de 8,5% em dezembro de 2019, considerando os pontos médios dos intervalos de projeções.



18. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar expansão ao longo de 2019, trajetória consistente com o comportamento esperado para as principais variáveis consideradas no período, atingindo valor próximo a 96,2% em março de 2019 e 97,1% em dezembro de 2019.



19. Dessa maneira, de forma sintética, os intervalos de projeções para os principais agregados monetários podem ser visualizados no quadro a seguir:

Quadro 2. Programação monetária para o primeiro trimestre de 2019 e para ano de 2019^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre - 2019		2019		
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	
M1 ^{3/}	356,8 - 418,9	9,9	410,1 - 481,4	6,8	
Base restrita ^{3/}	242,9 - 328,6	7,8	272,7 - 368,9	5,3	
Base ampliada ^{4/}	5.177,6 - 6.078,1	6,9	5.491,5 - 6.446,6	9,7	
M4 ^{4/}	5.763,5 - 7.797,7	7,9	6.120,7 - 8.281,0	8,5	

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.

D. 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.

Base monetária ampliada: conceito amplo de base monetária, introduzido no Plano Real com o pressuposto de que agregados mais amplos são mais bem correlacionados com os preços na economia brasileira, visto que captam de forma precisa 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 (depósitos 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.

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 agrupa o M3 e a carteira livre de títulos públicos do setor não financeiro.