

PARECER N° , DE 2014

Da COMISSÃO DE ASSUNTOS ECONÔMICOS, sobre a Mensagem nº 3, de 2014 (Mensagem nº 589, de 2013, na origem), que *encaminha ao Senado Federal a Programação Monetária para o quarto trimestre de 2013*.

RELATOR: Senador **EDUARDO BRAGA**

I – RELATÓRIO

A Presidente da República encaminha ao Senado Federal a Programação Monetária para o quarto trimestre de 2013, nos termos do §1º do art. 6º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, que dispõe sobre o Plano Real.

Acompanha a Mensagem a Exposição de Motivos nº 54, de 2013, do Presidente do Banco Central, informando que a Programação Monetária para o quarto trimestre foi aprovada pelo Conselho Monetário Nacional em sessão de 30 de setembro de 2013.

A Programação Monetária para o quarto trimestre de 2013 está dividida em cinco seções. A primeira avalia a economia brasileira no terceiro trimestre do ano. As duas seções seguintes descrevem a política monetária no segundo trimestre e no período julho-agosto. A quarta seção apresenta as perspectivas para o quarto trimestre, e a quinta, as metas indicativas para o mesmo período.

Em relação à economia brasileira, o PIB cresceu 1,5% no segundo trimestre de 2013 em relação ao trimestre anterior, com destaque, sob a ótica da produção, para o crescimento da agropecuária, e, sob a ótica das despesas, para o crescimento dos gastos com investimento. Em agosto, a inflação acumulada em 12 meses medida pelo IPCA aumentou 6,15%, com forte dispersão entre seus componentes: enquanto os preços livres aumentaram 7,72%, os preços monitorados subiram somente 1,32%. A taxa de desemprego média atingiu 5,6% no trimestre encerrado em julho, patamar baixo quando olhamos a série histórica. Naquele trimestre, foram gerados 237



SF/14912.56091-04

mil postos de trabalho formais, de acordo com dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho.

Em 2013 até julho, o superávit primário do setor público consolidado somou R\$ 54,4 bilhões, ou 2,01% do PIB. Em relação ao mesmo período de 2012, houve crescimento de 7% nas receitas, porém crescimento mais elevado das despesas (12,3%), fazendo com que o resultado primário até aquele período fosse inferior ao observado no mesmo período de 2012 (2,85% do PIB). Houve também deterioração do resultado nominal, cujo déficit passou de 2,29% do PIB nos primeiros sete meses de 2012, para 3,21% do PIB em igual período de 2013. Similarmente, aumentou a despesa com juros no período: de 5,14% do PIB em 2012 para 5,21% do PIB em 2013. Já a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$ 1,5 trilhão em julho de 2013, ou 34,1% do PIB. Em relação ao mesmo período de 2012, houve queda de 1,1 ponto percentual do PIB, em decorrência, sobretudo, da depreciação cambial e do crescimento do PIB corrente.

Em relação ao setor externo, houve deterioração na balança comercial, que passou de resultado superavitário de US\$ 13,2 bilhões de janeiro a agosto de 2012 para um déficit de US\$ 3,8 bilhões em igual período de 2013. O resultado em conta corrente também se deteriorou, com aumento do déficit de US\$ 31,5 bilhões em 2012 para US\$ 57,8 bilhões de janeiro a agosto de 2013. Cerca de 2/3 desse valor pode ser financiado com entrada de Investimento Estrangeiro Direto, que atingiu US\$ 38,7 bilhões. Já as reservas internacionais totalizavam, em agosto, US\$ 367 bilhões pelo conceito caixa, e US\$ 372,8 bilhões pelo conceito de liquidez, cerca de US\$ 6 bilhões abaixo do nível observado no início de 2013. Essa queda se deve a intervenções no mercado cambial.

Sobre a política monetária, a Programação avaliou o comportamento dos principais agregados monetários: M1, base monetária restrita, base monetária ampliada e M4. No segundo trimestre de 2013, esses agregados monetários apresentaram taxas de crescimento acumulada em doze meses entre 6,0% (base restrita) e 12,8% (base ampliada). Para o período julho/agosto, a expansão em doze meses dos agregados monetários situou-se entre 8,1% (base restrita) e 11,9% (M1). Para todos os agregados, o crescimento observado no 2º trimestre ficou dentro do intervalo previsto, e o crescimento do período julho/agosto estava até então compatível com as previsões para o terceiro trimestre.



A Programação Monetária fez também um breve sumário das decisões do Comitê de Política Monetária (Copom). Explicou que, em abril, a inflação encontrava-se em patamar elevado e havia forte dispersão de preços relativos, o que a tornava mais resistente a quedas. Diante desse quadro, o Comitê decidiu elevar a meta para a taxa Selic, de 7,25% a.a. para 7,5% a.a. O movimento de aumento de taxa de juros prosseguiu. Nas reuniões de julho e agosto, detectou-se nova pressão inflacionária advinda da depreciação cambial, o que fez o Copom prosseguir com o ajuste da taxa de juros, que atingiu 9,00% a.a. na reunião de agosto.

Sobre as perspectivas para o quarto trimestre de 2013, a Programação Monetária previu crescimento moderado para a atividade global, mas com avanços localizados nas economias desenvolvidas, notadamente nos EUA. Nesse cenário, a liquidez internacional deve manter-se elevada, porém reduzir um pouco em relação aos valores observados no início do ano. Isso trará alguma pressão sobre a taxa de juros, e, conseqüentemente, sobre a taxa de câmbio e sua volatilidade. Em relação ao nível de atividade, o PIB teve bom desempenho no segundo trimestre, mas indicadores coincidentes já mostravam que o terceiro trimestre seria fraco, como, de fato, foi. O crédito vinha crescendo em ritmo moderado, com tendência de expansão mais acentuada nas contratações de recursos direcionados e nas realizadas pelos bancos públicos. A política fiscal deveria trazer menos estímulos para a economia, passando a ter resultados neutros para a política monetária.

Diante desse cenário, a Programação Monetária previu, para 2013, crescimento acumulado em doze meses dos agregados monetários entre 7,3% (para o M4) e 11,7% (para a base ampliada). De acordo com o Banco Central, a inflação, a despeito de pressões sazonais no primeiro trimestre daquele ano, tenderia a retomar uma trajetória declinante.

II – ANÁLISE

Nos termos dos §§ 1º e 2º do art. 6º da Lei nº 9.069, de 1995, também conhecida como Lei do Real, cabe à Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) emitir parecer sobre a Programação Monetária encaminhada a esta Casa trimestralmente. O parecer servirá de base para a aprovação ou rejeição *in totum* da matéria pelo Congresso Nacional, sendo vedada qualquer alteração, consoante determinação contida no § 3º do artigo acima mencionado.



O cerne da Programação Monetária é a projeção de agregados monetários. Sabemos que em um regime de metas para a inflação, as decisões do Comitê de Política Monetária (COPOM) para a meta da taxa Selic são tomadas com base nas projeções de inflação. Isso porque, nesse regime, o objetivo maior da política monetária é fazer com que a inflação do ano calendário se situe dentro de um intervalo pré-estabelecido. Dessa forma, as estimativas de crescimento dos diferentes agregados monetários não se constituem no principal instrumento de política monetária, mas contribuem para avaliar a sua consistência.

Nesse contexto, é importante avaliar a Programação Monetária sob dois prismas: i) a evolução dos agregados monetários tem sido consistente com o regime de metas para a inflação?; ii) as metas para expansão monetária são consistentes com a estabilidade de preços?

Sobre os valores ocorridos, a Programação Monetária compara aqueles efetivamente observados no segundo trimestre de 2013, bem como para julho e agosto (dados de que dispunham até então) com os projetados na Programação anterior.

Observa-se, em primeiro lugar, que os valores ocorridos estiveram sempre dentro do intervalo de confiança da projeção. Assim, por exemplo, previa-se que o M4 ao final de agosto estaria entre R\$ 3,7 e R\$ 5,0 trilhões. O valor efetivo foi de R\$ 4,3 trilhões, mais próximo, portanto, do limite inferior da projeção. Para outros agregados, como o M1, o valor efetivo (R\$ 298 bilhões) situou-se mais próximo do centro do intervalo de confiança da projeção (de R\$ 278 a R\$ 326 bilhões). O que importa é que os valores observados situaram-se dentro dos intervalos, indicando, simultaneamente, que os modelos de demanda por moeda utilizados pelo Banco Central estão adequados e que a demanda por moeda está estável.

Em segundo lugar, podemos constatar que as taxas de crescimento no acumulado de doze meses dos agregados monetários no segundo trimestre e nos meses de julho e agosto situaram-se entre 6,0% (para a base monetária restrita considerando os saldos médios diários de junho) a 12,8% (para o M1, também considerando o saldo médio diário de junho). Observa-se, portanto, que os agregados monetários evoluíram aproximadamente de acordo com o aumento da inflação no período, que foi de 6,70% no acumulado de doze meses encerrados em junho, e de 6,09% no acumulado de doze meses encerrados em agosto.



Em relação às projeções, elas são feitas a partir de modelos econométricos que utilizam variáveis como o crescimento esperado do PIB, a trajetória esperada para a taxa Selic, operações de crédito do sistema financeiro, massa salarial, restituições de imposto de renda, alíquota de compulsórios, entre outras variáveis. A Programação Monetária prevê que, para todo o ano de 2013, a variação dos agregados monetários se situará entre 7,3% (variação projetada para o M4) e 11,7% (variação projetada para a base ampliada). Trata-se de valores próximos ao da inflação então projetada para o ano, de 5,8%, apresentada no Relatório de Inflação de setembro de 2013. O fato de os agregados monetários crescerem a taxas pouco mais altas que a inflação não é preocupante. Em primeiro lugar, porque tais desvios são comuns no curto prazo; em segundo lugar, porque parte do aumento projetado para os agregados monetários está associado ao aumento de demanda por moeda decorrente do aumento do PIB real.

Merece também destaque o fato de a relação M4/PIB ter-se estabilizado ao longo de 2013, inclusive considerando-se os valores projetados para o último trimestre do ano, o que indica não estar havendo descontrole do agregado monetário mais amplo. Similarmente, a ausência de tendência ascendente dos multiplicadores da base monetária restrita e ampliada indicam que a geração de moeda pelo sistema financeiro, via crédito, está controlada.

Adicionalmente, sabemos que a inflação medida pelo IPCA atingiu 5,91% em 2013, dentro, portanto, do intervalo de tolerância permitido pelo Conselho Monetário Nacional. Podemos concluir, portanto, que a evolução dos agregados monetários no ano passado foi compatível com o regime de metas para inflação.

III – VOTO

Pelas razões expostas, voto pela aprovação da Programação Monetária para o quarto trimestre de 2013, nos termos do seguinte:

PROJETO DE DECRETO LEGISLATIVO Nº _____, DE 2014

Aprova a Programação Monetária para o quarto trimestre de 2013.



O CONGRESSO NACIONAL decreta:

Art. 1º Fica aprovada a Programação Monetária para o quarto trimestre de 2013, nos termos da Mensagem nº 3, de 2014, (nº 589, de 2013, na origem), da Presidente da República.

Art. 2º Este Decreto Legislativo entra em vigor na data de sua publicação.

Sala da Comissão,

, Presidente

Senador **EDUARDO BRAGA**, Relator

