

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

**2012**

Dezembro – 2011

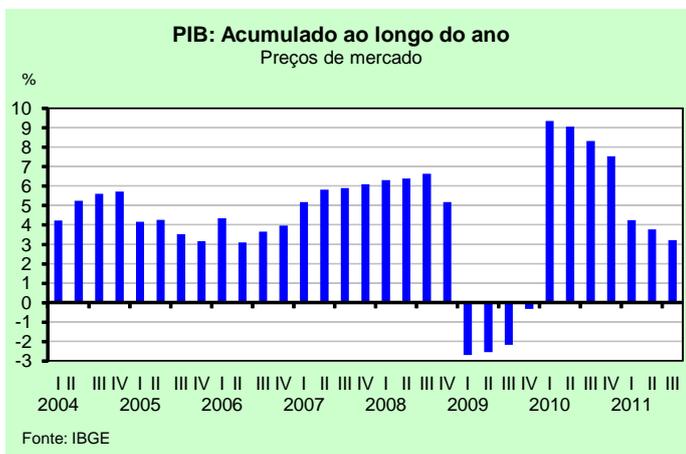


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

# Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2012

## A. A economia brasileira no quarto trimestre de 2011

1. O PIB cresceu 2,1% no terceiro trimestre do ano, em relação a igual intervalo de 2010, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, acumulando expansão anual de 3,2%. No âmbito da oferta, ocorreram aumentos de 6,9% na agropecuária, de 2,0% no setor de serviços e de 1% na atividade industrial, enquanto a análise da demanda revela que a contribuição do componente doméstico para o crescimento interanual do PIB atingiu 2,4 p.p. no terceiro trimestre de 2011 e a do setor externo, -0,3 p.p. Na margem, o PIB registrou estabilidade no terceiro trimestre do ano, de acordo com dados dessazonalizados. Sob a ótica da produção, o crescimento trimestral da agropecuária atingiu 3,2%, contrastando com os recuos no setor de serviços, 0,3%, e na indústria, 0,9%, este o pior resultado trimestral do setor desde a crise internacional de 2008/2009. No âmbito da demanda ocorreram retrações no consumo das famílias, 0,1%; na formação bruta de capital fixo (FBCF), 0,2%; e no consumo do governo, 0,7%, enquanto as exportações cresceram 1,8% e as importações recuaram 0,4%.



2. A produção física da indústria recuou 1,8% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando havia decrescido 0,8%, neste tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A indústria extrativa cresceu 0,7% e a de transformação registrou retração de 2,4%, com ênfase nos recuos nas atividades material eletrônico e equipamentos de comunicação, 14,5%; diversos, 12,9%; e máquinas aparelhos e materiais elétricos, 8%, que contrastaram com as expansões nas indústrias de fumo, 10,6%; máquinas para escritório e equipamentos de informática, 7,6%; e bebidas, 6,2%. A evolução trimestral na produção industrial decorreu de recuos em todas as categorias de uso, com

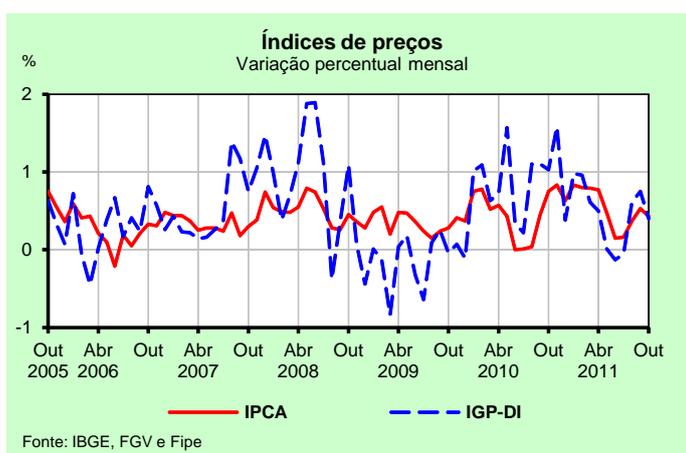


ênfase na retração de 7,4% na indústria de bens de consumo duráveis. Ocorreram, adicionalmente, reduções respectivas de 2,3%, 1,4% e 1,1% nas produções de bens de capital, de bens de consumo semi e não duráveis e de bens intermediários.

3. As vendas do comércio ampliado recuaram 0,7% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho, quando haviam crescido 2,1%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Destacaram-se, no período, os recuos nas vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, 3,3%; e de tecidos, vestuário e calçados, 2,2%, e as elevações nas relativas a artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, perfumaria e cosméticos, 2,4%; equipamentos e material para escritório e comunicação, 2,4%; e a móveis e eletrodomésticos, 2,3%. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 1,6% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho, quando, neste tipo de análise, haviam expandido 1,1%, considerados dados dessazonalizados. Registraram-se, no trimestre, aumentos nas vendas em todas as regiões geográficas do país, com destaque para os assinalados no Sul, 3,5%, e no Norte, 2,8%.



4. O IPCA, em parte refletindo efeitos sazonais, aumentou 1,49% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,68% naquele finalizado em agosto, resultado das contribuições exercidas pelos preços livres, 1,09 p.p., e monitorados, 0,40 p.p. A variação dos preços livres aumentou de 0,88% para 1,54%, no período, resultado de elevações nos segmentos de bens comercializáveis, de 0,70% para 1,49%, e não comercializáveis, de 1,02% para 1,59%. Vale mencionar, no segmento de não comercializáveis, as expansões nos preços dos itens alimentos in natura e empregado doméstico, e no âmbito dos bens comercializáveis, os aumentos dos preços do grupo vestuário e dos itens arroz, carnes, aves, óleos e gorduras e bebidas e infusões. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade



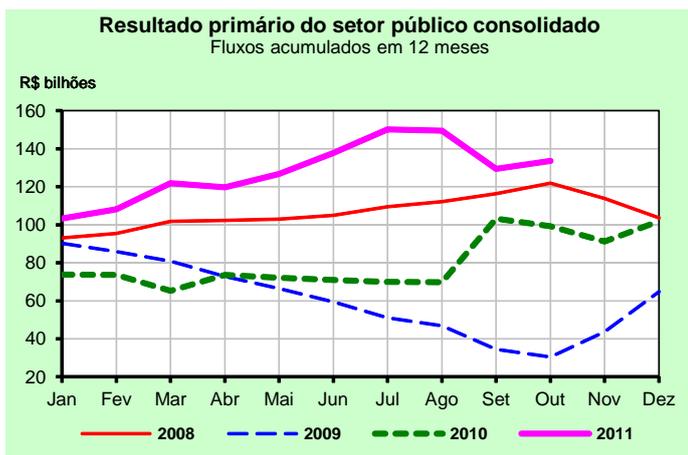
Interna (IGP-DI), da FGV, aumentou 1,58% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,43% naquele finalizado em agosto. A aceleração registrada no período refletiu o impacto dos aumentos nas variações do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), de 0,44% para 1,77%, do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 0,18% para 1,30%, e do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 0,96% para 1,09%.

5. A taxa de desemprego, seguindo em trajetória decrescente, atingiu 5,8% em outubro, ante 6,0% no mês anterior e 6,1% em outubro de 2010, de acordo com a Pesquisa Mensal do Emprego (PME) realizada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas do país. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu 6,0% no trimestre encerrado em outubro, mesmo patamar registrado no trimestre finalizado em julho, resultado de



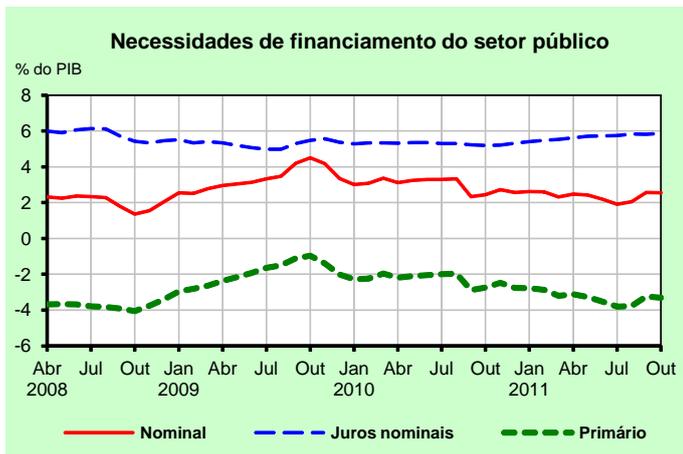
crescimentos de 0,1% no pessoal ocupado e na população economicamente ativa (PEA). De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 1.931,5 mil empregos formais nos dez primeiros meses do ano, ante 2.406,2 mil em igual período de 2010, dos quais 816,4 mil no setor de serviços, 375 mil na indústria de transformação, 268,4 mil no comércio e 249,2 mil na construção civil.

6. O superávit primário do setor público consolidado atingiu R\$118,6 bilhões nos dez primeiros meses do ano, 3,54% do PIB, elevando-se 0,66 p.p. do PIB em relação a igual período do ano anterior. Essa evolução refletiu, em especial, o aumento de 0,51 p.p. do PIB no superávit do Governo Central. No período de doze meses encerrado em outubro, o superávit do setor público consolidado atingiu 3,33% do PIB. A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$631,1 bilhões, de janeiro a outubro deste ano, registrando crescimento de 5,6% e recuo de 1,1 p.p do PIB, relativamente ao mesmo período de 2010, com ênfase nos aumentos respectivos de 32,4% e 23,2% nos recolhimentos da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e do Imposto de Renda Retido na Fonte. As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$356,2 bilhões, reduzindo-se 3,2%, equivalentes



a 1,6 p.p. do PIB, no período. Desconsiderada a despesa de R\$42,9 bilhões com a capitalização da Petrobras, realizada em setembro de 2010 e sem correspondência em 2011, a redução nas despesas equivale a 0,2 p.p. do PIB. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 9,3%, e as despesas com custeio e capital, excluída a capitalização da Petrobras, 9,4%. Os dispêndios com o PAC cresceram 17,7%.

7. Os juros nominais, apropriados por competência, atingiram R\$197,7 bilhões nos dez primeiros meses do ano, 5,90% do PIB, elevando-se 0,67 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2010. O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi deficitário em R\$79,1 bilhões, 2,36% do PIB, elevando-se 0,01 p.p. do PIB no período. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária, contrabalançada, em parte, por reduções do financiamento externo líquido, da dívida bancária líquida e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

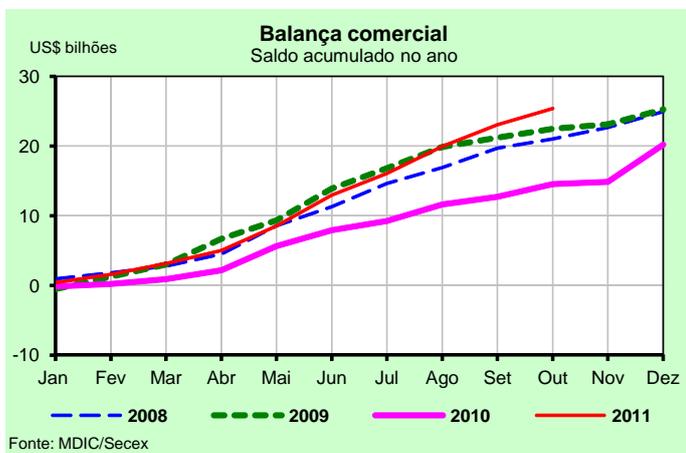


8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.535 bilhões, 38,2% do PIB, em outubro. O recuo de 1,9 p.p. do PIB registrado em relação a dezembro de 2010 decorreu de reduções em todos os segmentos do setor público, com destaque para a retração de 1,21 p.p. do PIB no âmbito do Governo Central. A redução registrada na relação DLSP/PIB no ano refletiu as contribuições do superávit primário, 3 p.p.; do crescimento do PIB corrente, 3,4 p.p.; da depreciação cambial de 1,3% acumulada no ano, 0,2 p.p.; e da variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,3 p.p. do PIB, neutralizadas, em parte, pelo impacto da apropriação dos juros nominais, 4,9 p.p. do PIB. A composição da DLSP alterou-se ao longo dos primeiros dez meses de 2011, com destaque para o crescimento de 9,3 p.p., para 72,8%, da parcela vinculada à taxa Selic, que representava 63,5% do endividamento líquido total em dezembro de 2010. A parcela credora vinculada ao câmbio passou de 27,5% para 34,6%, no período. Ressalte-se, ainda, o crescimento da parcela vinculada a índices de preços e da parcela



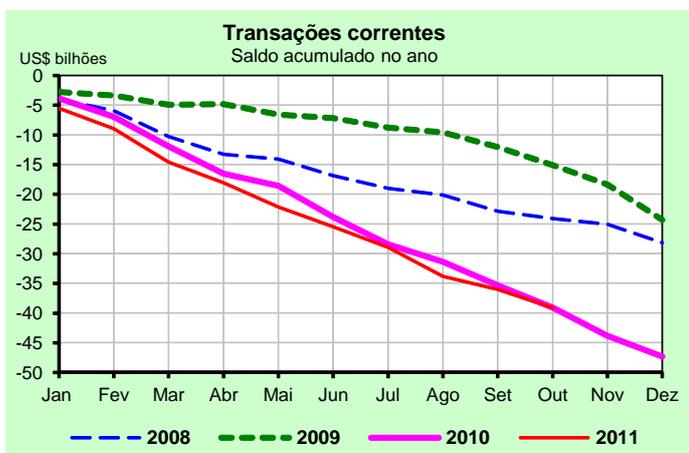
credora vinculada à TJLP, essa última em função da ampliação dos empréstimos da União ao BNDES.

9. O superávit da balança comercial totalizou US\$25,4 bilhões nos dez primeiros meses do ano, aumentando 74,8% em relação a igual intervalo de 2010. As exportações somaram US\$212,1 bilhões e as importações, US\$186,7 bilhões, elevando-se 29,9% e 25,5%, respectivamente, no período. As exportações médias diárias cresceram 29,3%, na mesma base de comparação, resultado de aumentos nos embarques em todas as categorias



de fator agregado, ressaltando-se as elevações respectivas de 39% e 31,9% nas vendas de produtos básicos e de semimanufaturados. A média diária das importações cresceu 24,9% nos dez primeiros meses de 2011, em relação a igual intervalo do ano anterior, ocorrendo elevações nas aquisições em todas as categorias de uso final, com ênfase na expansão de 30% nas compras de bens de consumo duráveis, estimuladas pelo crescimento de 37,9% nas relativas a automóveis de passageiros. O aumento das exportações nos dez primeiros meses do ano decorreu, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), de expansões de 25,5% nos preços e de 3,5% no quantum. Os preços dos produtos básicos aumentaram 36,2%, seguindo-se as elevações nos referentes a produtos semimanufaturados, 22,6%, e a produtos manufaturados, 14,6%. No mesmo período, os volumes exportados dessas categorias cresceram, na ordem, 2,9%, 8% e 2,7%.

10. O déficit em transações correntes totalizou US\$39,1 bilhões nos dez primeiros meses do ano, mesmo patamar registrado em igual intervalo de 2010, atingindo US\$47,3 bilhões no período de doze meses encerrado em outubro, o equivalente a 2% do PIB. As despesas líquidas de serviços somaram US\$31,3 bilhões, elevando-se 24,5% no período, com ênfase na expansão de 45,5%, para US\$12,3 bilhões, nas despesas líquidas com via-



gens internacionais. As despesas líquidas de juros, que decresceram 14,9% nos primeiros dez meses de 2011, somaram US\$6,9 bilhões. Os pagamentos ao exterior totaliza-

ram US\$14 bilhões e as receitas, elevando-se 54,7%, somaram US\$7,1 bilhões no período. Considerado o intervalo de doze meses encerrado em outubro, as receitas de juros provenientes de remunerações das reservas internacionais atingiram US\$6,4 bilhões e as despesas líquidas de juros, US\$8,5 bilhões. As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$29,2 bilhões nos dez primeiros meses de 2011, aumentando 26,6% em relação a igual período de 2010.

11. Os investimentos estrangeiros diretos (IED) registraram ingressos líquidos de US\$56 bilhões de janeiro a outubro de 2011, elevando-se 90,8% em relação a igual período de 2010. Os recursos destinados à participação no capital de empresas no país somaram US\$45,9 bilhões e os empréstimos intercompanhias, US\$10,1 bilhões. Os ingressos líquidos de IED acumulados em 12 meses atingiram US\$75,1 bilhões, equivalendo a 3,17% do



PIB e superando a necessidade de financiamento de transações correntes em US\$27,8 bilhões. Os investimentos brasileiros em carteira registraram retornos líquidos de US\$8,7 bilhões no ano, até outubro, ressaltando-se o processo de repatriação de aplicações em ações de empresas estrangeiras, evidenciada por retornos líquidos. A demanda de residentes por títulos estrangeiros resultou em retornos líquidos de US\$31 milhões. Os investimentos estrangeiros em ações totalizaram US\$5,4 bilhões, com retornos de US\$575 milhões em *Depositary Receipts* e aplicações líquidas de US\$6 bilhões no mercado doméstico.

12. As reservas internacionais totalizaram US\$352,9 bilhões em outubro, aumentando US\$64,4 bilhões em relação a dezembro de 2010. Neste período, as compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$47,9 bilhões; as liquidações de compras a termo, US\$2,2 bilhões; as receitas líquidas de juros, US\$5,6 bilhões; e as demais operações, US\$8,7 bilhões.



## B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2011

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 terceiro trimestre de 2011.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$184,3 bilhões em setembro, com crescimentos de 2,5% no mês e de 6,5% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido alcançou R\$141,9 bilhões, elevando-se 3,4% no mês e 9,2% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$42,4 bilhões, recuando 0,2% no mês e 1,5% em 12 meses.

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, cresceu 13,1% nos 12 meses encerrados em setembro, atingindo R\$2,6 trilhões. Esta variação refletiu aumentos de 7,1% na base restrita, de 9% no saldo dos títulos públicos federais e de 49,9% nos depósitos compulsórios em espécie.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2011<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	243,6 - 286,0	7.1	253.4	2.5
Base restrita <sup>3/</sup>	159,1 - 215,3	8.2	184.3	6.5
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 370,1 - 2 782,3	10.5	2 638.1	13.1
M4 <sup>4/</sup>	2 841,8 - 3 844,8	13.6	3 382.1	14.9

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

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

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

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

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$253,4 bilhões em setembro, elevando-se 1,2% no mês e 2,5% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$113,9 bilhões, crescendo 2,6% no mês e 7,9% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$139,5 bilhões, com variação nula no mês e com retração de 12,9% em 12 meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$3,4 trilhões em setembro, elevando-se 1,1% no mês e 14,9% em 12 meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$34,2 bilhões no terceiro trimestre de 2011, resultante de resgates líquidos de R\$61 bilhões no

mercado primário e de venda líquida de títulos de R\$26,8 bilhões no mercado secundário.

19. O Copom observou, na reunião de julho, que, desde sua última reunião houve deterioração adicional dos mercados internacionais, com a volatilidade e a aversão ao risco se elevando, em grande parte, alimentadas por extraordinários níveis de liquidez e por incertezas crescentes quanto ao ritmo de recuperação da atividade global. Foi ponderado, ainda, que, embora estivesse em curso moderação da expansão da demanda doméstica, eram favoráveis as perspectivas para a atividade econômica. Essa avaliação encontrou suporte em sinais que, apesar de indicarem certo arrefecimento, apontavam que a expansão da oferta de crédito tendia a persistir tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas; e no fato da confiança de consumidores e de empresários se encontrar em níveis historicamente elevados, a despeito de acomodação na margem. O Comitê entendeu, adicionalmente, que o dinamismo da atividade doméstica continuaria a ser favorecido pelo vigor do mercado de trabalho, evidenciado em taxas de desemprego historicamente baixas e em substancial crescimento dos salários. Em suma, o Copom reconheceu um ambiente econômico, em que prevaleciam nível de incerteza crescente e acima do usual e riscos à concretização de um cenário em que a inflação convergisse tempestivamente para o valor central da meta, que justificava a elevação da taxa Selic para 12,50% a.a., sem viés. Na reunião de agosto, o Copom reconheceu, de forma unânime, que o ambiente macroeconômico havia se alterado substancialmente desde sua última reunião, e justificava uma reavaliação, e, eventualmente, reversão, do recente processo de elevação da taxa básica. Nesse contexto, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 12% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e dois votos pela manutenção da taxa Selic em 12,50% a.a.

### **C. Política Monetária no bimestre outubro-novembro de 2011**

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$187,3 bilhões em novembro, aumentando 1% no mês e 5,3% em 12 meses. As reservas bancárias aumentaram 1,7% no mês e recuaram 5,1% em 12 meses, situando-se em R\$42,5 bilhões, enquanto o saldo médio do papel-moeda emitido apresentou acréscimos respectivos de 0,8% e 8,8%, somando R\$144,8 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,7 trilhões em novembro, com aumentos de 0,2% no mês e de 11,5% em 12 meses. O resultado anual refletiu elevações de 46,3% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie, de 2,3% na base restrita e de 7,8% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$255,3 bilhões em novembro, com contração de 0,1% no mês e ampliação de 0,8% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$115,9 bilhões, registrando expansões de 0,9% no mês e de 7,9% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$139,4 bilhões, com decréscimos mensal de 1% e anual de 4,4%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$3,5 trilhões em novembro, registrando aumentos de 1,3% no mês e de 15,8% em 12 meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2011 e ocorridos no período outubro/novembro<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	272,7 - 320,1	6.0	255.3	0.8
Base restrita <sup>3/</sup>	181,7 - 245,9	8.3	187.3	5.3
Base ampliada <sup>4/</sup>	2505,7 - 2941,4	13.7	2 660.7	11.5
M4 <sup>4/</sup>	2924,9 - 3957,2	13.2	3 459.8	15.8

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\$21,8 bilhões no bimestre outubro-novembro, explicada exclusivamente pela atuação do Tesouro Nacional. As operações de títulos pelo Tesouro, no mercado primário e secundário, foram expansionistas em R\$7,9 bilhões e em R\$13,9 bilhões, respectivamente.

25. O Copom avaliou, na reunião de outubro, que o impacto sobre a inflação dos choques de oferta domésticos e externos, registrados no início do ano, e que os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda ocorrem em intensidade decrescente. Destacou, ainda, a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho e que, apesar dos sinais de moderação nesse mercado, persistia risco muito importante na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade. O Comitê considerou, adicionalmente, que o nível de utilização da capacidade instalada tem recuado e se encontra abaixo da tendência de longo prazo, contribuindo para a abertura do hiato do produto. Nesse cenário, em que se apresentam como importantes fatores de contenção da demanda agregada, a substancial deterioração do cenário internacional e ações macroprudenciais implementadas, o Copom ponderou que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulara sinais favoráveis e, dando seguimento ao processo de

ajuste das condições monetárias, decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 11,50% a.a., sem viés. Na reunião de novembro, o Copom entendeu que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, ajustes moderados no nível da taxa básica são consistentes com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012 e decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 11,00% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) <sup>1/</sup>
23.01.2008	-	11.25
5.03.2008	-	11.25
16.04.2008	-	11.75
4.06.2008	-	12.25
23.07.2008	-	13.00
10.09.2008	-	13.75
29.10.2008	-	13.75
10.12.2008	-	13.75
21.01.2009	-	12.75
11.03.2009	-	11.25
29.04.2009	-	10.25
10.6.2009	-	9.25
22.07.2009	-	8.75
2.09.2009	-	8.75
21.10.2009	-	8.75
9.12.2009	-	8.75
27.01.2010	-	8.75
17.03.2010	-	8.75
28.04.2010	-	9.50
9.06.2010	-	10.25
21.07.2010	-	10.75
1.09.2010	-	10.75
8.12.2010	-	10.75
19.1.2011	-	11.25
2.3.2011	-	11.75
20.4.2011	-	12.00
9.6.2011	-	12.25
21.7.2011	-	12.50
1.9.2011	-	12.00
20.10.2011	-	11.50
1.12.2011	-	11.00

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

#### D. Perspectivas para o primeiro trimestre e para o ano de 2012

26. As perspectivas de desaceleração da economia mundial se intensificaram, registrando-se, no início do quarto trimestre de 2011, maior desaceleração na indústria chinesa, redução nas encomendas de bens nos EUA e consolidação do quadro de fragilidade financeira na Europa. A indefinição em relação às medidas a serem adotadas pelas economias europeias tem implicado aumento da instabilidade e desconfianças sobre a solidez dos bancos. Nesse cenário, intensificam-se o movimento de aversão ao

risco e as revisões pessimistas em relação à atividade econômica global em 2011 e 2012.

27. No Brasil, a atividade econômica registrou moderação no terceiro trimestre do ano, trajetória disseminada em diferentes setores da economia e expressa na evolução do PIB. Esse movimento, em cenário de agravamento do ambiente econômico internacional e de ajuste de estoques em segmentos importantes da indústria, persistiu em outubro, segundo a evolução mais recente de indicadores econômicos relevantes. Para os próximos meses, contrapondo-se a esses fatores adversos, ressalte-se a continuidade do aumento do nível emprego e da massa salarial, a elevação, na margem, da confiança dos consumidores e a ampliação moderada do crédito, como fatores que tendem a contribuir para a continuidade de crescimento da economia.

28. As operações de crédito permaneceram em trajetória de expansão moderada, refletindo os efeitos de ações de política implementadas desde o final do ano passado, e da desaceleração recente do nível de atividade econômica. O mercado segue impulsionado, particularmente, pelo crédito habitacional, modalidade cuja participação no PIB aumentou de 1,7% em dezembro de 2007, para 4,7% em outubro de 2011.

29. No âmbito das pessoas jurídicas, a moderação da atividade contribuiu para conter a demanda no segmento de crédito com recursos livres. No mesmo sentido, ocorreram retrações nos financiamentos com recursos direcionados, e nas captações mediante emissões no mercado de capitais, sobretudo de ações e debêntures. O crédito ao consumo, ainda sensibilizado pelas medidas macroprudenciais implementadas em dezembro de 2010, manteve desempenho moderado. No entanto, a reversão parcial das medidas, anunciada em novembro, tende a contribuir para a expansão dos empréstimos nas modalidades crédito pessoal e do financiamento de veículos.

30. No âmbito fiscal, o resultado primário acumulado no ano, reflexo do desempenho da arrecadação e de maior moderação das despesas, indica a viabilidade do cumprimento integral da meta de superávit anual. O cumprimento da meta e a manutenção da trajetória descendente da relação DLSP/PIB são indicativos relevantes da sustentabilidade das contas públicas brasileiras, perspectiva que ganha contornos mais importantes no atual cenário de deterioração do ambiente econômico internacional.

31. Nesse ambiente, o déficit em transações correntes do País mostrou redução gradual ao longo do ano, quando considerado como percentual do PIB, e permaneceu durante todo o período integralmente financiado pelos ingressos da conta financeira do balanço de pagamentos. O comércio externo beneficiou-se da elevação nos preços internacionais das commodities, que contribuiu para o crescimento de quase 30% nas exportações brasileiras nos dez primeiros meses de 2011, em relação a igual intervalo do ano anterior.

32. No financiamento das contas correntes, destacaram-se os investimentos estrangeiros diretos (IED) que devem registrar, em 2011, valor recorde da série histórica. O excedente de ingressos financeiros em relação ao déficit corrente possibilitou, no período, a manutenção da política de fortalecimento das reservas internacionais do país, que registraram elevação de US\$64,4 bilhões nos dez primeiros meses de 2011, dos quais US\$47,9 bilhões em compras líquidas no mercado à vista de câmbio.

33. Neste segundo semestre, refletindo a substancial deterioração do cenário internacional, registrou-se redução da corrente de comércio na margem, considerados dados dessazonalizados, bem como moderação dos afluxos de capitais internacionais ao país. Não obstante a complexidade e o elevado nível de incerteza no cenário internacional, as projeções para o desempenho das contas externas em 2012 apontam moderado aumento do déficit em transações correntes, permanência de significativos fluxos de IED e confortável financiamento do balanço de pagamentos no ano.

34. A trajetória dos preços, apesar da evolução desfavorável no trimestre encerrado em novembro, em comparação ao trimestre encerrado em agosto, revela evolução benigna na análise em doze meses. Prospectivamente, a inflação deverá enfrentar pressões altistas no primeiro trimestre de 2012, entre outras, associadas aos aumentos sazonais das matrículas e mensalidades escolares e dos preços de alimentos in natura.

#### E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2012.

35. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2012 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 primeiro trimestre e para ano de 2012<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões			
	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	243,3 - 285,6	4.7	286,2 - 336,0	8.8
Base restrita <sup>3/</sup>	166,2 - 224,8	8.2	197,2 - 266,8	9.1
Base ampliada <sup>4/</sup>	2507,0 - 2943,0	9.1	2729,9 - 3204,6	9.7
M4 <sup>4/</sup>	3039,2 - 4111,9	13.8	3257,1 - 4406,7	9.9

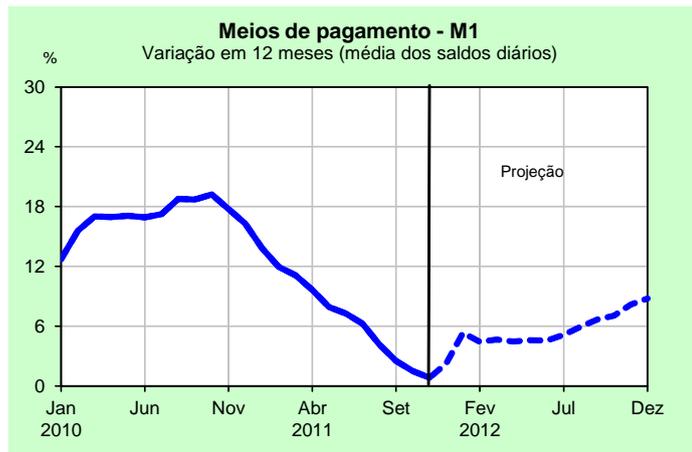
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

36. 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 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 8,8% para dezembro de 2012.

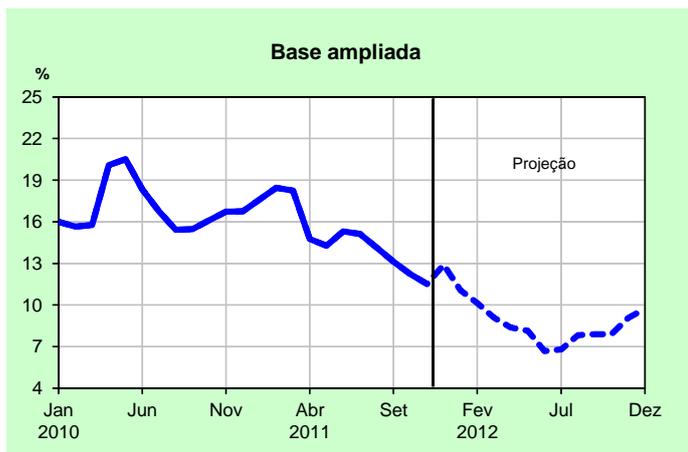


37. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial, dados a trajetória esperada para a taxa Selic e o crescimento esperado para o produto.

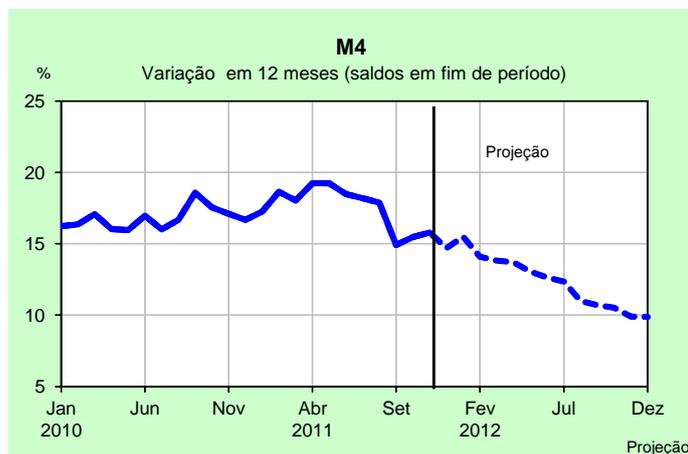
38. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 9,1% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2012.



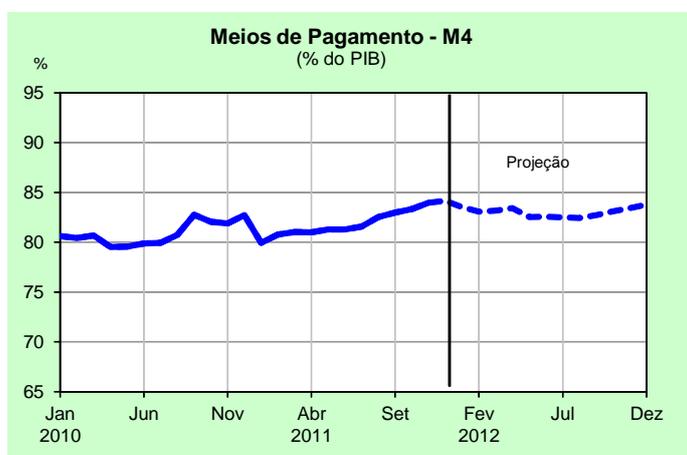
39. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 9,7% em dezembro de 2012.



40. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em 12 meses esperado para o M4 corresponde a 9,9% em dezembro de 2012.



41. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do quarto trimestre de 2011, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis em 12 meses.



42. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre outubro/novembro de 2011, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre de 2012.

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

Discriminação	2011		2012 <sup>2/</sup>			
	Outubro - Novembro		Primeiro Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	255.3	0.8	264.5	4.7	311.1	8.8
Base restrita <sup>4/</sup>	187.3	5.3	195.5	8.2	232.0	9.1
Base ampliada <sup>5/</sup>	2 660.7	11.5	2 725.0	9.1	2 967.2	9.7
M4 <sup>5/</sup>	3 459.8	15.8	3 575.6	13.8	3 831.9	9.9

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldo em fim de período.

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

**Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>**

Discriminação	2011		2012 <sup>2/</sup>			
	Outubro - Novembro <sup>1/</sup>		Primeiro Trimestre		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1.363	-4.3	1.353	-3.2	1.341	-0.3
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0.305	-0.7	0.311	-1.2	0.316	2.1
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0.454	7.0	0.456	5.8	0.460	-0.3
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1.300	3.8	1.312	4.3	1.291	0.1

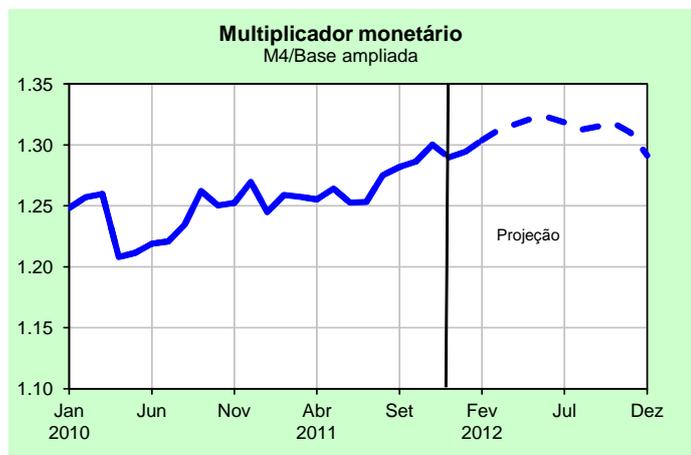
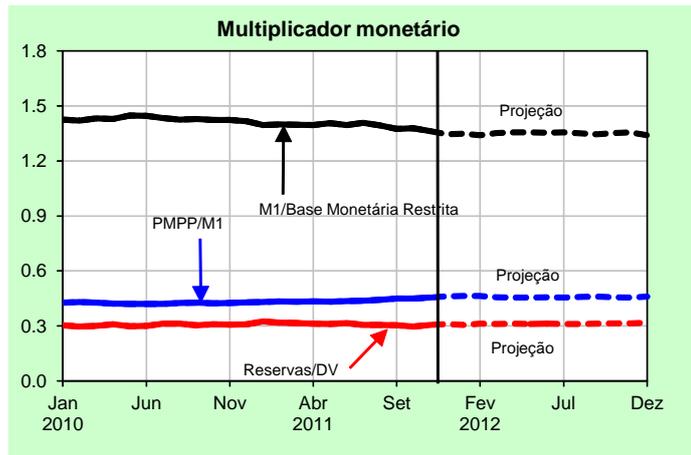
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

44. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do primeiro de 2012.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2011<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	243,6 - 286,0	7.1	253.4	2.5
Base restrita <sup>3/</sup>	159,1 - 215,3	8.2	184.3	6.5
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 370,1 - 2 782,3	10.5	2 638.1	13.1
M4 <sup>4/</sup>	2 841,8 - 3 844,8	13.6	3 382.1	14.9

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 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2011 e ocorridos no período outubro/novembro<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	272,7 - 320,1	6.0	255.3	0.8
Base restrita <sup>3/</sup>	181,7 - 245,9	8.3	187.3	5.3
Base ampliada <sup>4/</sup>	2505,7 - 2941,4	13.7	2 660.7	11.5
M4 <sup>4/</sup>	2924,9 - 3957,2	13.2	3 459.8	15.8

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 primeiro trimestre e para ano de 2012<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões			
	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	243,3 - 285,6	4.7	286,2 - 336,0	8.8
Base restrita <sup>3/</sup>	166,2 - 224,8	8.2	197,2 - 266,8	9.1
Base ampliada <sup>4/</sup>	2507,0 - 2943,0	9.1	2729,9 - 3204,6	9.7
M4 <sup>4/</sup>	3039,2 - 4111,9	13.8	3257,1 - 4406,7	9.9

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	2011		2012 <sup>2/</sup>			
	Outubro - Novembro		Primeiro Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	255.3	0.8	264.5	4.7	311.1	8.8
Base restrita <sup>4/</sup>	187.3	5.3	195.5	8.2	232.0	9.1
Base ampliada <sup>5/</sup>	2 660.7	11.5	2 725.0	9.1	2 967.2	9.7
M4 <sup>5/</sup>	3 459.8	15.8	3 575.6	13.8	3 831.9	9.9

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

#### Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>

Discriminação	2011		2012 <sup>2/</sup>			
	Outubro - Novembro <sup>1/</sup>		Primeiro Trimestre		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1.363	-4.3	1.353	-3.2	1.341	-0.3
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0.305	-0.7	0.311	-1.2	0.316	2.1
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0.454	7.0	0.456	5.8	0.460	-0.3
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1.300	3.8	1.312	4.3	1.291	0.1

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.