

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2010

Junho – 2010

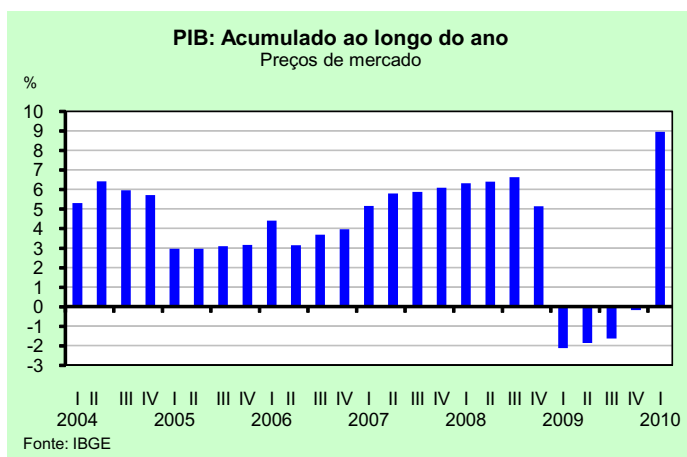


BANCO CENTRAL DO BRASIL

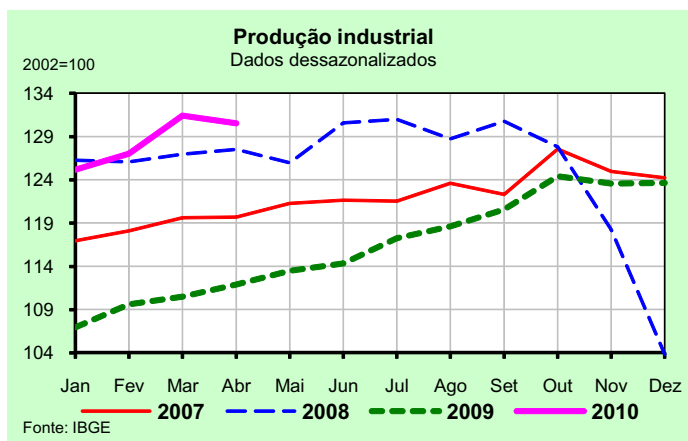
Programação Monetária para o terceiro trimestre e para o ano de 2010

A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2010

1. O PIB cresceu 2,7% no primeiro trimestre de 2010, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE, aumentando 9% em relação a igual período de 2009. A evolução do PIB, na margem, se configurando no quarto aumento consecutivo do agregado, nessa base de comparação, refletiu as elevações assinaladas na indústria, 4,2%; na agropecuária, 2,7%; e no setor de serviços, 1,9%. Em relação aos componentes da demanda, ressalte-se, no período, a continuidade do crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), 7,4%, enquanto os consumos das famílias e do governo aumentaram, respectivamente, 1,5% e 0,9%. As exportações apresentaram crescimento de 1,7% e as importações, em linha com o crescimento da demanda interna, 13,1%. O desempenho do PIB em relação ao primeiro trimestre de 2009 evidenciou a consolidação do dinamismo da demanda interna, responsável por 11,9 p.p. da taxa de crescimento registrada no período, contrastando com a contribuição de -2,9 p.p. proporcionada pelo setor externo. O consumo das famílias, em cenário de aumentos da massa salarial real, do emprego e do crédito, e de manutenção da confiança dos consumidores em patamar elevado, cresceu 9,3% no período, representando o vigésimo sexto resultado positivo nessa base de comparação. A FBCF, traduzindo a trajetória dos indicadores de confiança dos empresários e os desempenhos das indústrias da construção civil e de bens de capital, aumentou 26% no período, enquanto o consumo do governo cresceu 2%. A contribuição negativa do setor externo, consistente com o processo de fortalecimento da demanda interna e com o menor dinamismo da economia mundial, refletiu as elevações assinaladas nas exportações, 14,5%, e nas importações, 39,5%. Em relação aos componentes da oferta, o desempenho interanual do PIB refletiu as elevações nas produções dos setores industrial, 14,6%; de serviços, 5,9%; e agropecuário, 5,1%.

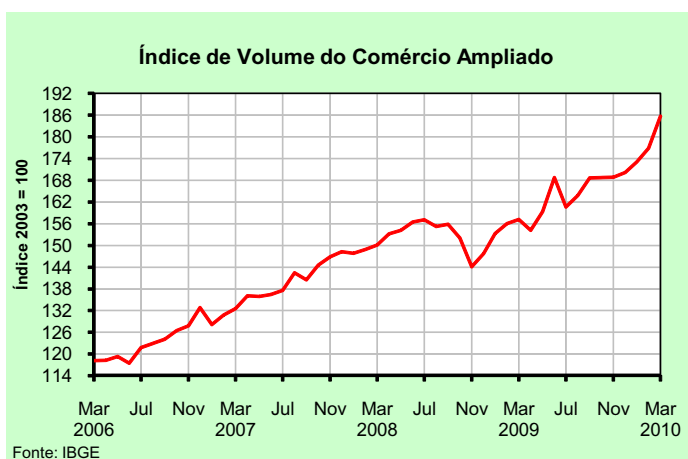


2. A produção física da indústria cresceu 4,5% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia se expandido 2,4%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria de transformação cresceu 4,1% e a extrativa, 3,9%, no trimestre. A análise da evolução da indústria por categorias de uso revela a ocorrência de crescimento generalizado,

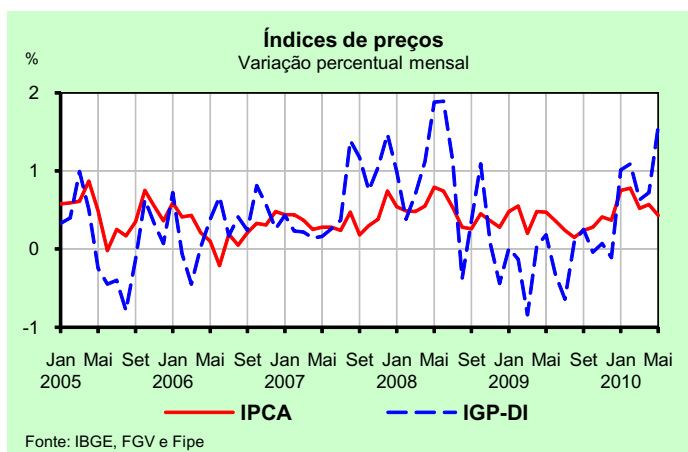


no período, com ênfase na expansão de 4,9% assinalada no segmento de bens de capital. A produção de bens de consumo duráveis elevou-se 4,4%, seguindo-se os desempenhos das indústrias de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 3,5%, e de bens intermediários, 2,6%.

3. As vendas no comércio ampliado aumentaram 5,9% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE. Registraram-se, no período, resultados positivos em nove dos dez segmentos pesquisados, com ênfase nas expansões assinaladas nas vendas de veículos, motocicletas, partes e peças, 7,7%; equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 7%; material de construção, 6,1%; tecidos, vestuário e calçados, 6,4%; e móveis e eletrodomésticos, 5,3%. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 3,5% no período.

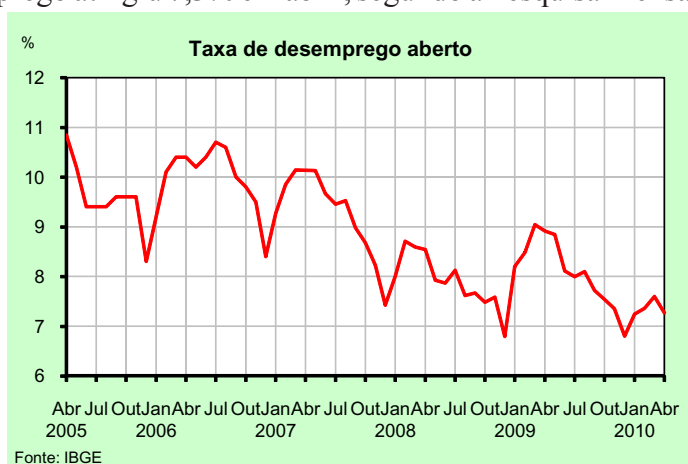


4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela Fundação Getulio Vargas (FGV), registrou variação de 2,95% no trimestre encerrado em maio, ante 2,00% naquele finalizado em fevereiro. O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) cresceu 3,29% no trimestre encerrado em maio, ante 2,06% naquele finalizado em fevereiro. Os preços agrícolas elevaram-se 4,08% no período, ante recuo de 0,08% no trimestre encerrado em fevereiro, enquanto



os preços industriais registraram variações respectivas de 3,04% e 2,75% nos trimestres considerados. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) registrou variação de 1,84% no trimestre encerrado em maio, ante 2,23% naquele finalizado em fevereiro, enquanto o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) assinalou crescimentos respectivos de 3,44% e 1,10%. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, aumentou 1,53% no trimestre encerrado em maio, ante 1,91% naquele finalizado em fevereiro. Essa evolução traduziu os impactos da desaceleração, de 1,77% para 0,32%, experimentada pela variação dos preços monitorados, e da aceleração, de 1,97% para 2,03%, observada no âmbito dos preços livres, esta refletindo o impacto mais acentuado da aceleração, de 1,10% para 1,58%, registrada na variação dos preços dos bens e serviços comercializáveis, em relação ao proporcionado pela desaceleração, de 2,76% para 2,44%, na relativa aos preços dos bens e serviços não comercializáveis.

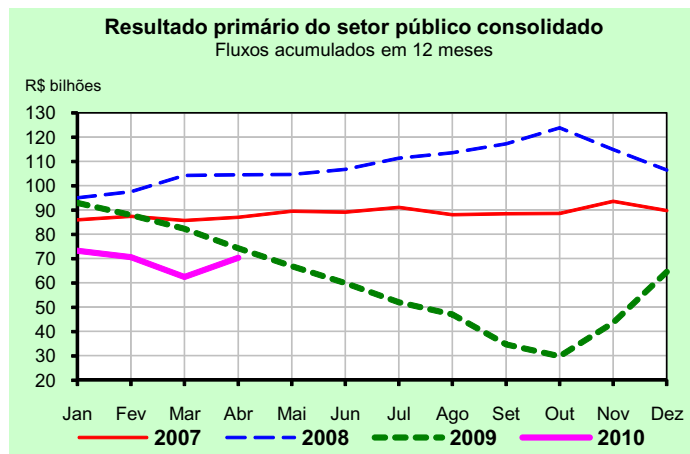
5. A taxa de desemprego atingiu 7,3% em abril, segundo a Pesquisa Mensal do Emprego (PME) realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, se constituindo – a exemplo do observado nos sete meses anteriores – na menor taxa para o mês. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu, em média, 7% no trimestre encerrado em abril, ante 7,7% naquele finalizado em janeiro, representando a maior retração trimestral e o menor patamar



da série histórica, iniciada em março de 2002. A taxa de desemprego recuou 1,4 p.p. no trimestre encerrado em abril, em relação a igual período do ano anterior, ressaltando-se o aumento de 3,9% observado na ocupação, que evidenciou, em especial, as expansões assinaladas nas atividades construção civil, 9,8%; serviços, exclusive serviços domésticos

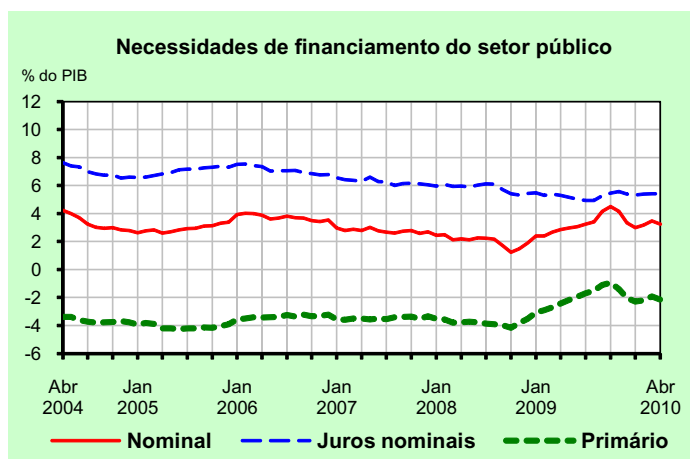
cos, 6,1%; e indústria, 3,4%. Adicionalmente, os postos de trabalho formais e o número de empregos informais registraram variações respectivas de 6,8% e -0,1%, no período, resultando em aumento de 1,4 p.p. na taxa de formalização, que, definida como a razão entre o número de empregados com carteira assinada e o número total de ocupados, atingiu o recorde de 50,9% no trimestre finalizado em abril.

6. O superávit primário do setor público consolidado totalizou R\$36,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2010, equivalendo a 3,41% do PIB e elevando-se 0,23 p.p. do PIB em relação a igual período de 2009. Esse desempenho refletiu os crescimentos nos superávits do Governo Central e dos governos regionais, neutralizados, em parte, pelo aumento do déficit das empresas estatais. O superávit do Governo Federal, favorecido pelo crescimento de 19,7% na receita



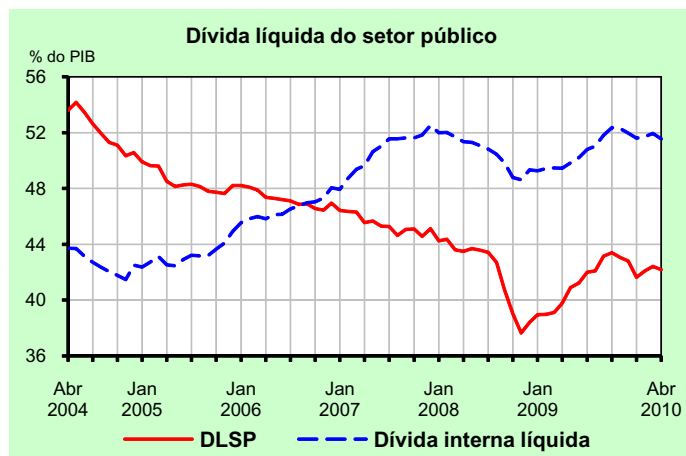
bruta, aumentou 0,09 p.p. do PIB no quadrimestre. O déficit da Previdência Social atingiu R\$17,2 bilhões, elevando-se 0,04 p.p. do PIB em relação ao registrado de janeiro a abril de 2009, enquanto as transferências para os governos regionais totalizaram R\$44,2 bilhões, elevando-se 13,6% no período. O superávit primário dos governos regionais atingiu R\$12,8 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, elevando-se 0,2 p.p. do PIB em relação a igual intervalo do ano anterior e exercendo contribuição importante para o recuo de 0,3 p.p. do PIB assinalado, no ano, na dívida líquida desses governos. As empresas estatais registraram déficit primário de 0,15% do PIB, no período, ante 0,12% do PIB, de janeiro a abril de 2009, evolução associada, em especial, ao impacto dos programas de investimentos das empresas estatais federais.

7. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$59,5 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, elevando-se 0,07 p.p. do PIB em relação a igual período de 2009. Esse movimento refletiu tanto o crescimento de 0,92 p.p. observado na variação acumulada do IPCA, no período, quanto a reversão do resultado favorável registrado pelas operações de *swap* cambial no primeiro quadrimestre de 2009. O déficit nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$22,8 bilhões nos quatro primeiros meses do



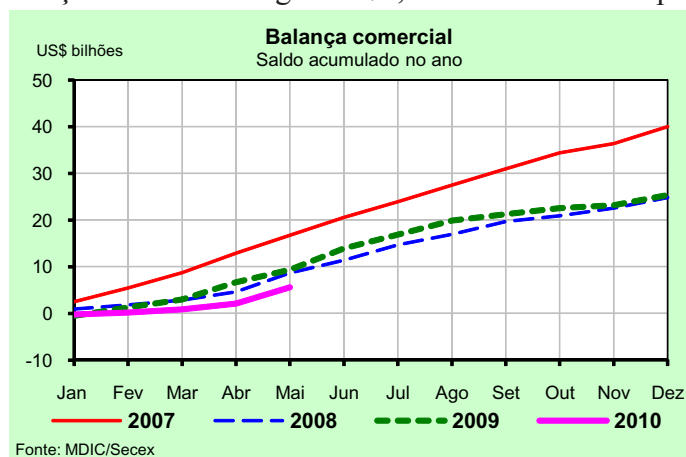
ano, equivalendo a 2,13% do PIB e recuando 0,16 p.p. do PIB em relação a igual período de 2009. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansões da dívida bancária líquida e da dívida mobiliária, neutralizadas, em parte, pelas reduções registradas no financiamento externo líquido e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.370,7 bilhões em abril, 42,2% do PIB, reduzindo-se 0,6 p.p. do PIB em relação à dezembro de 2009. A relação entre o endividamento líquido e o PIB, excetuando-se a estabilidade assinalada nas empresas estatais, recuou em todas as esferas do setor público, no período. A retração registrada na relação DLSP/PIB no quadrimestre refletiu os efeitos associados ao superávit primário, -1,1 p.p. do PIB, e ao crescimento



do PIB corrente, -1,4 p.p., neutralizados, em parte, pelos impactos de 1,8 p.p. do PIB relativo à apropriação de juros nominais, e de, igualmente 0,1 p.p. do PIB, referentes à apreciação cambial de 0,6% e à variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida líquida. A alteração assinalada na composição da DLSP no decorrer de 2010 refletiu, em especial, o crescimento da parcela atrelada à taxa Selic e da parcela credora vinculada à TJLP, essa associada ao aumento dos ativos da União junto ao BNDES, mediante emissão de títulos federais. Destaque-se também o crescimento da parcela vinculada ao IPCA, em linha com a aceleração registrada na variação desse indicador ao longo do ano.

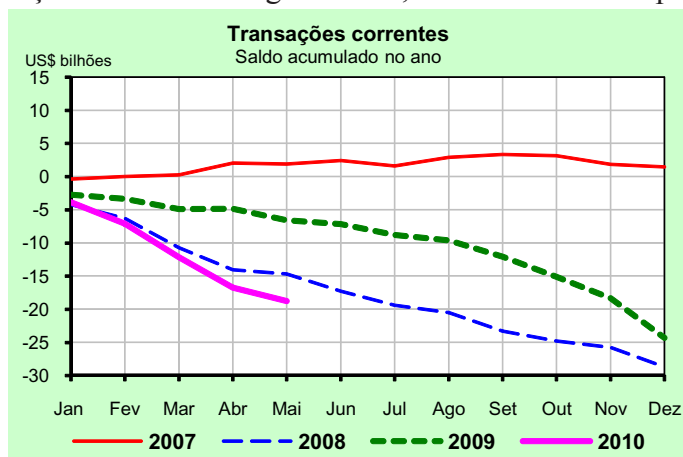
9. O superávit da balança comercial atingiu US\$5,6 bilhões nos cinco primeiros meses de 2010, resultado 39,6% inferior ao assinalado em igual período do ano anterior. As exportações somaram US\$72,1 bilhões e as importações, US\$66,5 bilhões, elevando-se, na ordem, 29,9% e 43,9%, no período. As exportações de produtos básicos registraram média diária de US\$304,5 milhões nos cinco primeiros meses de 2010, elevando-se



36% em relação a igual período de 2009, seguindo os aumentos assinalados nas relativas a bens semimanufaturados, 35,8%, e manufaturados, 19,4%, que totalizaram médias diárias respectivas de US\$96,4 milhões

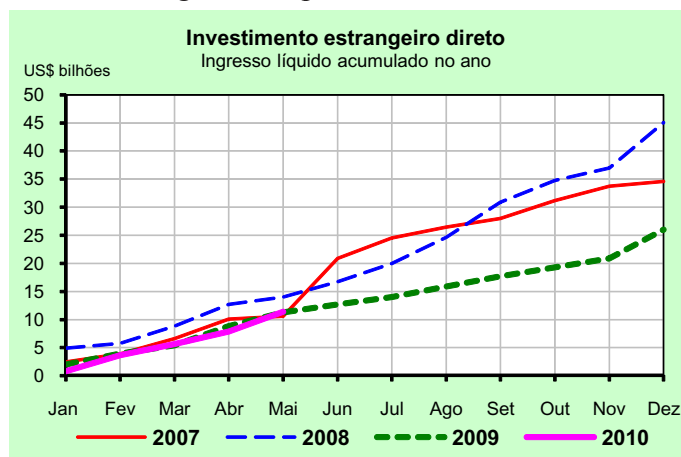
e US\$290,3 milhões. A média diária das aquisições externas aumentou 42,5% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior, registrando-se aumentos nas importações médias diárias de bens de consumo duráveis, 69,1%; combustíveis e lubrificantes, 64,7%; matérias-primas e produtos intermediários, 46,4%; bens de consumo não duráveis, 26,3%; e a bens de capital, 21,5%. De acordo com a Funcex, o crescimento de 29,9% registrado pelas exportações de janeiro a maio de 2010, em relação ao mesmo período do ano anterior, decorreu de aumentos de 17,2% nos preços e de 10,6% no *quantum* exportado, enquanto a expansão de 43,9% assinalada nas importações evidenciou os aumentos observados no volume importado, 41,5%, e nos preços, 1,8%.

10. O déficit em transações correntes atingiu US\$18,7 bilhões nos cinco primeiros meses de 2010, ante US\$6,6 bilhões em igual período do ano anterior, evolução decorrente da redução assinalada no resultado da balança comercial e dos aumentos registrados nas despesas líquidas com serviços e no déficit da conta de rendas. Considerados períodos de doze meses, o déficit em transações correntes totalizou US\$36,4 bilhões em maio, equivalendo a 1,94% do PIB. As remessas líquidas



na conta de serviços atingiram US\$11,3 bilhões, elevando-se 82,7% em relação ao resultado observado nos cinco primeiros meses de 2009, destacando-se a variação de 145,7%, para US\$3,2 bilhões, observada nas despesas líquidas com viagens internacionais. As despesas líquidas da conta de rendas somaram US\$14,6 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, elevando-se 31% em relação a igual intervalo do ano anterior. As despesas líquidas de juros aumentaram 11,4% no período, atingindo US\$4 bilhões, com ênfase no recuo de 33,1% observado nas receitas, que, em ambiente de redução das taxas de juros internacionais, somaram US\$2,1 bilhões. As remessas líquidas de lucros e dividendos atingiram US\$10,8 bilhões, aumentando 38,1% no período. As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$1,5 bilhão, elevação de 6,1% em relação aos cinco primeiros meses de 2009.

11. A conta capital e financeira registrou superávit de US\$34,4 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, destacando-se que o aumento recente da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais exerceu impacto limitado sobre o financiamento das contas externas do país. Os investimentos brasileiros diretos no exterior acumularam aplicações líquidas de US\$7,9 bilhões e os ingressos líquidos de IED somaram US\$11,4 bilhões, ante US\$11,2 bilhões em igual



intervalo de 2009. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$20,2 bilhões, ante ingressos líquidos de US\$462 milhões em igual período de 2009. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras totalizaram US\$8,1 bilhões, ante US\$3,1 bilhões nos cinco primeiros meses de 2009, enquanto os referentes a títulos de renda fixa negociados no país atingiram, na ordem, ingressos líquidos de US\$7,9 bilhões e saídas líquidas de US\$621 milhões.

12. A posição de maio das reservas internacionais registrou a convergência entre os dois conceitos, caixa e liquidez, devido à liquidação total do saldo remanescente das operações de empréstimo em moedas estrangeiras. Dessa maneira, as reservas internacionais totalizaram US\$249,8 bilhões, em maio, elevando-se US\$10,8 bilhões em relação a dezembro de 2009, no conceito liquidez, e US\$11,3 bilhões, no conceito caixa.



B. Política Monetária no primeiro trimestre de 2010

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamento, nos conceitos M1 e M4, mantiveram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o primeiro trimestre de 2010.

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$158,7 bilhões em março, reduzindo-se 2% no mês e crescendo 20,1% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$119,6 bilhões, recuando 2,8% no mês

e elevando-se 18,3% em doze meses, e o relativo às reservas bancárias somou R\$39,2 bilhões, assinalando aumentos respectivos de 0,8% e 26%.

15. O saldo da base monetária ampliada, que compreende a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, totalizou R\$2,1 trilhões em março, elevando-se 1,4% no mês e 15,8% em doze meses. O resultado anual refletiu os aumentos observados nos depósitos compulsórios em espécie, 165,5%, evidenciando as alterações nas regras dos recolhimentos; na base restrita, 16%; e no saldo dos títulos públicos federais, 10,5%.

16. Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, atingiram R\$227,4 bilhões em março, assinalando decréscimo mensal de 1,1% e aumento anual de 17%. Os saldos do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista atingiram R\$96,9 bilhões e R\$130,5 bilhões, respectivamente, registrando, na ordem, aumentos de 18,2% e 16,2%, em doze meses.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2010^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses
M1 ^{3/}	206,6 - 242,4	15,5	227,4	17,0
Base restrita ^{3/}	130,9 - 177,1	16,5	158,7	20,1
Base ampliada ^{4/}	1 817,1 - 2 458,4	17,1	2 112,6	15,8
M4 ^{4/}	2 186,7 - 2 958,5	13,2	2 659,7	17,0

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.

17. O saldo de M4 totalizou R\$2,66 trilhões em março, elevando-se 1,5% no mês e 17% 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\$74 bilhões no primeiro trimestre de 2010, resultante de resgates líquidos de R\$42,1 bilhões em títulos do Tesouro Nacional, no mercado primário, e de compra líquida de R\$31,9 bilhões, no mercado secundário.

19. O Copom avaliou, na reunião realizada em janeiro de 2010, que diante dos sinais de retomada acentuada da demanda doméstica, ocasionando redução da margem de ociosidade dos fatores de produção – evidenciada pela evolução dos indicadores de utilização da capacidade na indústria e do mercado de trabalho – e do comportamento recente das expectativas de inflação, poderiam aumentar os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas. Nesse ambiente, em que cabe à política monetária manter-se especialmente

vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 8,75% a.a., sem viés. Na reunião de março, foi considerado que a evolução recente do cenário macroeconômico não justificava alteração na postura do comitê em relação à fixação do patamar da taxa de juros básica.

C. Política Monetária no bimestre abril-maio de 2010

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$159,9 bilhões em maio, com redução de 0,3% em relação a abril e crescimento de 18,6% em doze meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as reservas bancárias registraram variações respectivas de -1,8% e 24%, atingindo R\$40,1 bilhões, enquanto o saldo de papel-moeda emitido cresceu, na mesma ordem, 0,3% e 16,9%, somando R\$119,8 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,22 trilhões em maio, com aumentos de 1,1% no mês e de 20,5% em doze meses. O resultado anual refletiu acréscimos de 273,4% nos depósitos compulsórios em espécie, de 19% na base restrita e de 11,7% no saldo dos títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, atingiram R\$231,4 bilhões em maio, aumentando 1% no mês e 17,1% em doze meses. Os saldos do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista totalizaram, na ordem, R\$97,2 bilhões e R\$134,2 bilhões, elevando-se, nas mesmas bases de comparação, 0,6% e 17%, e 1,3% e 17,1%, respectivamente.

23. O agregado monetário M4 totalizou R\$2,75 trilhões em maio, registrando aumentos de 4,7% no mês e de 18,5% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2010 e ocorridos no período abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses
M1 ^{3/}	207,0 - 243,0	12,3	231,4	17,1
Base restrita ^{3/}	131,1 - 177,4	13,2	159,9	18,6
Base ampliada ^{4/}	1 909,1 - 2 582,9	18,3	2 222,9	20,5
M4 ^{4/}	2 335,4 - 3 159,6	17,3	2 752,8	18,5

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, exerceram impacto expansionista de R\$68,7 bilhões no bimestre encerrado em maio, resultado de colocações líquidas de R\$13,6 bilhões de títulos do Tesouro Nacional no mercado primário e de compras líquidas de R\$82,3 bilhões no mercado secundário.

25. O Copom considerou, em reunião encerrada em 28 de abril, que os principais riscos para a consolidação de um cenário inflacionário benigno derivavam, no âmbito externo, das elevações adicionais registradas nos preços das *commodities*; e, internamente, do impacto dos impulsos fiscais e creditícios sobre a margem de ociosidade na utilização dos fatores de produção e, conseqüentemente, sobre o descompasso entre os crescimentos da absorção doméstica e da capacidade de expansão da oferta. O Comitê avaliou, ainda, que a economia se encontrava em novo ciclo de expansão e que a trajetória dos núcleos e das expectativas de inflação, os indícios de escassez de mão-de-obra em alguns segmentos e a elevação dos custos dos insumos se constituíam em indicativos importantes de seu aquecimento. Em tais circunstâncias, em que a postura da política monetária deve ser ajustada para favorecer a convergência entre os ritmos de expansão da demanda e da oferta, prevaleceu o entendimento de que a taxa Selic deveria ser elevada para 9,50% a.a., sem viés. Na reunião encerrada em 9 de junho, o Copom, dando seguimento ao processo

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
24.1.2007	-	13,00
7.3.2007	-	12,75
18.4.2007	-	12,50
6.6.2007	-	12,00
18.7.2007	-	11,50
5.9.2007	-	11,25
17.10.2007	-	11,25
5.12.2007	-	11,25
23.1.2008	-	11,25
5.3.2008	-	11,25
16.4.2008	-	11,75
4.6.2008	-	12,25
23.7.2008	-	13,00
10.9.2008	-	13,75
29.10.2008	-	13,75
10.12.2008	-	13,75
21.1.2009	-	12,75
11.3.2009	-	11,25
29.4.2009	-	10,25
10.6.2009	-	9,25
22.7.2009	-	8,75
2.9.2009	-	8,75
21.10.2009	-	8,75
9.12.2009	-	8,75
27.1.2010	-	8,75
17.3.2010	-	9,50
9.6.2010	-	10,25

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

de ajuste das condições monetárias ao cenário prospectivo da economia, para assegurar a convergência da inflação à trajetória de metas, decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 10,25% a.a., sem viés.

D. Perspectivas para o terceiro trimestre e para o ano de 2010

26. O crescimento expressivo registrado pela economia brasileira no primeiro trimestre de 2010, traduzido pela variação de 9% do Produto Interno Bruto (PIB), em relação a igual período do ano anterior, evidencia a consolidação do atual ciclo de expansão, iniciado em meados de 2009. Ressalte-se que a acomodação observada em abril, na atividade industrial e nas vendas do comércio varejista, não se constitui em indicativo de alteração na tendência de crescimento, que deverá seguir sustentada pelas trajetórias favoráveis do mercado de trabalho e dos índices de confiança de empresários e consumidores, e pela intensificação das operações de crédito.

27. A retomada da atividade interna permanece evidenciando o dinamismo da demanda doméstica, com ênfase no crescimento acentuado registrado pelos investimentos, consistente com o patamar elevado da confiança do empresariado e com o cenário de aumento do nível de utilização da capacidade instalada. Adicionalmente, o dinamismo do consumo das famílias segue impulsionado pelo nível elevado da confiança dos consumidores, pelos aumentos recorrentes da massa salarial e pela melhora nas condições do mercado de crédito. O setor externo segue contribuindo negativamente para o crescimento do PIB, desempenho compatível com o impacto negativo, sobre o superávit da balança comercial brasileira, exercido pelo diferencial expressivo observado entre os processos de recuperação das economias brasileira e mundial.

28. A evolução dos indicadores do mercado de trabalho registra a continuidade dos ganhos reais nos rendimentos do fator trabalho, mesmo impactados pela aceleração das taxas de inflação; recuo na taxa de desemprego; e melhora qualitativa na geração de postos de trabalho, expressa pela substituição de empregos informais por postos com carteira assinada.

29. As operações de crédito, em ambiente de recuos nas taxas de juros, nos *spreads* e na inadimplência, seguiram em expansão no trimestre encerrado em abril, exercendo desdobramentos favoráveis sobre os níveis de consumo e investimento. A expansão dos empréstimos ocorreu com maior intensidade no segmento de recursos direcionados, com ênfase nas contribuições das operações concedidas pelo BNDES e dos financiamentos habitacionais, enquanto, os empréstimos realizados com recursos livres foram impulsionados pelo desempenho das carteiras de pessoas físicas, com ênfase na participação crescente dos empréstimos consignados e dos financiamentos para aquisição de veículos. Vale enfatizar que o relativo arrefecimento das contratações no segmento de pessoas jurídicas evidenciou, em parte, o aumento da demanda das empresas, em especial de maior porte, por recursos provenientes do mercado de capitais.

30. O resultado fiscal acumulado no ano, mais favorável que o registrado no mesmo período de 2009, mostra-se consistente com o impacto da retomada da atividade econômica sobre o nível das receitas. A preservação, no decorrer do ano, do processo de recuperação da arrecadação, embora deva ser sustentado pelo impacto do final das desonerações tributárias, será sensibilizado, em sentido inverso, tanto pelo esgotamento do impacto exercido, nos primeiros meses do ano, pela base de comparação reduzida, quanto pela tendência de acomodação no crescimento do produto.

31. No âmbito das despesas, ressalte-se a expansão assinalada nos investimentos, que, por definição, se constituem nos gastos que proporcionam os retornos mais eficazes. Essa trajetória, tendo em vista as metas fiscais estabelecidas para o ano, deverá ser contrabalançada pela contenção dos gastos correntes.

32. O impacto da consolidação do atual ciclo de crescimento da economia brasileira sobre a demanda por bens e serviços importados vem se refletindo no aumento do déficit em transações correntes. Nesse cenário, embora as exportações registrassem crescimento importante, favorecido pela elevação dos preços dos produtos exportados, o superávit da balança comercial recuou 39,6% nos cinco primeiros meses de 2010, em relação a igual intervalo do ano anterior, trajetória que, compatível com a distinção entre os ritmos de crescimento das economias brasileira e mundial, deverá persistir no decorrer do ano. Adicionalmente, assinalem-se as perspectivas de aumentos no déficit da conta de serviços, estimulado pelo impacto do crescimento das importações de serviços, e nas remessas líquidas de lucros e dividendos, sensibilizadas pela expansão do estoque de investimentos estrangeiros no País e pelo aumento da rentabilidade das empresas residentes.

33. No âmbito da conta financeira, os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e em títulos de renda fixa e em ações permanecem apresentando fluxos relevantes e suficientes para o financiamento das transações correntes, reforçando a atual estrutura dos passivos externos, com os investimentos superando a dívida.

34. É importante enfatizar que o crescimento recente da economia mundial se caracterizou pelo cenário de fortalecimento das demandas internas nos principais países desenvolvidos, evidenciado no crescimento dos gastos com consumo e investimentos e na recuperação do mercado de trabalho. O agravamento das condições fiscais em países da Europa e o aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros se constituem, no entanto, em elementos restritivos à intensificação do processo mencionado.

35. As principais economias emergentes seguem registrando recuperação mais acentuada do que as maduras. Ressalte-se que embora a aversão ao risco mencionada possa se constituir, inicialmente, em fator de restrição ao ingresso líquido de fluxos externos nestas economias, exercendo desdobramentos negativos sobre as respectivas taxas de câmbio, bolsas de valores e indicadores de risco soberano, a percepção quanto à retomada consistente de sua atividade poderá proporcionar, em cenário de eventual agravamento da crise na Europa, a intensificação destes ingressos.

36. Nesse cenário, em que o financiamento do balanço de pagamentos deverá ocorrer sem dificuldades, beneficiado pelos ingressos expressivos de capitais externos, se intensifica o descompasso entre a demanda e a oferta internas. Nesse ambiente, em que as pressões sobre os preços ao consumidor devem se intensificar nos próximos meses, se constituindo em fator de risco para o cumprimento da meta para a inflação, o Banco Central segue adotando as medidas adequadas à preservação dos ganhos percebidos pela sociedade no cenário de estabilidade de preços.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o terceiro trimestre e para o ano de 2010

37. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre de 2010 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros, do câmbio e de outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

Quadro 3. Programação monetária para o terceiro trimestre e para ano de 2010^{1/}

R\$ bilhões

Discriminação	Terceiro trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	225,9 - 265,2	17,9	263,1 - 308,9	19,0
Base restrita ^{3/}	139,9 - 189,3	13,4	166,3 - 224,9	16,8
Base ampliada ^{4/}	2 002,2 - 2 708,9	16,6	2 089,7 - 2 827,3	19,8
M4 ^{4/}	2 490,7 - 3 369,8	18,1	2 629,3 - 3 557,2	18,7

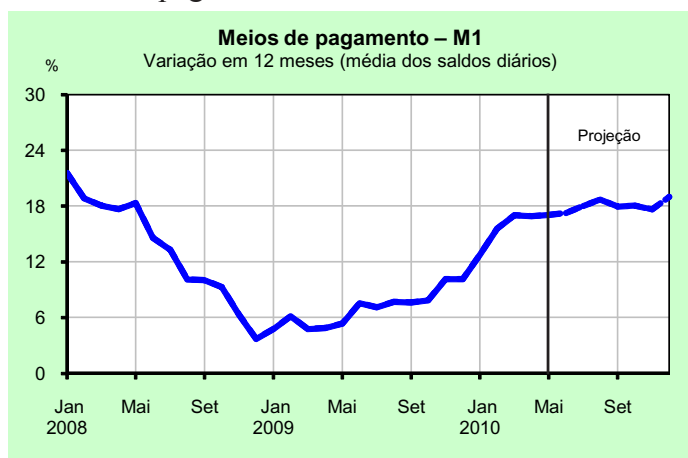
1/ Refere-se ao último mês do período.

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.

38. 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, respectivamente, em 17,9% e 19% para setembro e dezembro de 2010.



39. Consideraram-se ainda, como variáveis exógenas, para a projeção dos meios de pagamento, além da expansão 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.

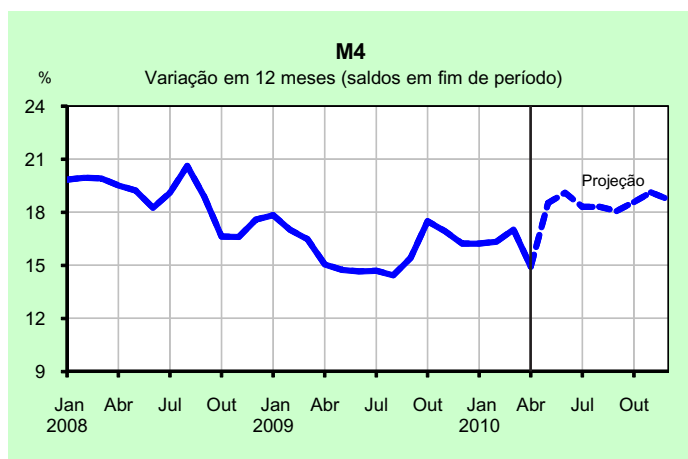
40. Tendo em vista as projeções para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 13,4% em setembro e de 16,8% em dezembro de 2010.



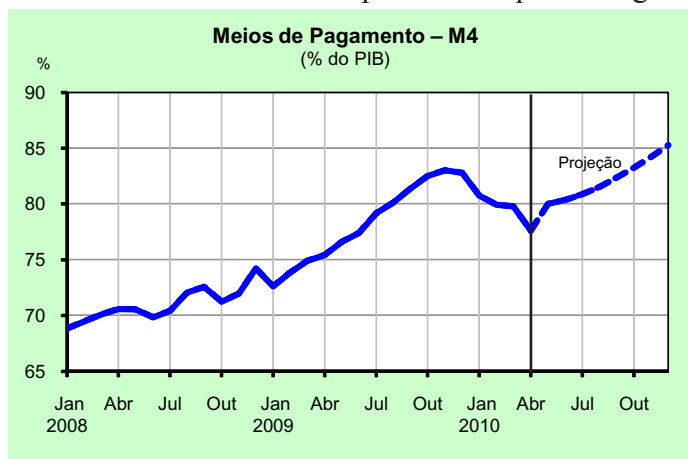
41. As projeções para a base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 16,6% em setembro e 19,8% em dezembro de 2010.



42. 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 18,1% em setembro e a 18,7% em dezembro de 2010.



43. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do terceiro trimestre de 2010, trajetória consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



44. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre abril/maio de 2010, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre e para o ano de 2010.

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

Discriminação	2010		2010 ^{2/}			
	Abril-maio		Terceiro trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	231,4	17,1	245,5	17,9	286,0	19,0
Base restrita ^{4/}	159,9	18,6	164,6	13,4	195,6	16,8
Base ampliada ^{5/}	2 222,9	20,5	2 355,5	16,6	2 458,5	19,8
M4 ^{5/}	2 752,8	18,5	2 930,3	18,1	3 093,2	18,7

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2010		2010 ^{2/}			
	Abril-maio ^{1/}		Terceiro trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,447	-1,4	1,492	4,0	1,462	1,8
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,299	6,0	0,270	-7,8	0,295	3,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,420	0,0	0,416	-3,0	0,414	-3,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,238	-1,7	1,244	1,2	1,258	-0,9

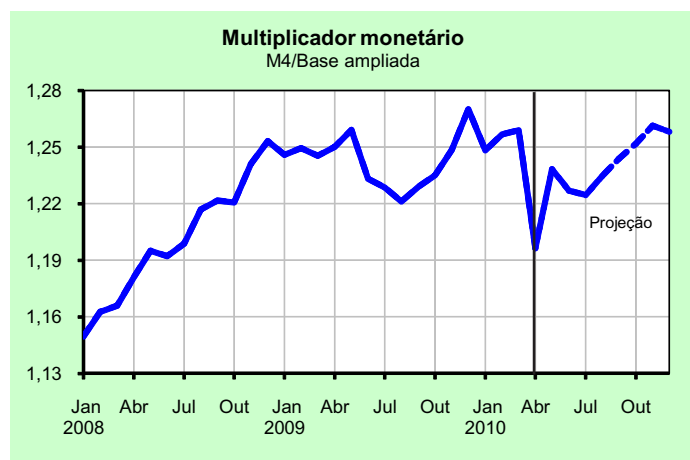
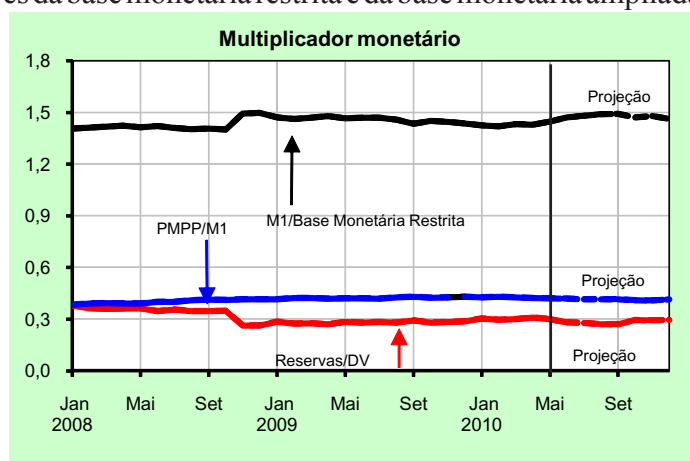
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período. Refere-se a abril.

46. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do terceiro trimestre de 2010.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2010^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses
M1 ^{3/}	206,6 - 242,4	15,5	227,4	17,0
Base restrita ^{3/}	130,9 - 177,1	16,5	158,7	20,1
Base ampliada ^{4/}	1 817,1 - 2 458,4	17,1	2 112,6	15,8
M4 ^{4/}	2 186,7 - 2 958,5	13,2	2 659,7	17,0

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.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2010 e ocorridos no período abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses
M1 ^{3/}	207,0 - 243,0	12,3	231,4	17,1
Base restrita ^{3/}	131,1 - 177,4	13,2	159,9	18,6
Base ampliada ^{4/}	1 909,1 - 2 582,9	18,3	2 222,9	20,5
M4 ^{4/}	2 335,4 - 3 159,6	17,3	2 752,8	18,5

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 3. Programação monetária para o terceiro trimestre e para ano de 2010^{1/}

R\$ bilhões

Discriminação	Terceiro trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	225,9 - 265,2	17,9	263,1 - 308,9	19,0
Base restrita ^{3/}	139,9 - 189,3	13,4	166,3 - 224,9	16,8
Base ampliada ^{4/}	2 002,2 - 2 708,9	16,6	2 089,7 - 2 827,3	19,8
M4 ^{4/}	2 490,7 - 3 369,8	18,1	2 629,3 - 3 557,2	18,7

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	2010		2010 ^{2/}			
	Abril-maio		Terceiro trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	231,4	17,1	245,5	17,9	286,0	19,0
Base restrita ^{4/}	159,9	18,6	164,6	13,4	195,6	16,8
Base ampliada ^{5/}	2 222,9	20,5	2 355,5	16,6	2 458,5	19,8
M4 ^{5/}	2 752,8	18,5	2 930,3	18,1	3 093,2	18,7

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.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2010		2010 ^{2/}			
	Abril-maio ^{1/}		Terceiro trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,447	-1,4	1,492	4,0	1,462	1,8
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,299	6,0	0,270	-7,8	0,295	3,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,420	0,0	0,416	-3,0	0,414	-3,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,238	-1,7	1,244	1,2	1,258	-0,9

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. Refere-se a abril.

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.