

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

2009

Setembro – 2009

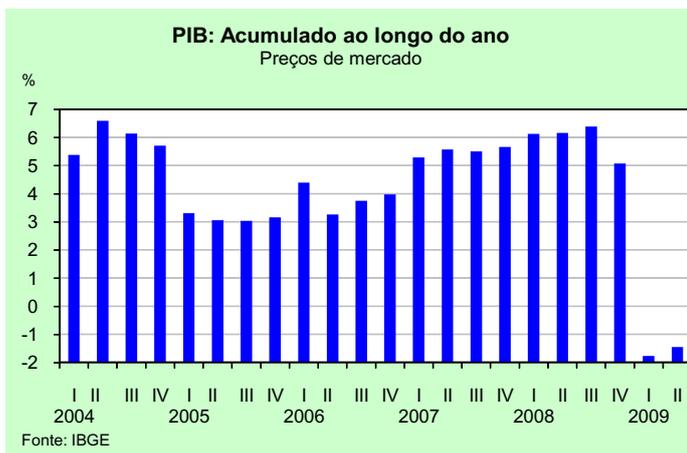


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

## Programação Monetária para o quarto trimestre de 2009

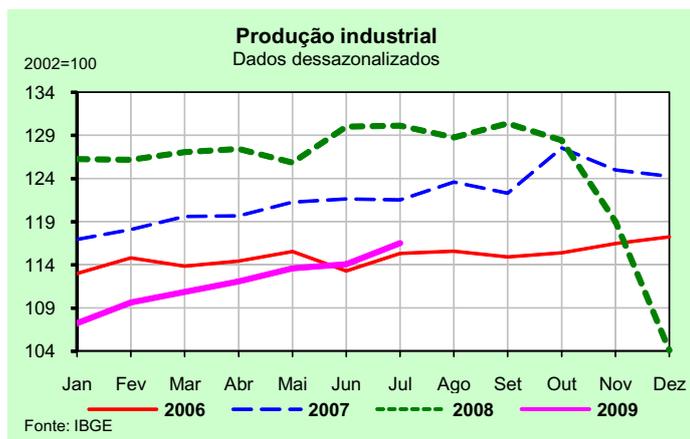
### A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2009

1. O PIB, ratificando as perspectivas de recuperação do nível de atividade sinalizadas por indicadores setoriais antecedentes, cresceu 1,9% no trimestre encerrado em junho, em relação ao finalizado em março, revertendo a trajetória declinante iniciada após o agravamento da crise internacional. A recuperação do PIB, na margem, considerada a ótica da produção, refletiu as expansões observadas na indústria, 2,1%, e no setor de serviços, 1,2%, que haviam registrado variações



respectivas de -3,2% e 0,6%, no trimestre finalizado em março, contrastando com o recuo de 0,1% assinalado na agropecuária, que havia registrado retração de 1,4% no trimestre encerrado em março. O exame da evolução do PIB segundo os componentes da demanda registra a ocorrência de aumento de 2,1% no consumo das famílias, estabilidade na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), e redução de 0,1% no consumo do governo, enquanto no âmbito da demanda externa ocorreram elevações de 14,1% nas exportações e de 1,5% nas importações. O PIB registrou retração de 1,2% no segundo trimestre de 2009, em relação a igual período de 2008. Sob a ótica da oferta, este resultado refletiu recuos respectivos de 4,2% e 7,9% na agropecuária e na indústria, e crescimento de 2,4% no setor de serviços. O exame da evolução interanual do PIB sob o ângulo da demanda enfatiza a contribuição negativa de 1,9 p.p. proporcionada pela evolução da demanda interna, resultante do impacto mais acentuado da retração de 17% experimentada pela FBCF, em relação ao derivado dos aumentos observados no consumo das famílias, 3,2%, e do governo, 2,2%. O setor externo, refletindo os recuos registrados nas exportações, 11,4%, e nas importações, 16,5%, exerceu contribuição de 0,7 p.p., no período.

2. A produção industrial cresceu 3,5% no trimestre finalizado em julho, em relação ao encerrado em abril, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF), realizada pelo IBGE. O desempenho favorável do segmento traduziu os crescimentos observados nas indústrias de transformação, 2,7%, e extrativa, 3,7%, este evidenciando, em cenário de retomada da demanda por *commodities* minerais, o aumento trimestral de 32,8% registrado na



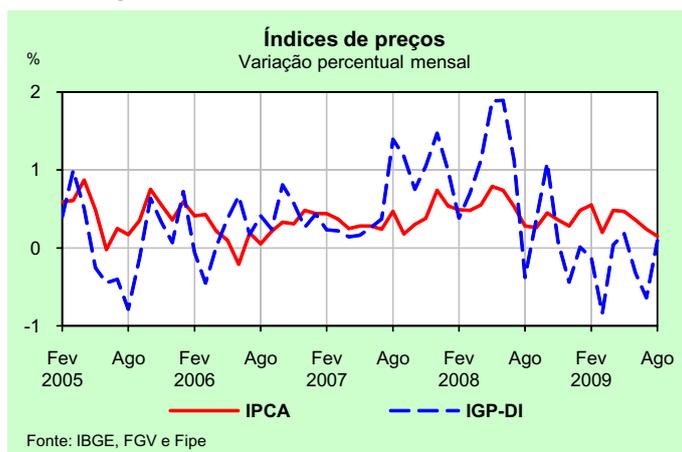
extração de minérios ferrosos. A evolução da indústria de transformação refletiu a ocorrência de aumentos generalizados em todas as categorias de uso, com ênfase no crescimento de 3,7% registrado pela produção de bens intermediários, enquanto as relativas a bens de capital e a bens de consumo experimentaram expansões respectivas de 2,8% e 2%, no trimestre.

3. As vendas do comércio ampliado aumentaram 6,4% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Vale mencionar que as vendas varejistas registraram aumento generalizado em todos os setores considerados na pesquisa, com ênfase nos relativos a automóveis, motocicletas, partes e peças, 12,7%; outros artigos de



uso pessoal e doméstico, 3,2%; e equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 2,6%. Considerada a mesma base de comparação, as vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos e motos, partes e peças e de material de construção, elevaram-se 1,5%, ressaltando-se as expansões assinaladas no Nordeste, 3,3%; e Sul, 2%; enquanto nas regiões Sudeste, Centro-Oeste e Norte observaram-se variações trimestrais de 0,5%, 0,2% e -0,5%.

4. A inflação seguiu em trajetória declinante no trimestre encerrado em agosto, registrando-se, a exemplo do observado no período finalizado em maio, desaceleração trimestral nos preços ao consumidor, com ênfase no arrefecimento experimentado nos grupos alimentação e vestuário, e, evidenciando a continuidade da retração dos preços industriais e dos preços agrícolas no atacado, variação negativa mais intensa nos índices gerais. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade



Interna (IGP-DI) recuou 0,87% no trimestre encerrado em agosto, ante retração de 0,62% naquele finalizado em maio, evolução decorrente de reduções generalizadas nas variações trimestrais dos preços relacionados ao atacado, ao consumidor e à construção. O IPCA registrou aumento de 0,75% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,15% naquele finalizado em maio, reflexo de arrefecimento na variação dos preços livres e de estabilidade na relativa aos monitorados, responsáveis, na ordem, por 0,47 p.p. e 0,28 p.p. da variação do indicador. Os preços livres cresceram 0,66%, ante 1,24% no trimestre encerrado em maio, resultado de desacelerações respectivas de 0,28 p.p. e 0,92 p.p. nas variações dos preços dos bens e serviços não comercializáveis e daqueles comercializáveis, que aumentaram, na ordem, 0,75% e 0,55%, no período.

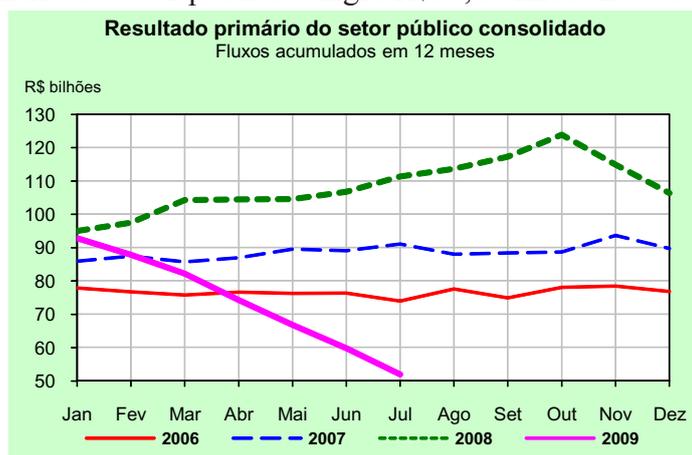
5. A taxa de desemprego média registrada nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, atingiu 8,3% no trimestre terminado em julho, ante 8,8% naquele finalizado em abril e 8% em igual período de 2008. A PME registrou, ainda, movimento de aceleração da ocupação, expresso no crescimento de 0,4% observado no número de ocupados no trimestre encerrado em julho, em relação a igual período de 2008, ante expansão de 0,1%,



no mesmo tipo de comparação, no trimestre encerrado em junho. Em julho, o número de ocupados cresceu 1,1% em relação a igual mês do ano anterior, maior alta desde fevereiro. Reforçando o movimento de superação da crise, foram gerados 419 mil empregos no trimestre finalizado em julho, ante 247 mil no período correspondente de 2008. A recuperação do emprego formal é ratificada pelas estatísticas do Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), que identificaram

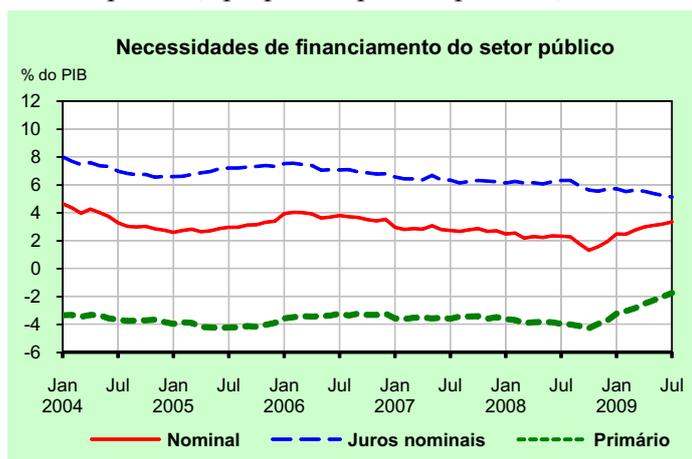
a criação de 389,5 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em julho – dos quais 138,4 mil neste mês, ante 150,2 mil no trimestre finalizado em abril e 715,6 mil em igual período de 2008. O nível de emprego formal aumentou 2,4% nos sete primeiros meses do ano, em relação a igual período do ano anterior, com ênfase nos crescimentos observados nos segmentos construção civil, 6,7%; serviços, 4,3%; e comércio, 4,1%, contrastando com o recuo de 2,1% registrado na indústria de transformação.

6. O superávit primário do setor público atingiu R\$38,4 bilhões nos sete primeiros meses do ano, equivalente a 2,25% do PIB, ante 5,63% do PIB em igual período de 2008. Esta substancial retração refletiu a ocorrência de resultados menos favoráveis em todas as esferas do setor público, com ênfase na retração de 2,83 p.p. do PIB observada no superávit do Governo Central. Vale mencionar que esta redução refletiu tanto o recuo, de 2,63 p.p. do PIB, assinalado no superávit do



Governo Federal, resultante da combinação de aumento de despesas e redução de receitas do Tesouro Nacional, quanto o aumento, de 0,19 p.p. do PIB, registrado no déficit da Previdência Social, este evidenciando o impacto mais acentuado do aumento das despesas com benefícios previdenciários, em relação ao proporcionado pelo crescimento das receitas líquidas da Previdência.

7. Os juros nominais do setor público, apropriados por competência, totalizaram R\$95,1 bilhões nos sete primeiros meses do ano. A redução de 0,98 p.p. do PIB registrada em relação a igual período do ano anterior esteve relacionada, em especial, à reversão do resultado desfavorável das operações de *swap* cambial, e de forma menos intensa, ao impacto do recente ciclo de flexibilização da política monetária, que deverá passar a exercer efeitos mais acentuados nos próximos meses. O déficit nominal



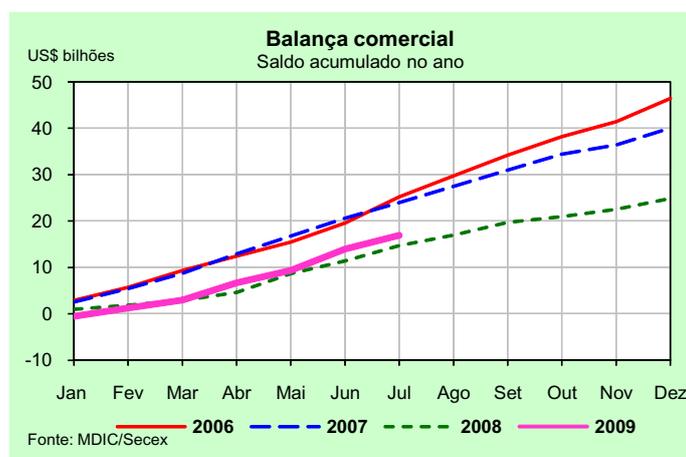
do setor público passou de R\$15,1 bilhões, nos primeiros sete meses de 2008, para R\$56,7 bilhões, em igual período de 2009, aumento equivalente a 2,4 p.p. do PIB. O financiamento desse resultado ocorreu com expansão da dívida mobiliária, parcialmente compensada pela retração da dívida bancária líquida; do financiamento externo líquido; e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.283,4 bilhões em julho, representando 44,1% do PIB e elevando-se 5,2 p.p. do PIB em relação ao final de 2008. O aumento da relação, concentrado na esfera do Governo Central, evidenciou o impacto expansionista mais acentuado da apropriação de juros nominais, 3,3 p.p. do PIB; dos efeitos da apreciação cambial observada no período, 2,1 p.p.; da redução do PIB valorizado, 0,8 p.p.; e da variação da paridade da



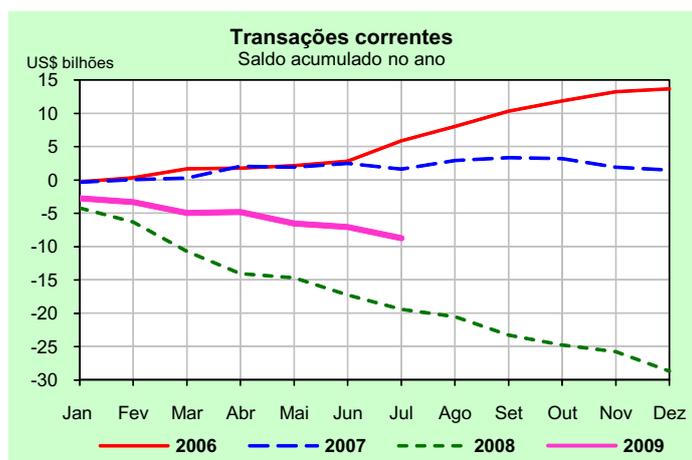
cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,4 p.p., em contraposição ao impacto contracionista inerente ao superávit primário assinalado no período, 1,3 p.p. do PIB. A parcela da dívida líquida indexada à taxa Selic aumentou de 58,2%, em dezembro de 2008, para 67%, em julho de 2009, enquanto as relativas à dívida líquida pré-fixada, à dívida vinculada a índices de preços e à posição credora referenciada ao dólar recuaram, na ordem, de 35,3%, 32,6% e 30,3%, para 32,4%, 29,7% e 24,5%.

9. A balança comercial registrou superávit de US\$16,9 bilhões nos sete primeiros meses do ano, resultado 15,7% superior ao assinalado em igual período de 2008. A média diária das vendas externas decresceu 23,8% no período, trajetória associada, em especial, à retração de 29,9% experimentada pelas exportações de produtos industrializados. Os embarques de produtos básicos decresceram 10,6%, enquanto no âmbito dos produtos industrializados, o declínio nas

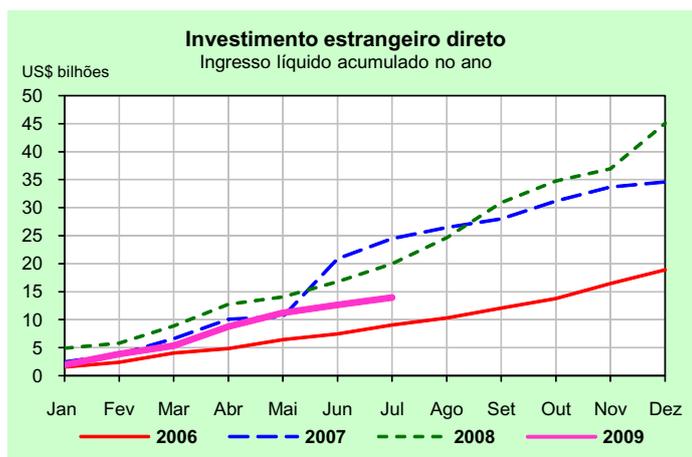


vendas médias diárias de semimanufaturados atingiu 29,8%, impulsionado pelos recuos relativos aos itens ferro fundido bruto, 56,8%; produtos semimanufaturados de ferro e aço, 61,7%; e couros e peles, 51,5%; enquanto o decréscimo de 31,1% observado no segmento de bens manufaturados esteve condicionado, em grande parte, pelas retrações assinaladas nas exportações de óleos combustíveis, 56,5%; etanol, 36,2%; e automóveis de passageiros, 39,3%. A média diária das importações decresceu 29,9% nos sete primeiros meses do ano, em relação ao período equivalente de 2008, resultado de recuos generalizados em todas as categorias de uso. As compras médias diárias de combustíveis e lubrificantes, refletindo, em especial, a redução das suas cotações, recuaram 51,7%, seguindo-se os recuos nas relativas a matérias-primas e produtos intermediários, 32,4%; bens de capital, 16,9%; e bens de consumo duráveis, 17,4%. A única categoria de uso a apresentar expansão no período considerado foi a de bens de consumo não-duráveis, 2,3%.

10. O déficit em transações correntes totalizou US\$8,7 bilhões nos primeiros sete meses do ano, ante US\$19 bilhões em igual período do ano anterior. O superávit comercial atingiu US\$16,9 bilhões de janeiro a julho, aumentando 15,7% em relação a igual período de 2008. As despesas líquidas da conta de rendas recuaram 31,4%, para US\$18 bilhões, no período, enquanto as remessas líquidas da conta de serviços decresceram 1,5%, situando-se em US\$9,5 bilhões, e as receitas líquidas relativas a transferências unilaterais decresceram 16,5%, para US\$1,9 bilhão. Considerados períodos de doze meses, o déficit em transações correntes totalizou US\$17,9 bilhões, 1,35% do PIB, em julho, ante US\$19,2 bilhões, 1,29% do PIB, em igual intervalo de 2008.



11. Os ingressos líquidos de IED atingiram US\$14 bilhões nos sete primeiros meses do ano, ante US\$20 bilhões em igual período de 2008. Os fluxos líquidos de participação no capital totalizaram US\$9,4 bilhões e os empréstimos intercompanhias, US\$4,5 bilhões, reduzindo-se na ordem, 29,4% e 31,3%, no período. Considerados períodos de doze meses, o IED atingiu US\$39,1 bilhões em agosto, 2,94% do PIB, assegurando fonte confortável de financiamento ao balanço de pagamentos. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$9,8 bilhões de janeiro a julho, ante US\$17,5 bilhões em igual período de 2008. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras totalizaram US\$9,7 bilhões, ante US\$4,7 bilhões de janeiro a julho de 2008, enquanto os referentes a investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa atingiram, na ordem, US\$43 milhões e US\$12,8 bilhões.



12. As reservas internacionais no conceito liquidez, que inclui linhas com recompra e operações de empréstimo em moedas estrangeiras, totalizaram US\$211,9 bilhões em julho, elevando-se US\$5,1 bilhões no ano. Considerado o conceito caixa, as reservas atingiram US\$27,4 bilhões, elevando-se US\$13,6 bilhões no ano. As compras do Banco Central no mercado de câmbio somaram US\$13,2 bilhões, das quais US\$4,7 bilhões no mercado à vista; US\$8,2 bilhões em operações



com compromisso de recompra; e US\$277 milhões relativos a retornos de operações de empréstimo em moedas estrangeiras. Entre as outras operações, destaque-se a receita de US\$3,1 bilhões com a remuneração das reservas, além da redução de US\$2,7 bilhões da rubrica “demais”, composta principalmente pelas variações de preços e paridades.

## B. Política Monetária no segundo trimestre de 2009

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o segundo trimestre de 2009.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$136,2 bilhões em junho, com expansão de 1,1% no mês e de 4,0% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido alcançou R\$103,8 bilhões, elevando-se 1,3% no mês e 12,5% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$32,5 bilhões, expandindo 0,4% no mês e recuando 16,3% 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 10,8% nos 12 meses encerrados em junho, alcançando R\$1,9 trilhão. Esta expansão refletiu aumentos de 4,8% na base restrita e de 15,9% no saldo dos títulos públicos federais, e redução de 47,5% nos depósitos compulsórios em espécie.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$200,4 bilhões em junho, elevando-se 1,4% no mês e 7,6% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$84,2 bilhões, aumentando 1,3% no mês e 12,9% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$116,2 bilhões, com expansões respectivas de 1,4% e 4,0% nas mesmas bases de comparação.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2009<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>	178,8-209,9	4,3	200,4	7,6
Base restrita <sup>3/</sup>	110,7-149,8	-0,6	136,2	4,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	1 720,1-2 019,3	9,1	1 899,3	10,8
M4 <sup>4/</sup>	1 992,4-2 695,6	14,7	2 339,5	14,5

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.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$2,34 trilhões em junho, elevando-se 1,1% no mês e 14,5% em 12 meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$2,3 bilhões no segundo trimestre de 2009, resultante, principalmente, de resgates líquidos de R\$2,9 bilhões no mercado primário e de venda líquida de títulos de R\$5,2 bilhões no mercado secundário.

19. O Copom avaliou, em abril, que o desaquecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança dos agentes, ainda que nos dois casos se observe alguma melhora na margem, bem como pela contração da economia global, criara importante margem de ociosidade dos fatores de produção que não deveria ser eliminada rapidamente em um cenário de recuperação gradual da atividade econômica. Foi considerado, ainda, que esse desenvolvimento deveria contribuir para conter as pressões inflacionárias, mesmo diante das consequências do processo de ajuste do balanço de pagamentos e da presença de mecanismos de realimentação inflacionária na economia, abrindo espaço para flexibilização da política monetária. Nesse contexto, avaliando o cenário macroeconômico e visando ampliar o processo de distensão monetária, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 10,25% a.a., sem viés. Em junho, o Copom considerou que, diante dos sinais de arrefecimento do ritmo de atividade econômica, no que se refere, por exemplo, aos indicadores de produção industrial, ao mercado de trabalho e às taxas de utilização da capacidade na indústria, bem como à confiança de empresários e consumidores, e ao comportamento das expectativas de inflação para horizontes relevantes, continuavam se consolidando as perspectivas de concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltaria a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas. Nesse contexto, mas ponderando que as decisões sobre a evolução da taxa básica de juros têm que levar em conta a magnitude do movimento total realizado desde janeiro e que qualquer flexibilização monetária adicional deverá ser implementada de maneira mais parcimoniosa, o Comitê decidiu reduzir a taxa Selic para 9,25% a.a., sem viés.

### C. Política Monetária no bimestre julho-agosto de 2009

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$138,7 bilhões em agosto, aumentando 0,2% no mês e 3,6% em 12 meses. As reservas bancárias recuaram 3% no mês e 15,7% em 12 meses, situando-se em R\$32,5 bilhões, enquanto o saldo médio do papel-moeda emitido apresentou aumentos respectivos de 1,3% e 11,4%, somando R\$106,2 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,99 trilhão em agosto, com aumentos de 2,3% no mês e de 14% em 12 meses. O resultado anual refletiu redução de 47,7% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie e crescimentos de 3,7% na base restrita e de 19,8% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$202,4 bilhões em agosto, com redução de 0,6% no mês e expansão de 7,7% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$86,1 bilhões, apresentando expansões de 1% no mês e de 12,0% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$116,3 bilhões, com redução mensal de 1,7% e expansão anual de 4,7%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$2,4 trilhões em agosto, registrando aumentos de 1,4% no mês e de 14,2% em 12 meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2009 e ocorridos no período julho/agosto<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>	189,4-222,3	6,4	202,4	7,7
Base restrita <sup>3/</sup>	117,6-159,1	0,6	138,7	3,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	1 750,2-2 054,6	8,1	1 991,7	14,0
M4 <sup>4/</sup>	2 039,5-2 759,3	11,6	2 426,8	14,2

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em contração monetária de R\$9 bilhões no bimestre encerrado em agosto, explicada exclusivamente pela atuação do Tesouro Nacional. As operações de títulos pelo Tesouro, no mercado primário, foram contracionistas em R\$2,6 bilhões, e no mercado secundário, contracionistas em R\$6,4 bilhões.

25. O Copom avaliou, em julho, que a acomodação da demanda, motivada tanto pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança dos agentes, ainda que nos dois casos persistisse a ocorrência de melhoras na margem, quanto pela contração da economia global, que também poderia estar arrefecendo, criou importante margem de ociosidade dos fatores de produção, que não deve ser eliminada rapidamente em um cenário básico de recuperação gradual da atividade econômica. Por outro lado, o Comitê observou que decisões sobre a evolução da taxa básica de juros têm que levar em conta a magnitude do movimento total realizado desde janeiro, cujos impactos sobre diversos indicadores econômicos ficarão evidentes ao longo do tempo. Apesar de alguns membros do Comitê entenderem que haveria respaldo para a possibilidade de manter inalterada a taxa básica de juros naquela reunião, houve consenso de que o balanço dos riscos para a trajetória prospectiva central da inflação justificava estímulo monetário residual. Nesse contexto, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 8,75% a.a., sem viés, por unanimidade. Em setembro, o Copom avaliou que a política monetária, com vistas a assegurar a manutenção da convergência da inflação para a trajetória de metas, deveria manter postura cautelosa. Contribuiria, dessa forma, para mitigar o risco de reversões abruptas da política monetária no futuro e, assim, para a recuperação consistente da economia ao longo dos próximos trimestres. Dessa forma, o Copom decidiu manter a taxa Selic em 8,75% a.a., sem viés, por unanimidade.

<b>Reunião do Copom</b>	<b>Aplicação do viés de baixa</b>	<b>Meta para a taxa Selic (% a.a.)<sup>1/</sup></b>
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

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

#### **D. Perspectivas para o quarto trimestre de 2009**

26. Os indicadores de que a coordenação de políticas econômicas empreendida em reação à intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais passava a favorecer a retomada da atividade econômica, enfatizados na Programação Monetária anterior, ganharam contornos mais nítidos nos últimos meses. A atenuação – e, em algumas economias, a reversão – do ambiente recessivo observado desde meados de 2008, refletiu as contribuições inerentes tanto ao maior dinamismo da demanda interna, com ênfase no impacto da flexibilização das políticas monetária e fiscal sobre os gastos de consumo privado; quanto à intensificação do comércio externo. Nesse cenário, as economias da Área do Euro e dos EUA registraram, no trimestre encerrado em junho, contrações inferiores às assinaladas em trimestres recentes, enquanto as relativas à China e Índia experimentaram aceleração nas respectivas taxas anuais de crescimento.

27. No Brasil, a trajetória do PIB, ratificou, com maior ênfase, o processo de retomada da atividade econômica mencionado no parágrafo anterior. Este movimento se reveste de contornos mais relevantes a partir da constatação de que a variação do agregado no trimestre encerrado em junho, em relação ao finalizado em março, refletiu, pela ótica da oferta, resultados favoráveis na indústria e nos serviços. O exame dos componentes da demanda revela que o consumo das famílias registrou o segundo aumento consecutivo, neste tipo de comparação, e a Formação Bruta de Capital Fixo, após acumular retração de 20,3% nos trimestres encerrados em março de 2009 e em dezembro do ano anterior, registrou estabilidade.

28. A evolução de importantes indicadores setoriais, no decorrer do terceiro trimestre do ano, sugere aceleração do ritmo de crescimento da atividade. Neste ambiente, a expansão significativa observada, em agosto, nos índices que mensuram a confiança do empresariado industrial, e o patamar elevado da confiança dos consumidores, deverão favorecer a continuidade dos resultados positivos registrados na produção da indústria que, em julho, cresceu pelo sétimo mês consecutivo e atingiu o maior patamar desde novembro de 2008. Este cenário benigno incorpora, ainda, os impactos do processo de flexibilização monetária, dos estímulos fiscais, das melhoras nas condições dos mercados de trabalho e de crédito, e do recuo nas taxas de inflação sobre a renda real dos trabalhadores, com desdobramentos favoráveis em relação à consolidação do mercado interno como fator de sustentação da retomada da atividade econômica.

29. A continuidade da trajetória de recuperação gradual experimentada pelo mercado de crédito no trimestre encerrado em julho refletiu, em especial, a evolução das operações contratadas no segmento de pessoas físicas, movimento associado tanto ao aumento na renda disponível e à melhora nas expectativas dos consumidores, quanto ao impacto da flexibilização da política monetária sobre o custo dos empréstimos. Mantiveram-se, ainda, as tendências de expansão mais acelerada do crédito direcionado, acentuada pela expressiva concessão realizada pelo BNDES em julho, e das contratações efetuadas por bancos públicos.

30. O desempenho menos expressivo das operações de crédito no segmento de pessoas jurídicas refletiu tanto o menor dinamismo da demanda das pequenas e médias empresas, quanto os desdobramentos da tendência ainda crescente, em oposição à estabilidade observada no segmento de pessoas físicas, das taxas de inadimplência sobre as taxas de juros e os *spreads* praticados nas contratações das empresas.

31. As perspectivas em relação à evolução das operações de crédito nos próximos meses, em ambiente de estabilidade da taxa básica de juros; recuperação da atividade econômica, com expectativa de retomada dos investimentos; e de restabelecimento das condições de liquidez no sistema bancário, em especial no que se refere às instituições financeiras médias e pequenas, mostram-se favoráveis.

32. A evolução das contas fiscais segue refletindo os desdobramentos da crise internacional sobre o nível das receitas, impactado pelos efeitos da retração no nível da atividade econômica e das medidas pontuais de desoneração fiscal implementadas com o objetivo de estimular a demanda em segmentos importantes para a recuperação do dinamismo da economia. Por outro lado, o desempenho das contas públicas reflete também tendência de expansão dos gastos que pode ser de complexa reversão no futuro.

33. Os desdobramentos do ambiente descrito no parágrafo anterior sobre a trajetória do superávit primário não devem ser compreendidos, no entanto, como restrições à trajetória de redução da relação DLSP/PIB no médio e longo prazos, que deverá ser beneficiada pelos efeitos favoráveis da retomada da atividade sobre o nível da arrecadação, pelo impacto da flexibilização da política monetária sobre a apropriação de juros e pelo esperado retorno das metas fiscais ao patamar anterior à intensificação da crise, conforme sinalizado pela Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2010.

34. Em relação às contas externas, passados doze meses da intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais, confirma-se a adequação da condução da política econômica nos últimos anos como fator fundamental à manutenção da solidez do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, da resistência do setor externo à crise financeira internacional. O déficit em transações correntes segue declinando em 2009, evolução consistente com as trajetórias dos resultados da balança comercial, das remessas de lucros e dividendos e dos gastos em viagens internacionais. Nesse cenário, o déficit em transações correntes projetado para este ano, significativamente inferior ao assinalado em 2008, deverá ser integralmente financiado com ingressos líquidos de IED. Ressalte-se, adicionalmente, as perspectivas de continuidade de ingressos elevados de investimentos estrangeiros líquidos.

35. Os superávits comerciais deverão passar a refletir, nos próximos meses, o impacto da consolidação da retomada do nível da atividade interna sobre o nível das importações. Essa trajetória, tanto mais acentuada quanto mais forte se apresentar a recuperação da economia brasileira, e quanto mais lenta mostrar-se a recuperação da economia

mundial, não deverá se constituir em restrição ao financiamento do balanço de pagamentos, dado o ambiente benigno que incorpora ingressos relativos a capitais de longo prazo e a investimentos estrangeiros, diretos e em *portfolio*, e maior facilidade na rolagem das obrigações externas, públicas e privadas.

36. Nesse cenário, a evolução favorável registrada, pelos índices de preços ao consumidor e por atacado no trimestre encerrado em agosto, e as expectativas de mercado em relação à sua evolução no restante do ano e em 2010 evidenciam a reduzida probabilidade de que as pressões inflacionárias localizadas em segmentos específicos se constituam em riscos relevantes à trajetória da inflação.

37. Esta perspectiva, fortalecida pelo ambiente de ociosidade dos fatores de produção, torna-se mais relevante no atual cenário de retomada do nível da atividade econômica, concentrada inicialmente nos gastos de consumo – estimulados pelas melhoras nos mercados de trabalho e de crédito – e, mais recentemente, no desempenho da indústria. Cabe registrar, entretanto, que a redução da inflação brasileira para os consumidores, na esteira da crise internacional, foi modesta, se comparada com diversas outras economias, tanto avançadas quanto emergentes, evidenciando a persistência de mecanismos de indexação de preços e salários.

#### **E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2009**

38. A programação dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2009 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

#### **Quadro 3. Programação monetária para o ano de 2009<sup>1/</sup>**

<b>Discriminação</b>	<b>R\$ bilhões</b>	<b>Var. % em 12 meses<sup>2/</sup></b>
M1 <sup>3/</sup>	218,7-256,7	8,9
Base restrita <sup>3/</sup>	139,7-189,0	12,8
Base ampliada <sup>4/</sup>	1 885,0-2 212,9	15,9
M4 <sup>4/</sup>	2 127,5-2 878,4	11,6

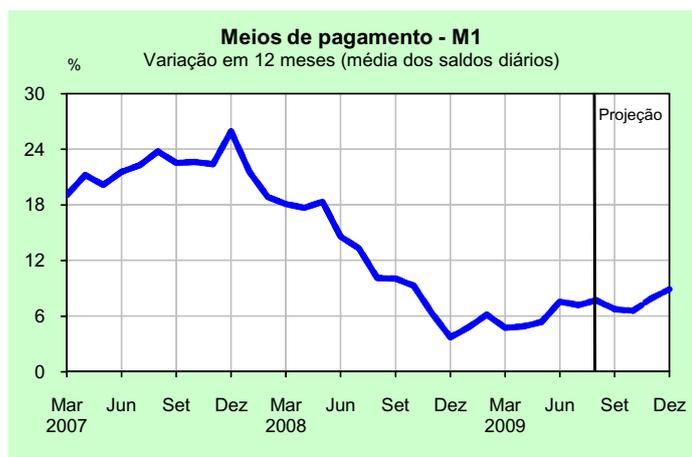
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

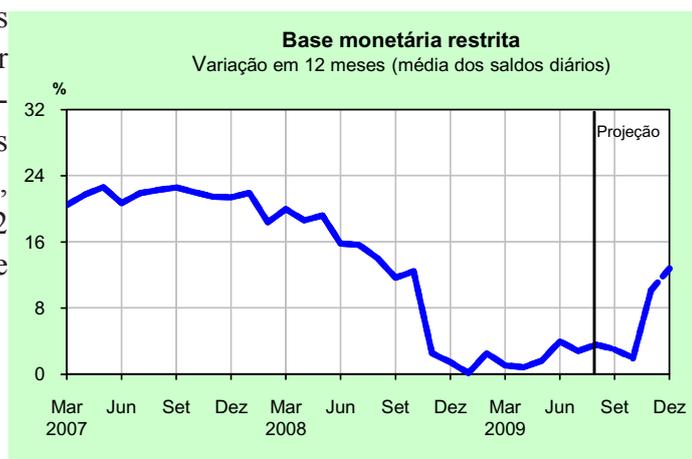
4/ Saldos em fim de período.

39. 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 8,9% para dezembro de 2009.

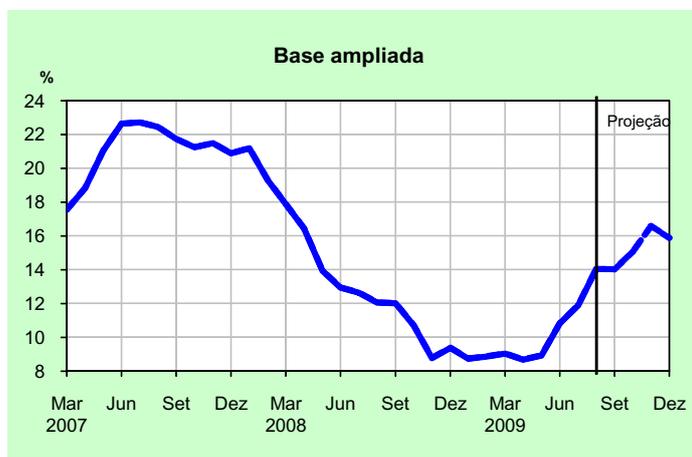


40. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições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

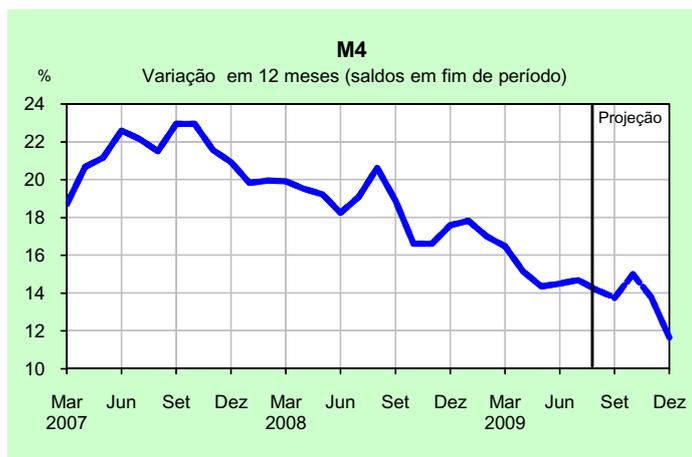
41. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 12,8% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2009.



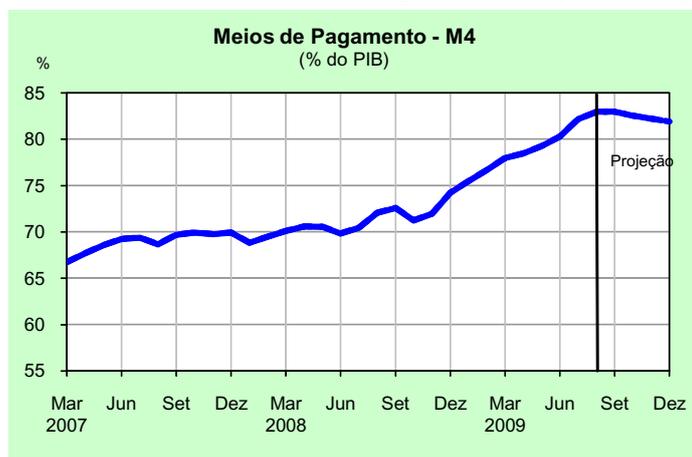
42. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 15,9% em dezembro de 2009.



43. 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 11,6% em dezembro de 2009.



44. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do quarto trimestre de 2009, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



45. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho/agosto de 2009, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2009.

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

Discriminação	2008		2009			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho/Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	218,3	3,7	202,4	7,7	237,7	8,9
Base restrita <sup>4/</sup>	145,7	1,5	138,7	3,6	164,3	12,8
Base ampliada <sup>5/</sup>	1 768,3	9,4	1 991,7	14,0	2 049,0	15,9
M4 <sup>5/</sup>	2 216,3	17,6	2 426,8	14,2	2 502,9	11,6

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.

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

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

Discriminação	2008		2009			
			Julho/Agosto		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>	1,498	2,2	1,459	4,0	1,446	-3,5
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,263	-23,3	0,279	-19,6	0,280	6,5
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,415	10,1	0,425	3,9	0,432	4,1
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,253	7,5	1,218	0,1	1,222	-3,6

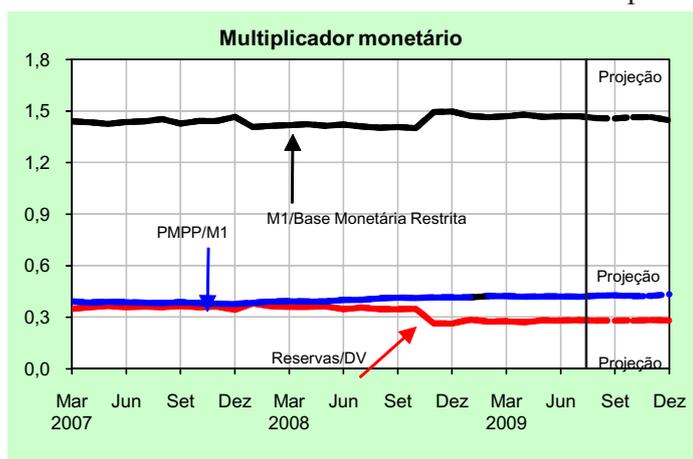
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

47. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do quarto trimestre de 2009.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2009<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>	178,8-209,9	4,3	200,4	7,6
Base restrita <sup>3/</sup>	110,7-149,8	-0,6	136,2	4,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	1 720,1-2 019,3	9,1	1 899,3	10,8
M4 <sup>4/</sup>	1 992,4-2 695,6	14,7	2 339,5	14,5

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/ Saldo em fim de período.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2009 e ocorridos no período julho/agosto<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>	189,4-222,3	6,4	202,4	7,7
Base restrita <sup>3/</sup>	117,6-159,1	0,6	138,7	3,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	1 750,2-2 054,6	8,1	1 991,7	14,0
M4 <sup>4/</sup>	2 039,5-2 759,3	11,6	2 426,8	14,2

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldo em fim de período.

**Quadro 3. Programação monetária para o ano de 2009<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	218,7-256,7	8,9
Base restrita <sup>3/</sup>	139,7-189,0	12,8
Base ampliada <sup>4/</sup>	1 885,0-2 212,9	15,9
M4 <sup>4/</sup>	2 127,5-2 878,4	11,6

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/ Saldo em fim de período.

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

Discriminação	2008		2009			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho/Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	218,3	3,7	202,4	7,7	237,7	8,9
Base restrita <sup>4/</sup>	145,7	1,5	138,7	3,6	164,3	12,8
Base ampliada <sup>5/</sup>	1 768,3	9,4	1 991,7	14,0	2 049,0	15,9
M4 <sup>5/</sup>	2 216,3	17,6	2 426,8	14,2	2 502,9	11,6

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	2008		2009			
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Julho/Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
			Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,498	2,2	1,459	4,0	1,446	-3,5
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,263	-23,3	0,279	-19,6	0,280	6,5
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,415	10,1	0,425	3,9	0,432	4,1
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,253	7,5	1,218	0,1	1,222	-3,6

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”. É a principal variável de política monetária, refletindo 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 foi 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.