

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

**2011**

Setembro – 2011

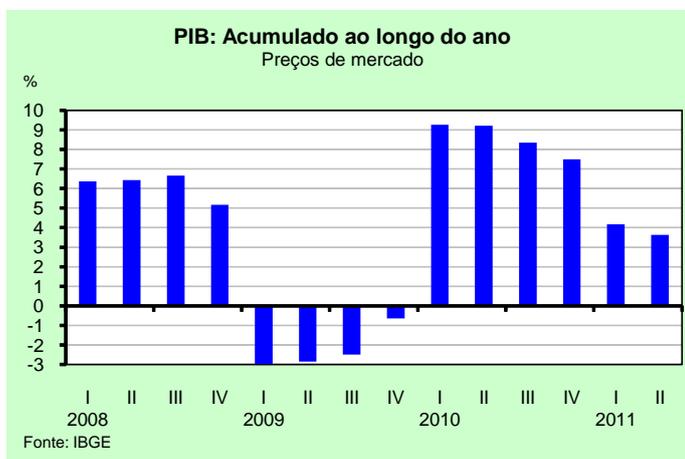


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

# Programação Monetária para o quarto trimestre de 2011

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

1. O PIB cresceu 3,6% no primeiro semestre do ano, em relação a igual intervalo de 2010. Sob a ótica da oferta, ocorreram aumentos de 1,4% na agropecuária, influenciado pelas safras favoráveis de soja, arroz, algodão e feijão; de 2,6% na indústria, impulsionado pelo dinamismo dos segmentos produção e distribuição de eletricidade, gás e água, 4,1%, e construção civil, 3,6%; e de 3,7% no setor de serviços, com ênfase nas expansões registradas nas atividades intermediação financeira, seguros, previdência e serviços relacionados, 5,5%; serviços de informação, 5,3%; e comércio, 5,2%. A análise dos componentes da demanda revela que a contribuição da demanda doméstica para o crescimento interanual do PIB atingiu 4,7 p.p. no primeiro semestre de 2011, ante 12,4 p.p. em igual intervalo de 2010, registrando-se elevações respectivas de 7,3%, 5,7% e 2,3% na FBCF, no consumo das famílias e no consumo do governo. O setor externo exerceu contribuição de -1,1 p.p., ante -3,2 p.p. no primeiro semestre de 2010, resultado de elevações de 13,9% nas importações e de 5,2% nas exportações.

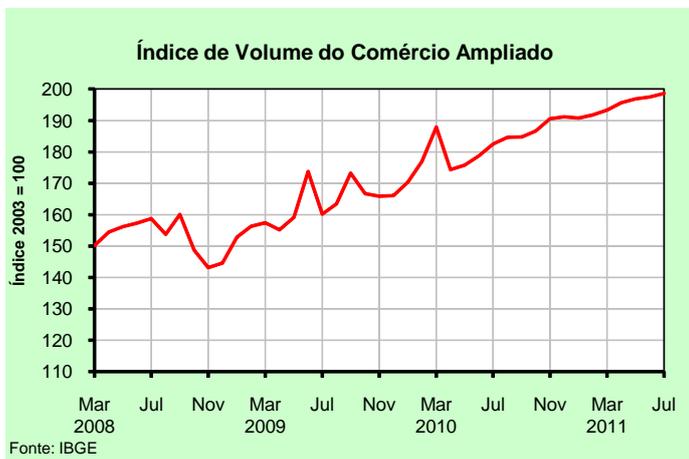


2. A produção física da indústria recuou 0,8% no trimestre encerrado em julho, relativamente ao finalizado em abril, quando havia crescido 2%, neste tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa cresceu 1,5% no período, enquanto a indústria de transformação recuou 0,6%, ressaltando-se as retrações nos segmentos farmacêutica, 12,8%; têxtil, 7,5%; e equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 4,9%, e as expansões nas indústrias de fumo, 24,3%; edição, impressão e reprodução, 7,6%; e material eletrônico e equipamentos de comunicação, 6,3%. A análise por categorias de uso revela retrações trimestrais nas indústrias de bens de consumo duráveis, 2,1%; bens de consumo semi e não duráveis, 1%; e de bens de consumo intermediários, 0,1%, e estabilidade na



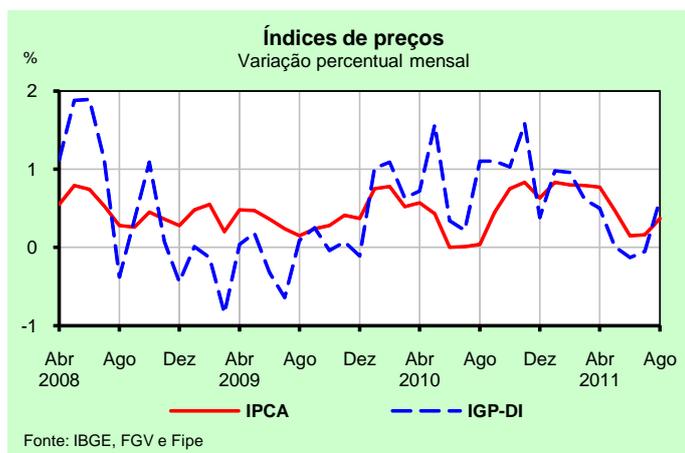
relativa a bens de capital. Nesse segmento, ressaltam-se as expansões respectivas de 4,1% e 2,7% nas indústrias de equipamentos de transporte e de bens de capital para fins industriais, e as retrações nas atividades bens de capital de uso misto, 7,8%, para o setor de energia elétrica, 7%, e agrícolas, 4,7%.

3. As vendas do comércio ampliado aumentaram 2,1% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando haviam crescido 1,4%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Oito dos dez segmentos pesquisados registraram crescimento, ressaltando-se os relativos a



equipamentos e material para escritório, 17,5%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, perfumaria e cosméticos, 3,8%; e móveis e eletrodomésticos, 4,0%, contrastando com os recuos nas vendas de combustíveis e lubrificantes, 1,4%, e de outros artigos de uso pessoal e domésticos, 1,3%. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 1,7% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando, neste tipo de análise, também haviam expandido 1,7%, considerados dados dessazonalizados. Registraram-se, no trimestre, aumentos nas vendas em todas as regiões, com destaque para os assinalados no Sul, 2,1%, e no Norte, 1,2%.

4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) variou 0,43% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,12% naquele finalizado em maio, evo lução decorrente de reduções nas variações trimestrais do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e do Índice Nacional da Construção Civil (INCC), e de expansão na relativa ao Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA). O IGP-DI aumentou 3,52% nos oito primeiros meses do ano e



7,81% no período de doze meses encerrado em agosto. O indicador havia acumulado variação de 6,87% de janeiro a agosto de 2010. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou 0,68% no trimestre encerrado em agosto, ante 2,04%

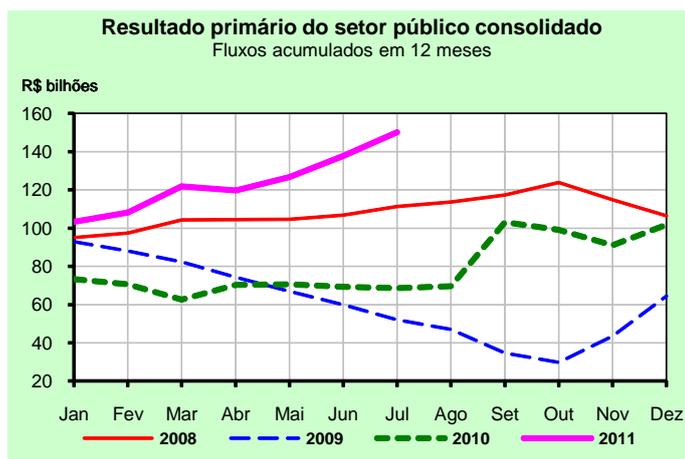
naquele finalizado em maio, reflexo de menores elevações dos preços livres e dos monitorados, responsáveis, na ordem, por 0,62 p.p. e 0,06 p.p. da variação do indicador. O índice apresentou variações mensais de 0,15% em junho; 0,16% em julho; e 0,37% em agosto.

5. A taxa de desemprego atingiu 6% em julho, ante 6,2% no mês anterior e 6,9% em julho de 2010, de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego registrou o menor patamar histórico em julho, 5,9%, enquanto sua média atingiu 6% no trimestre encerrado em julho, 0,1 p.p. inferior à registrada no trimestre encerrado em abril, recuo decorrente de aumentos de 0,5% no



peçoal ocupado e de 0,4% 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 1.596,3 mil postos de trabalho no país nos oito primeiros meses de 2011, ante 1.954,5 mil em igual período do ano anterior. Ressalte-se a geração de 647,5 mil vagas no setor de serviços, seguindo-se os aumentos nos saldos de empregos formais na indústria de transformação, 303,5 mil; agropecuária, 217,7 mil; e na construção civil, 214,0 mil.

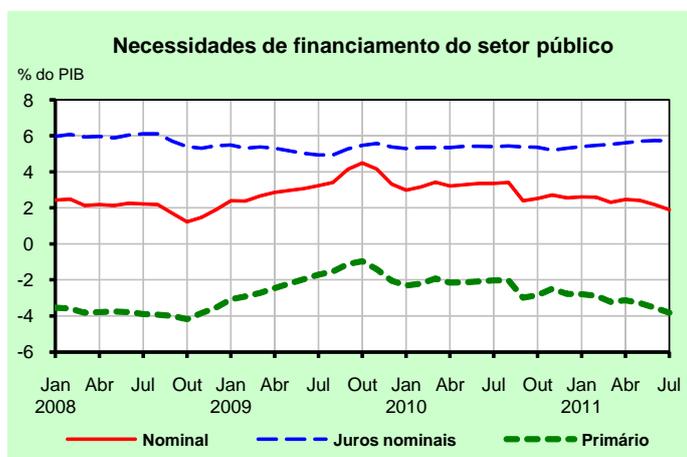
6. O superávit primário do setor público consolidado totalizou R\$92 bilhões nos sete primeiros meses do ano, 4% do PIB, superando em 1,9 p.p. do PIB o resultado de igual período do ano anterior. Ocorreram aumentos em todas as esferas do setor público, destacando-se a elevação de 1,6 p.p. no âmbito do Governo Central. A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$445,7 bilhões, destacando-se os aumentos de 41,4% no recolhimento da Con-



tribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e de 27,7% no Imposto de Renda – Pessoa Jurídica, e as despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$251 bilhões. A Previdência Social registrou déficit de R\$21,6 bilhões e as transferências para os governos regionais, evidenciando os crescimentos das receitas do Imposto de Renda e do IPI

compartilhadas por meio dos fundos de participação, e dos repasses de recursos do Fundeb, atingiram R\$98,9 bilhões, elevando-se 27,2% no período.

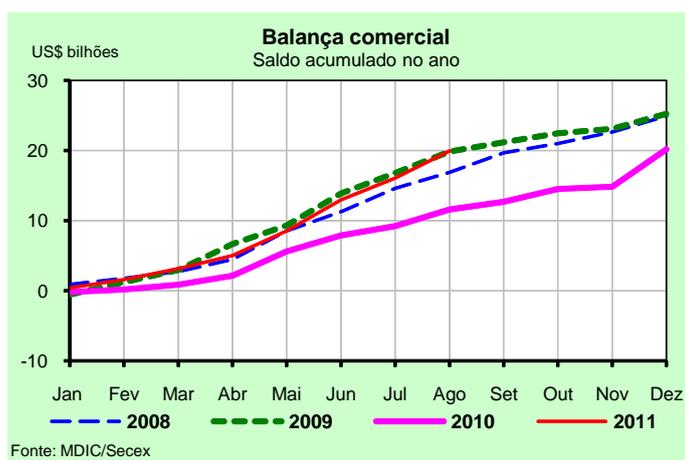
7. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$138,5 bilhões nos sete primeiros meses de 2011, 6,02% do PIB, elevando-se 0,7 p.p. do PIB em relação a igual período de 2010. Esse aumento foi influenciado pela aceleração do IPCA e pelo aumento da taxa Selic, indicadores que incidem sobre parcela expressiva da dívida mobiliária federal. O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi deficitário em R\$46,6 bilhões, 2,02% do PIB, reduzindo-se 1,17 p.p. do PIB em relação ao registrado nos sete primeiros meses do ano anterior. 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.



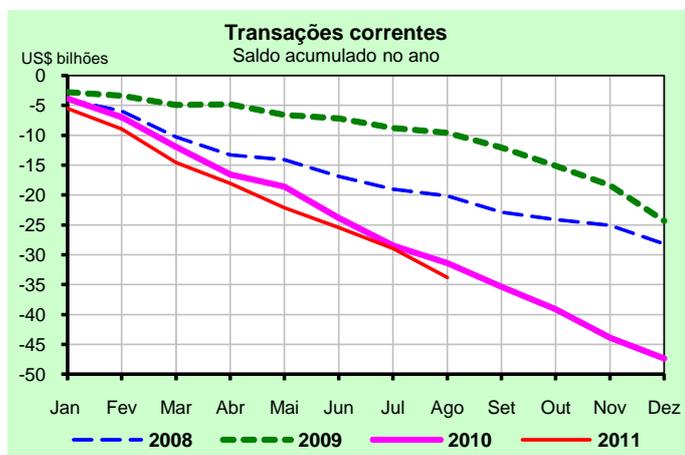
8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) somou R\$1.545,3 bilhões, 39,4% do PIB, em julho, reduzindo-se 0,8 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2010. Ocorreram recuos em todos os segmentos do setor público, com destaque para a redução de 0,6 p.p. do PIB na esfera dos governos regionais. A retração registrada na relação DLSP/PIB até julho refletiu as contribuições do superávit primário, 2,3 p.p.; do crescimento do PIB corrente, 2,5 p.p.; e da variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,2 p.p. do PIB; neutralizadas, em parte, pelos impactos respectivos de 2,6 p.p. e 0,8 p.p. da apropriação dos juros nominais e da apreciação cambial de 6,6% acumulada no ano. A composição da DLSP alterou-se ao longo do ano, com ênfase no crescimento da parcela vinculada à taxa Selic, que passou de 63,5% do endividamento líquido total, em dezembro de 2010, para 73,7%, em julho de 2011. No mesmo sentido, as parcelas credoras vinculadas ao câmbio e à TJLP registraram elevações respectivas de 3,1 p.p. e 2,2 p.p., no período, contrastando com as reduções respectivas de 4 p.p. e de 3,3 p.p. nas parcelas sem remuneração e pré-fixada.



9. O superávit da balança comercial atingiu US\$20 bilhões nos primeiros oito meses do ano, aumentando 71,9% em relação a igual intervalo de 2010. As exportações somaram US\$166,7 bilhões e as importações, US\$146,7 bilhões, elevando-se 32,2% e 28,2%, respectivamente, no período. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o aumento nas exportações decorreu de expansões de 26,9% nos preços e de 4,1% no quantum e a elevação das importações, de crescimentos respectivos de 14,7% e 11,8%. A média diária das exportações cresceu 31,4%, ocorrendo aumentos nos embarques em todas as categorias de fator agregado, com as vendas de produtos básicos e de produtos semimanufaturados, beneficiadas pelo aumento dos preços internacionais das commodities, expandindo-se 41,8% e 33,7%, respectivamente. A média diária das importações cresceu 27,4%, registrando aumentos em todas as categorias de uso final, ressaltando-se a elevação de 34,6% nas relativas a bens de consumo duráveis, impactadas pelo crescimento de 44,4% nas aquisições de automóveis de passageiros.



10. O déficit em transações correntes totalizou US\$33,8 bilhões nos oito primeiros meses do ano, ante US\$31,4 bilhões registrados em igual período de 2010, acumulando US\$49,7 bilhões, 2,13% do PIB, no período de doze meses encerrado em agosto. As despesas líquidas de serviços somaram US\$24,8 bilhões, elevando-se 31,4% no período, com ênfase na expansão de 62,8%, para US\$9,8 bilhões, nas relativas a viagens internacionais.



As despesas líquidas de juros decresceram 21,6%, somando US\$5,6 bilhões, e as remessas líquidas de lucros e dividendos elevaram-se 33,3%, para US\$25,7 bilhões. As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$2 bilhões nos oito primeiros meses de 2011, elevando-se 1,7% em relação a igual período do ano anterior. Os ingressos líquidos decorrentes de remessas para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo das economias dos principais destinos de migrantes brasileiros, somaram US\$790 milhões, recuando 7,4%, no período.

11. Os investimentos estrangeiros diretos registraram ingressos líquidos de US\$44,1 bilhões de janeiro a agosto de 2011, elevando-se 157% em relação a igual período de 2010. Os recursos destinados à participação no capital de empresas no país somaram US\$34,8 bilhões e os empréstimos intercompanhias, US\$9,2 bilhões. Os ingressos líquidos de investimento estrangeiro direto atingiram US\$75,4 bilhões no período de doze meses



finalizado em agosto, equivalendo a 3,22% do PIB e superando a necessidade de financiamento de transações correntes em US\$25,6 bilhões. Os investimentos brasileiros em carteira registraram retornos líquidos de US\$7 bilhões no ano, até agosto, ressaltando-se a consolidação do processo de repatriação de aplicações em ações de empresas estrangeiras, evidenciada por retornos líquidos de US\$15,5 bilhões. Em oposição, a demanda de residentes por títulos estrangeiros resultou em saídas líquidas de US\$8,6 bilhões. Os investimentos estrangeiros em ações totalizaram US\$4,6 bilhões, com retornos de US\$725 milhões em *Depositary Receipts* e aplicações líquidas de US\$5,3 bilhões no mercado doméstico.

12. As reservas internacionais totalizaram US\$353,4 bilhões em agosto, aumentando US\$64,8 bilhões em relação a dezembro de 2010. As compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$47,6 bilhões; as liquidações de compras a termo, US\$2,2 bilhões; as receitas líquidas de juros, US\$1,7 bilhão, resultado de receita de US\$4,8 bilhões com a remuneração das reservas e de despesa de US\$3,1 bilhões com os juros de bônus; as despesas de amortização, US\$4,1 bilhões; e as demais operações, US\$10,2 bilhões.



## B. Política Monetária no segundo 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 segundo trimestre de 2011.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$180 bilhões em junho, com expansão de 1,4% no mês e de 11,1% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$135,3 bilhões, elevando-se 1,3% e 11,6%, respectivamente, enquanto as reservas bancárias atingiram R\$44,7 bilhões, expandindo 1,7% no mês e 9,7% em doze 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 15,3% no período de doze meses encerrado em junho, somando R\$2,6 trilhões. Esta expansão refletiu aumentos de 57,1% nos depósitos compulsórios em espécie; 19,3% na base restrita; e de 10% no saldo dos títulos públicos federais.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo 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>	240,2 - 282,0	11,5	251,2	7,2
Base restrita <sup>3/</sup>	156,8 - 212,1	13,8	180,0	11,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 336,3 - 2 742,7	13,0	2 591,7	15,3
M4 <sup>4/</sup>	2 687,6 - 3 636,1	15,4	3 244,0	18,4

<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, totalizaram R\$251,2 bilhões em junho, elevando-se 0,6% no mês e 7,2% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$109,4 bilhões, aumentando 1,2% e 11,1%, respectivamente, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$141,8 bilhões, com estabilidade no mês e expansão de 4,4% em doze meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$3,2 trilhões em junho, elevando-se 1% no mês e 18,4% 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\$18 bilhões no segundo trimestre de 2011, resultante de colocações líquidas de

R\$36,3 bilhões no mercado primário e de compra líquida de títulos de R\$54,3 bilhões no mercado secundário.

19. O Copom avaliou, na reunião de abril, que o cenário prospectivo para a inflação não havia evoluído favoravelmente desde sua última reunião e considerou relevantes os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda, apesar dos sinais de que esse descompasso tende a diminuir. Nesse contexto, em que prevaleciam um ambiente econômico com nível de incerteza acima do usual e riscos à concretização de um cenário em que a inflação convergisse tempestivamente para o valor central da meta, o Copom entendeu, de forma unânime, que as incertezas quanto ao grau de persistência das pressões inflacionárias recentes e a complexidade que envolve hoje o ambiente internacional justificavam a continuidade do ajuste da taxa básica de juros por período suficientemente prolongado. Nesse contexto, a taxa Selic foi elevada para 12,00% a.a., sem viés. Na reunião de junho, o Copom entendeu que embora o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, mostrasse sinais mais favoráveis, persistiam níveis de incerteza acima do usual e riscos à concretização de um cenário em que a inflação convergisse tempestivamente para o valor central da meta. Nesse ambiente, dando seguimento ao processo de ajuste gradual das condições monetárias, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 12,25% a.a., sem viés.

### **C. Política Monetária no bimestre julho-agosto de 2011**

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$179,7 bilhões em agosto, contraindo 0,1% no mês e crescendo 6,6% em doze meses. As reservas bancárias diminuíram 2,5% no mês e 2% em doze meses, situando-se em R\$42,5 bilhões, enquanto o saldo médio do papel-moeda emitido apresentou aumentos respectivos de 0,6% e 9,5%, somando R\$137,3 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,6 trilhões em agosto, com aumentos de 0,2% no mês e de 14,1% em doze meses. O resultado anual refletiu elevação de 50,2% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie; e crescimentos de 3,5% na base restrita; e 10,6% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$250,5 bilhões em agosto, com redução de 1,2% no mês e crescimento de 4,2% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$111 bilhões, elevando-se 0,4% e 8,8%, respectivamente, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$139,5 bilhões, com contração mensal de 2,4% e elevação anual de 0,8%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$3,3 trilhões em agosto, registrando aumentos de 0,9% no mês e de 17,1% em doze meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2011 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>	243,6 - 286,0	7,1	250,5	4,2
Base restrita <sup>3/</sup>	159,1 - 215,3	8,2	179,7	6,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 370,1 - 2 782,3	10,5	2 623,9	14,1
M4 <sup>4/</sup>	2 841,8 - 3 844,8	13,6	3 324,2	17,1

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\$8,4 bilhões no bimestre encerrado em agosto, explicada exclusivamente pela atuação do Tesouro Nacional. As operações de títulos pelo Tesouro, no mercado primário, foram expansionistas em R\$74,2 bilhões, e no mercado secundário, contracionista em R\$65,8 bilhões.

25. 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 12,00% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e dois votos pela manutenção da taxa Selic em 12,50% a.a.

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

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

#### D. Perspectivas para o quarto trimestre de 2011

26. O cenário econômico global apresentou substancial deterioração nos meses recentes. As previsões de crescimento para os principais blocos econômicos sofreram reduções generalizadas e de magnitudes significativas, com o agravamento da crise fiscal na Europa e de tensões da mesma natureza nos EUA, que, entre outros desenvolvimentos, repercutiram negativamente sobre as expectativas de empresários e consumidores. O ambiente econômico internacional mais restritivo tende a permanecer por um período mais prolongado do que se antecipava e apresenta um viés desinflacionário para a economia mundial bem como para o Brasil. Nesse ambiente, em que importantes economias europeias registraram desaceleração da atividade, a economia japonesa voltou a contrair-se e a expansão do PIB dos EUA refletiu, em especial, a revisão para baixo realizada nas estatísticas do agregado relativas ao trimestre anterior, o au-

mento da percepção de risco se traduziu em acentuada volatilidade nos mercados financeiros.

27. No Brasil, importantes indicadores de conjuntura sugerem moderação do ritmo de crescimento da economia. Nesse cenário, consistente com os efeitos das ações de política implementadas desde o final do ano passado, verifica-se moderação no setor de serviços e, em maior intensidade, na indústria.

28. Prospectivamente, o desempenho da atividade deverá seguir favorecido pela expansão da demanda interna, sustentada pelo vigor do mercado de trabalho e pela expansão do crédito, ainda que em ritmo moderado. Em oposição, devem ser consideradas nessa perspectiva influências contracionistas decorrentes da deterioração do cenário internacional, particularmente sobre as condições de crédito, as expectativas de empresários e consumidores, e sobre os fluxos de comércio exterior e investimentos.

29. A evolução das operações de crédito e dos agregados monetários mostrou-se consistente com a política monetária adotada ao longo do primeiro semestre de 2011. Adicionalmente, o arrefecimento da atividade econômica e a acumulação de estoques contribuíram para a desaceleração do crédito às empresas e devem prosseguir condicionando esse mercado ao longo do segundo semestre.

30. No âmbito das famílias, persiste a expansão dos financiamentos habitacionais, impulsionada, em especial, pelo crescimento da massa salarial nos anos recentes e pelos avanços institucionais nesse mercado. O crédito ao consumo registrou crescimento no trimestre encerrado em julho, após retração no início do ano determinada pelas medidas macroprudenciais e pela política monetária mais restritiva.

31. A instabilidade no cenário internacional afetou o mercado de capitais doméstico, resultando em declínios expressivos nas cotações acionárias e em contenção das emissões primárias de ativos diversos. A incerteza nesses mercados tende a permanecer ao longo dos próximos meses, condicionando as decisões relativas à captação de recursos pelos setores produtivos.

32. O desempenho favorável da arrecadação em 2011 – influenciada pelo recolhimento de débitos em atraso e pela retirada de estímulos adotados durante a crise iniciada em 2008 – e a menor elevação das despesas, têm sido determinantes para a consecução de resultados fiscais expressivos. Nesse ambiente, a elevação anunciada para a meta de superávit primário de 2011 reforça a sustentabilidade da política fiscal e contribui para moderar o impacto das atividades do setor público sobre a demanda agregada.

33. A expansão nas importações de bens e serviços e, em meses recentes, o aumento nas remessas líquidas de renda para o exterior, têm sido contrabalançados pelo desempenho das exportações, beneficiado, em especial, pelo nível de preços de

importantes componentes da pauta. Dessa forma, pelo terceiro trimestre consecutivo observa-se a manutenção do déficit em transações correntes acumulado em doze meses no patamar de 2,2% do PIB.

34. Por sua vez, as perspectivas favoráveis em relação ao desempenho da economia brasileira permanecem atraindo, mesmo em ambiente de crescente aversão ao risco, capital externo em volume superior à necessidade de financiamento das transações correntes e viabilizando o fortalecimento das reservas, que registraram elevação de US\$64,8 bilhões nos oito primeiros meses de 2011.

35. No âmbito da conta financeira, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$44,1 bilhões até agosto e tendem a alcançar volume recorde no ano. Em oposição, ressaltam-se as retrações nas captações líquidas de empréstimos e títulos, a partir do aumento para 6% no IOF incidente sobre ingressos de capitais estrangeiros com prazo médio de amortização igual ou inferior a 720 dias.

36. Nesse contexto, os principais indicadores da inflação registraram desaceleração no trimestre encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio. A evolução favorável dos preços ao consumidor esteve associada, principalmente, ao arrefecimento nas variações dos preços nos grupos alimentação e vestuário. Por sua vez, a desaceleração nos índices gerais de preços evidenciou a moderação dos preços industriais no atacado. No mesmo sentido, os núcleos de inflação ao consumidor registraram, nos distintos critérios adotados para o seu cálculo, variações menores no trimestre encerrado em agosto do que no finalizado em maio.

37. O cenário prospectivo para a inflação apresenta sinais favoráveis desde o último relatório de inflação. Nesse sentido, as evidências sugerem que os impactos diretos de choques de oferta domésticos e externos registrados no final de 2010 e início de 2011 já estão incorporados nos preços ao consumidor. Além disso, a concentração de reajustes de preços administrados ocorrida no primeiro trimestre deste ano apresenta reversão parcial. Nesse cenário, em que o descompasso entre a evolução da oferta e da demanda persiste, mas tende a decrescer; o nível de utilização da capacidade instalada mostra recuo e se encontra abaixo da tendência de longo prazo; e a trajetória dos preços das commodities experimenta acomodação, compatível com a deterioração do ambiente econômico internacional, a inflação acumulada em doze meses tende a se deslocar na direção da trajetória de metas a partir do quarto trimestre do ano.

## E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2011.

38. A programação dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2011 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 2011<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	272,7 - 320,1	6,0
Base restrita <sup>3/</sup>	181,7 - 245,9	8,3
Base ampliada <sup>4/</sup>	2505,7 - 2941,4	13,7
M4 <sup>4/</sup>	2924,9 - 3957,2	13,2

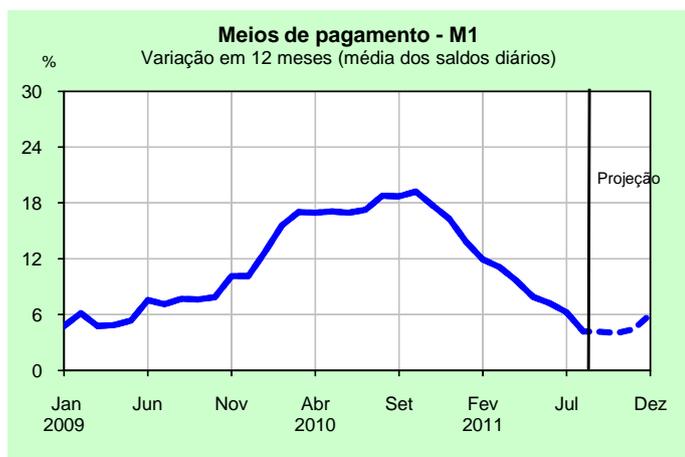
1/ Refere-se ao último mês do período.

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 doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 6% para dezembro de 2011.

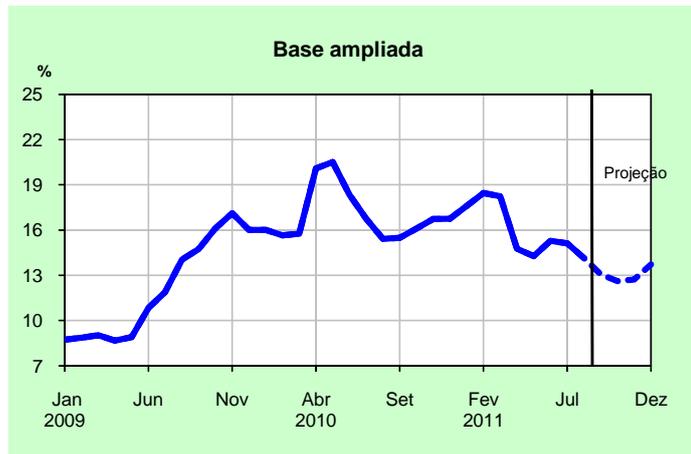


40. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições 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 8,3% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2011.



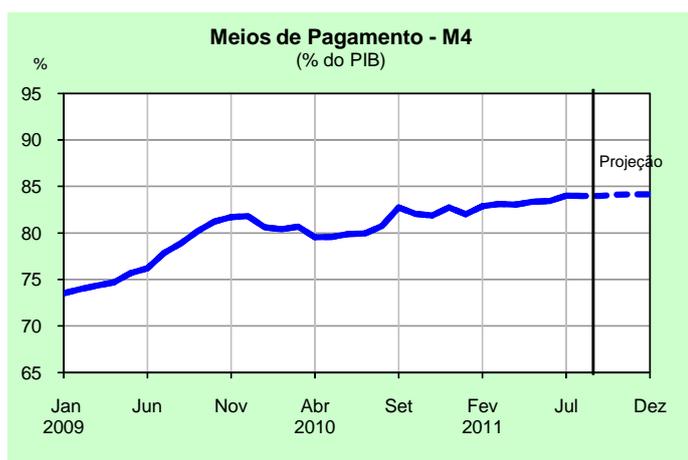
42. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 13,7% em dezembro de 2011.



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 doze meses esperado para o M4 corresponde a 13,2% em dezembro de 2011.



44. 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 doze meses.



45. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho/agosto de 2011, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2011.

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

Discriminação	2010		2011			
	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>	279,6	16,3	250,5	4,2	296,4	6,0
Base restrita <sup>4/</sup>	197,4	17,9	179,7	6,6	213,8	8,3
Base ampliada <sup>5/</sup>	2 394,9	16,8	2 623,9	14,1	2 723,5	13,7
M4 <sup>5/</sup>	3 040,5	16,7	3 324,2	17,1	3 441,0	13,2

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	2010		2011			
			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>	1,417	-1,4	1,394	-2,3	1,387	-2,1
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,308	7,7	0,304	-2,7	0,309	0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,428	-0,4	0,443	4,5	0,445	3,9
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,270	-0,1	1,267	2,6	1,263	-0,5

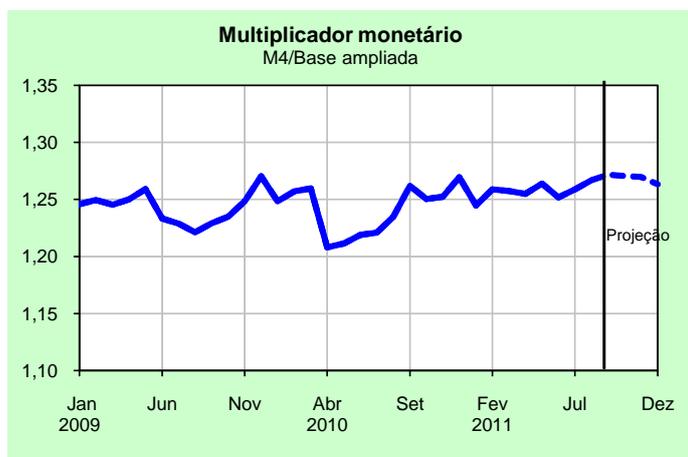
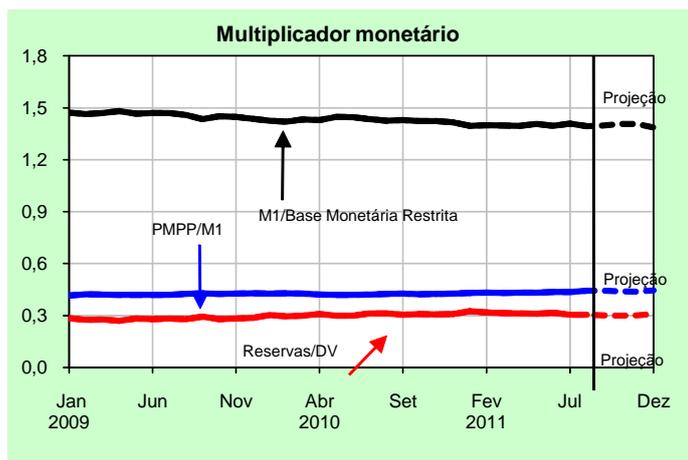
1/ Refere-se ao último mês do período.

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 2011.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo 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>	240,2 - 282,0	11,5	251,2	7,2
Base restrita <sup>3/</sup>	156,8 - 212,1	13,8	180,0	11,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 336,3 - 2 742,7	13,0	2 591,7	15,3
M4 <sup>4/</sup>	2 687,6 - 3 636,1	15,4	3 244,0	18,4

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 terceiro trimestre de 2011 e ocorridos no período julho/agosto<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	250,5	4,2
Base restrita <sup>3/</sup>	159,1 - 215,3	8,2	179,7	6,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 370,1 - 2 782,3	10,5	2 623,9	14,1
M4 <sup>4/</sup>	2 841,8 - 3 844,8	13,6	3 324,2	17,1

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 ano de 2011<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	272,7 - 320,1	6,0
Base restrita <sup>3/</sup>	181,7 - 245,9	8,3
Base ampliada <sup>4/</sup>	2505,7 - 2941,4	13,7
M4 <sup>4/</sup>	2924,9 - 3957,2	13,2

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	2010		2011			
	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>	279,6	16,3	250,5	4,2	296,4	6,0
Base restrita <sup>4/</sup>	197,4	17,9	179,7	6,6	213,8	8,3
Base ampliada <sup>5/</sup>	2 394,9	16,8	2 623,9	14,1	2 723,5	13,7
M4 <sup>5/</sup>	3 040,5	16,7	3 324,2	17,1	3 441,0	13,2

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	2010		2011			
	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>	1,417	-1,4	1,394	-2,3	1,387	-2,1
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,308	7,7	0,304	-2,7	0,309	0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,428	-0,4	0,443	4,5	0,445	3,9
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,270	-0,1	1,267	2,6	1,263	-0,5

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.