

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2012

Setembro – 2012

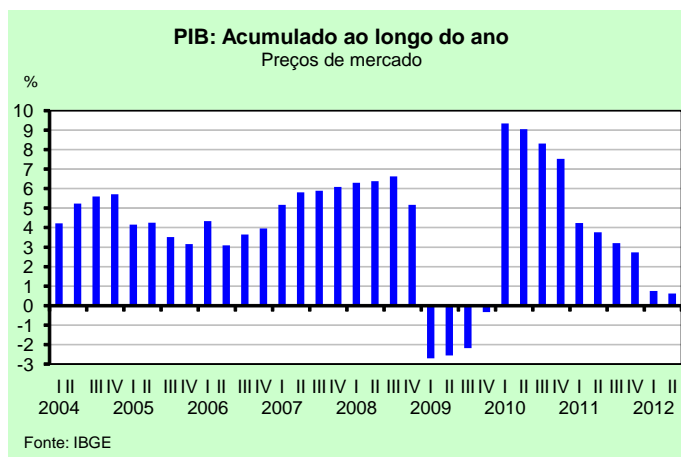


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o quarto trimestre de 2012

A. A economia brasileira no terceiro trimestre de 2012

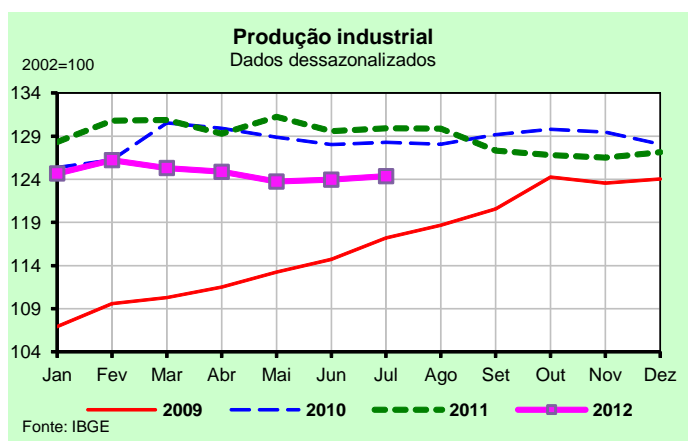
1. O PIB cresceu 0,4% no segundo trimestre de 2012, em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A análise sob a ótica da produção revela variações trimestrais respectivas de 4,9%, 0,7% e -2,5% nos segmentos agropecuário, de serviços e



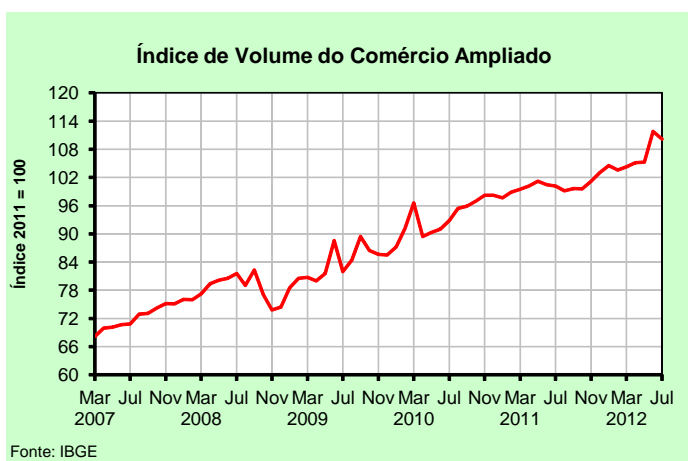
industrial. No âmbito da demanda, ocorreram variações respectivas de 1,1%, 0,6% e -0,7% no consumo do governo, no consumo das famílias e na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). O setor externo, dada a elevação de 1,9% nas importações e o recuo de 3,9% nas exportações, contribuiu de forma negativa para a evolução do PIB no trimestre. O PIB cresceu 0,6% no primeiro semestre do ano, em relação a igual intervalo de 2011. Sob a ótica da oferta, ocorreram recuos de 3% na agropecuária e de 1,2% na indústria, e expansão de 1,5% no setor de serviços. A análise dos componentes da demanda revela que a contribuição da demanda doméstica para o crescimento interanual do PIB atingiu 0,9 p.p. no primeiro semestre de 2012, ante 4,9 p.p. em igual intervalo de 2011, registrando-se variações respectivas de 2,5%, 3,2% e -2,9% no consumo das famílias, no consumo do governo e na FBCF. O setor externo exerceu contribuição de -0,3 p.p., ante -1,1 p.p. no primeiro semestre de 2011, resultado de elevações de 3,8% nas importações e de 1,7% nas exportações.

2. A produção física da indústria recuou 1,2% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando havia decrescido 0,5%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A indústria extrativa recuou 0,5% e a de transformação, 1,4%, com ênfase nos resultados negativos nas atividades equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, ópticos e outros, 13,2%; material eletrônico,

aparelhos e equipamentos de comunicações, 6%; e calçados e couro, 5,7%. Em sentido oposto, ocorreram aumentos nas indústrias de produtos de metal, exclusive máquinas e equipamentos, 7,6%; fumo, 4,6%; e outros equipamentos de transporte, 4,3%. A análise por categorias de uso revela a ocorrência de recuos nas indústrias de bens de consumo semi e não duráveis, 2,9%, e de bens intermediários, 1,2%, e de aumentos nas relacionadas a bens de consumo duráveis, 2,2%, e a bens de capital, 0,9%.

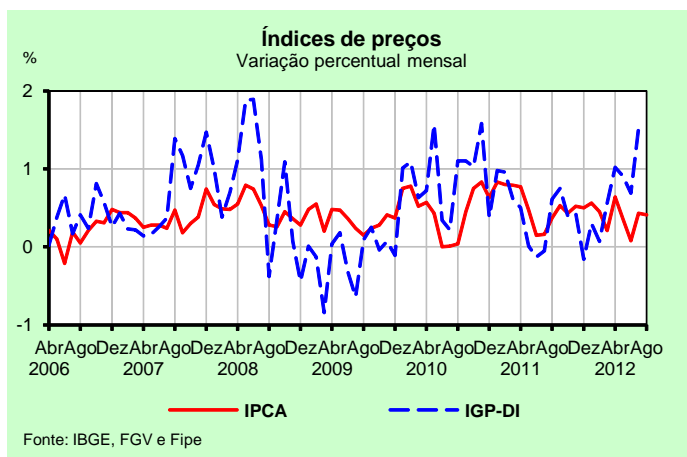


3. O comércio ampliado cresceu 4,6% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando havia expandido 1,4%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE. Ocorreram resultados positivos em sete dos dez segmentos pesquisados, com destaque para veículos e motos, partes e peças, 15,3%; livros, jornais, revistas e papeleria, 6,7%; e artigos farmacêuticos, médicos, de perfumaria e cosméticos, 3,7%. Em oposição, ressaltam-se os recuos nas vendas de material para construção, 7,6% e equipamentos e material para escritório e comunicação, 5,7%. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 1,3%, ante 2,6% no trimestre encerrado em abril, desaceleração associada, em especial, ao recuo de 0,7% registrado na região Sul.



4. A variação acumulada do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), atingiu 3,53% no trimestre encerrado em agosto, ante 2,51% naquele finalizado em maio. O Índice de Preços ao Produtor Amplo

(IPA) variou 4,86%, reflexo de aumentos de 11,87% nos preços agrícolas e de 2,32% nos preços industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) cresceu 0,78% e o Índice Nacional da Construção Civil (INCC), 1,66%, resultado de elevações de 1,99% nos custos da mão de obra e de 1,32% nos preços dos materiais e serviços. O IGP-DI cresceu 6,52% nos



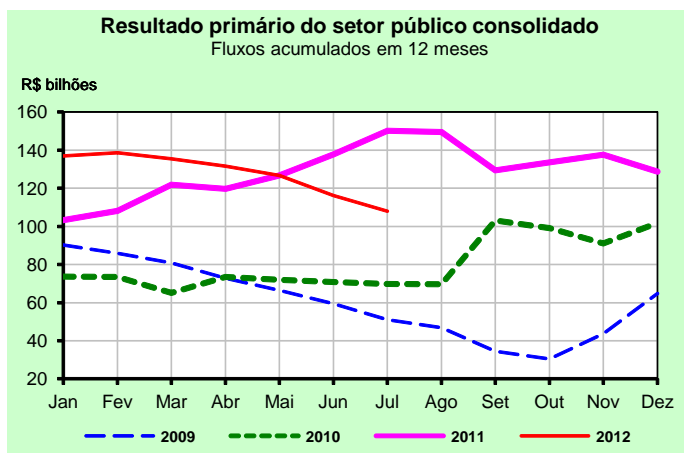
oito primeiros meses do ano e 8,04% no período de doze meses encerrado em agosto. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou 0,92% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,21% naquele finalizado em maio. Ocorreram recuos nas elevações dos preços livres e dos monitorados, responsáveis, na ordem, por 0,81 p.p. e 0,11 p.p. da variação trimestral do IPCA, que registrou aumentos mensais de 0,08% em junho, 0,43% em julho e de 0,41% em agosto.

5. A taxa de desemprego - considerada a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país atingiu 5,3% em agosto, variando -0,1 p.p. em relação a julho e -0,7 p.p. em doze meses. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego registrou média de 5,4% no trimestre encerrado em



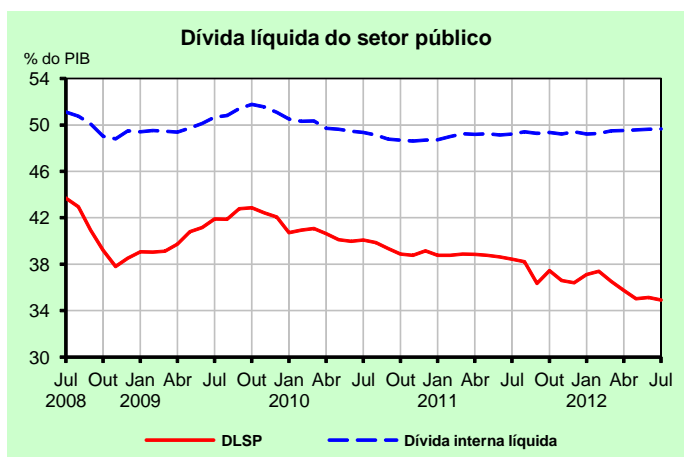
agosto, ante 5,6% naquele encerrado em maio, resultado de estabilidade da população ocupada e queda de 0,2% da população economicamente ativa (PEA). De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram gerados 363,9 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em agosto, ante 546,4 mil no mesmo período de 2011, dos quais 123,5 mil no setor de serviços, 67,5 mil na agropecuária, 65,2 mil no comércio, 51,1 mil na indústria de transformação e 40,1 mil na construção civil.

6. O superávit primário do setor público consolidado somou R\$71,2 bilhões (2,8% do PIB) nos sete primeiros meses do ano, ante R\$92 bilhões (3,9% do PIB) em igual período de 2011. Como proporção do PIB, ocorreram pioras nos resultados do Governo Central e dos governos regionais, e estabilidade no relativo às empresas estatais. A receita bruta do Go-



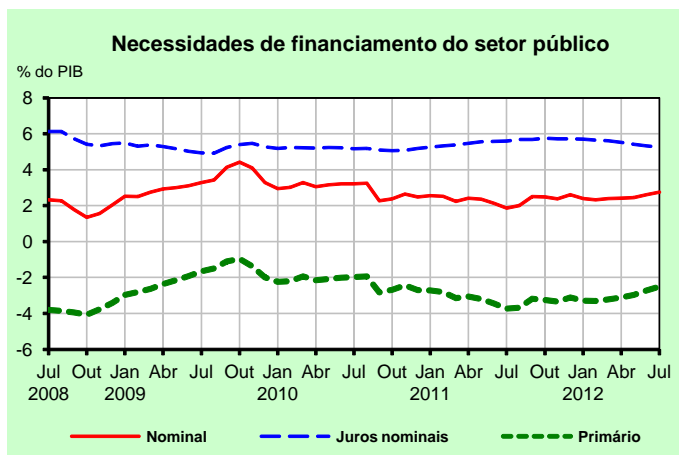
verno Federal totalizou R\$470 bilhões, elevando-se 5,4% no período, com ênfase no aumento de 20,8% na arrecadação de IPI Vinculado à Importação, e as despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$279,4 bilhões, elevando-se 12,0% (0,5 p.p. do PIB). O déficit da Previdência Social atingiu R\$23,1 bilhões, aumentando R\$1,5 bilhão em relação aos sete primeiros meses de 2011 e mantendo-se estável, em 0,9%, como proporção do PIB.

7. Os juros nominais apropriados até julho totalizaram R\$128,5 bilhões, 5,10% do PIB, reduzindo-se 0,79 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2011. Essa redução foi influenciada, sobretudo, pela trajetória de queda da taxa Selic e pela menor variação do IPCA, indicador que incide sobre parcela expressiva dos títulos federais, componente mais impor-



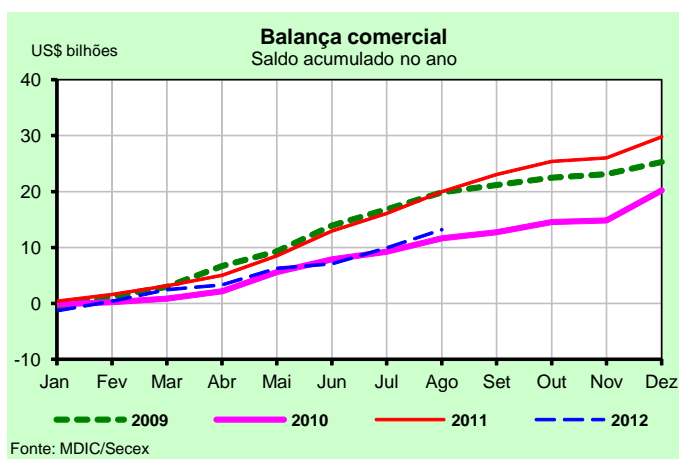
tante do endividamento. O déficit nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$57,2 bilhões (2,27% do PIB) nos sete primeiros meses de 2012, aumentando 0,29 p.p. do PIB em relação a igual período de 2011. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão na dívida mobiliária e reduções na dívida bancária, na dívida externa líquida e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.504,5 bilhões (34,9% do PIB) em julho, reduzindo-se 1,49 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011. A dívida interna líquida passou de 49,4% do PIB, ao final de 2011, para 49,7% do PIB, e o saldo credor externo líquido, refletindo o impacto da depreciação cambial e do aumento das reservas in-



ternacionais, aumentou de 13% do PIB para 14,7% do PIB. A redução registrada na relação DLSP/PIB em 2012 evidenciou as contribuições do superávit primário, 1,7 p.p.; do crescimento do PIB corrente, 1,4 p.p.; e da depreciação cambial de 9,3% registrada no período, 1,4 p.p., neutralizadas parcialmente pelo impacto de 3,0 p.p. associado à apropriação de juros nominais. As maiores alterações na composição da DLSP em 2012 ocorreram na parcela vinculada aos índices de preços, 8,6 p.p., e na parcela credora vinculada ao câmbio, 7,0 p.p., que passaram a representar, na ordem, 38,0% e 45,9% do total da DLSP. A participação da parcela vinculada à taxa Selic registrou crescimento de 1,9 p.p., atingindo 70,7% da DLSP em julho.

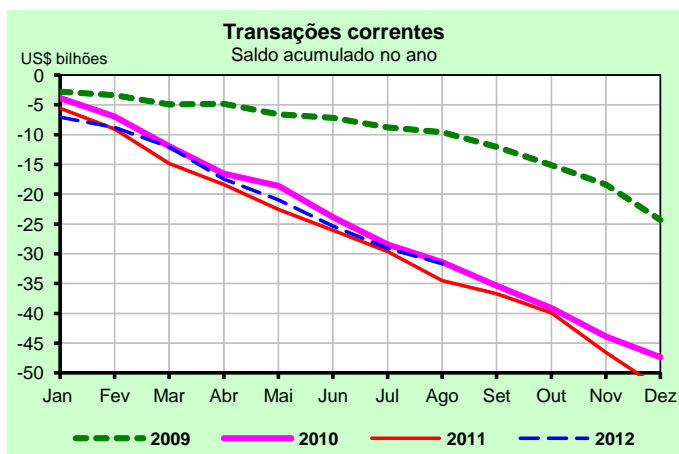
9. O superávit da balança comercial somou US\$13,2 bilhões nos oito primeiros meses do ano, recuando 34,1% em relação a igual período de 2011. As exportações decresceram 3,7% e as importações aumentaram 0,5%, totalizando US\$160,6 bilhões e US\$147,4 bilhões, respectivamente, no período. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do



Comércio Exterior (Funcex), a redução registrada nas exportações resultou de variações negativas de 2,9% nos preços e de 0,3% no *quantum*, enquanto o aumento nas importações decorreu de variações de 1,3% nos preços e -0,6% no *quantum*. A média diária das

exportações diminuiu 4,8% nos oito primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2011, resultado de recuos nas vendas de produtos semimanufaturados, 10,2%; básicos, 4,9%; e manufaturados, 3%, e a média diária das importações decresceu 0,7%, ocorrendo redução de 3,1% nas compras externas de matérias-primas e crescimento de 2,3% nas aquisições de combustíveis e lubrificantes.

10. O déficit em transações correntes atingiu US\$31,7 bilhões nos oito primeiros meses de 2012, ante US\$34,4 bilhões no mesmo período de 2011, totalizando US\$49,7 bilhões (2,12% do PIB) no intervalo de doze meses encerrado em agosto. As despesas líquidas com serviços somaram US\$26,1 bilhões, elevando-se 4,8% no período, com expansão



de 14,6%, para US\$12,2 bilhões, no item aluguel de equipamentos. As despesas líquidas com juros atingiram US\$6,8 bilhões, ressaltando-se que a redução nas taxas de juros nos mercados internacionais contribuiu para que os pagamentos ao exterior decrescessem 11,5%, para US\$10,8 bilhões. As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$14,2 bilhões, reduzindo-se 44,7% em relação a igual período de 2011. As transferências unilaterais líquidas somaram US\$2 bilhões, recuando 2,9% em relação a igual intervalo do ano anterior, com os ingressos líquidos decorrentes de remessas para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo das economias dos principais países de destino de migrantes brasileiros, decrescendo 6,4% no período.

11. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED) atingiram US\$43,2 bilhões nos oito primeiros meses deste ano - decréscimo de 2,1% em relação a igual intervalo de 2011, dos quais US\$34,9 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$8,3 bilhões a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em doze meses totalizou US\$65,8 bilhões em agosto (2,80% do PIB), superando a necessidade de financiamento de transações correntes em US\$16,1 bilhões. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$11,3 bilhões, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras

atingindo US\$4,1 bilhões, e as ações negociadas em bolsas de valores do mercado doméstico, US\$4,3 bilhões. Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país registraram aplicações líquidas de US\$3,4 bilhões, ante saídas líquidas de US\$105 milhões nos oito primeiros meses de 2011.



12. O estoque de reservas internacionais somou US\$377,2 bilhões em agosto, elevando-se US\$25,2 bilhões em relação a dezembro de 2011. Nesse período, as compras líquidas de câmbio pelo Banco Central somaram US\$11,2 bilhões no mercado à vista e US\$7 bilhões no mercado a termo, e as receitas de remuneração das reservas totalizaram



US\$3 bilhões. O Tesouro Nacional liquidou compras de US\$4,9 bilhões no mercado de câmbio, para servir sua dívida externa denominada em bônus.

B. Política Monetária no segundo trimestre de 2012

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 2012.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$192,5 bilhões em junho, com expansão de 1,3% no mês e de 6,9% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$150,1 bilhões, elevando-se 1,4% no mês

e 10,9% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$42,5 bilhões, variando 0,9% no mês e -5,1% 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, totalizou R\$2,8 trilhões em junho, elevando-se 8,3% em 12 meses. Ocorreram aumentos respectivos de 11,1% e 4,4% nos saldos dos títulos públicos federais e da base restrita, e redução de 6,3% nos depósitos compulsórios em espécie.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2012^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	242,9 - 285,1	5,1	262,6	4,5
Base restrita ^{3/}	165,8 - 224,3	8,4	192,5	6,9
Base ampliada ^{4/}	2570,7 - 3017,7	7,8	2 806,0	8,3
M4 ^{4/}	3188,6 - 4314,0	15,6	3 837,7	18,2

^{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.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$262,6 bilhões em junho, elevando-se 1,5% no mês e 4,5% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$121,7 bilhões, aumentando 1,6% no mês e 11,3% em 12 meses, e os depósitos à vista atingiram R\$140,9 bilhões, variando 1,3% no mês e -0,7% em 12 meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$3,8 trilhões em junho, elevando-se 0,9% no mês e 18,2% em 12 meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$10 bilhões no segundo trimestre de 2012, ocorrendo colocações líquidas de R\$36,1 bilhões no mercado primário e compras líquidas de R\$46,1 bilhões no mercado secundário.

19. O Copom avaliou, nas reuniões de abril e de maio, que a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre de 2011 foi maior do que se antecipava, e que a recuperação tem se materializado de forma bastante gradual; que eventos recentes indicavam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia; e que a taxa de inflação, com o cenário central com que trabalha, se posicionava em torno da meta em 2012. Nesse cenário, o Copom, considerando que permaneciam limitados os riscos para a trajetória da inflação e que, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do setor externo tem sido desinflacionaria, deu seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias e reduziu a taxa Selic para 9,00% a.a., em abril, e para 8,50% a.a., em maio.

C. Política Monetária no bimestre julho-agosto de 2012

20. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, totalizou R\$197 bilhões em agosto, contraindo 0,2% no mês e crescendo 9,6% em 12 meses. As reservas bancárias variaram -2,7% no mês e 0,8% em 12 meses, situando-se em R\$42,8 bilhões, enquanto o saldo médio do papel-moeda emitido apresentou aumentos respectivos de 0,5% e 12,3%, somando R\$154,2 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,8 trilhões em agosto, com aumentos de 0,3% no mês e de 7,5% em 12 meses. O resultado anual decorreu de crescimentos de 13,5% na base restrita e de 10,6% no saldo dos títulos públicos federais, e de recuo de 13,3% nos saldos dos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$266 bilhões em agosto, recuando 0,9% no mês e elevando-se 6,2% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$125,1 bilhões, apresentando expansões respectivas de 0,7% e 12,7%, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$140,9 bilhões, variando -2,3% no mês e 1% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$3,9 trilhões em agosto, registrando aumentos de 0,4% no mês e de 16,6% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2012 e ocorridos no período julho/agosto^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	246,7 - 289,6	5,8	266,0	6,2
Base restrita ^{3/}	169,2 - 228,9	8,0	197,0	9,6
Base ampliada ^{4/}	2654,5 - 3116,1	9,4	2 821,0	7,5
M4 ^{4/}	3302,7 - 4468,4	14,9	3 902,7	16,6

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\$3,2 bilhões no bimestre julho-agosto. As operações do Tesouro foram expansionistas em R\$138,1 bilhões, no mercado primário, e contracionistas em R\$134,9 bilhões, no mercado secundário.

25. O Copom avaliou, na reunião de julho, que a recuperação da atividade econômica doméstica tem se materializado de forma bastante gradual e que, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do setor externo tem sido desinflacionaria. Nesse ambiente, o Copom considerou que permaneciam limitados os riscos para a trajetória da inflação e, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 8,00% a.a., sem viés. Na reunião de agosto, o Copom considerou que, desde a última reunião, o cenário prospectivo para a inflação, embora para o curto prazo houvesse sido negativamente impactado por choques de oferta associados a eventos climáticos, domésticos e externos, mantinha sinais favoráveis em prazos mais longos. Dessa forma, o Copom ressaltou que, no cenário central com que trabalha, a inflação tende a se deslocar na direção da trajetória de metas e, diante disso, decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 7,50% a.a., sem viés. Diante do exposto, considerando os efeitos cumulativos e defasados das ações de política im-

plementadas até o momento, que em parte se refletem na recuperação em curso da atividade econômica, o Copom entende que, se o cenário prospectivo vier a comportar um ajuste adicional nas condições monetárias, esse movimento deverá ser conduzido com máxima parcimônia.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
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
8.6.2011	-	12,25
20.7.2011	-	12,50
31.8.2011	-	12,00
19.10.2011	-	11,50
30.11.2011	-	11,00
18.1.2012	-	10,50
7.3.2012	-	9,75
19.4.2012	-	9,00
31.5.2012	-	8,50
12.7.2012	-	8,00
30.8.2012	-	7,50

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

D. Perspectivas para o quarto trimestre de 2012

26. A trajetória do PIB das principais economias ratificou, no segundo trimestre de 2012, as perspectivas de desaceleração econômica global, expressas em desaceleração do consumo nos EUA, moderação da atividade na Ásia e contração na economia da Área do Euro. Vale ressaltar que embora o ambiente de elevada incerteza tenha predominado no bimestre encerrado em agosto, os mercados financeiros internacionais registraram redução da aversão ao risco neste período, em resposta ao resultado das eleições

na Grécia, às medidas anunciadas pela Cúpula da União Europeia ao final de junho, e às sinalizações fortes de autoridades europeias no sentido de preservarem o euro.

27. Os preços internacionais das *commodities* registraram, de modo geral, valorizações, ressaltando-se as elevações nas cotações do petróleo e das *commodities* agrícolas, com ênfase no impacto da seca em importantes regiões produtoras dos EUA e Rússia. A desinflação, em cenário de declínio nos preços interanuais da energia, a despeito do aumento mencionado no preço do petróleo, seguiu em curso na maior parte das economias, em especial nas avançadas. Nesse contexto, em que os riscos de baixa para o crescimento global se superpõem, os bancos centrais das principais economias optaram pelas manutenções de suas respectivas taxas básicas em patamares mínimos históricos e adotaram novas medidas de afrouxamento monetário.

28. No Brasil, o PIB cresceu, na margem, 0,4% no segundo trimestre do ano, ante 0,1% no trimestre encerrado em março, resultado sustentado pela demanda doméstica, em cenário de persistência das contribuições negativas do setor externo. A evolução de indicadores importantes no decorrer do terceiro trimestre do ano fortalecem as perspectivas de intensificação da retomada da atividade nos próximos trimestres, em ambiente de maior dinamismo do consumo, estimulado pela prorrogação da redução nas alíquotas de impostos relacionados a produtos automotivos e a móveis e eletrodomésticos; melhora nos indicadores de confiança da indústria; sustentação das condições do mercado de trabalho; e expansão do crédito.

29. As perspectivas de aceleração das operações de crédito se sustentam, em especial, no impacto esperado da trajetória declinante das taxas de juros, que atingiram patamares historicamente reduzidos. Ressalte-se que este movimento, em linha com o processo de redução da taxa básica de juros, evidenciou o impacto das reduções expressivas registradas nas taxas de juros nas principais instituições. Consideram-se, adicionalmente, os desdobramentos favoráveis da eventual retração dos índices de inadimplência.

30. Nos meses recentes, a expansão do mercado de crédito seguiu em ritmo moderado, condicionada pelo arrefecimento da atividade econômica e pelas incertezas associadas ao cenário internacional. Manteve-se a tendência de crescimento mais acentuado das operações de crédito com recursos direcionados, com ênfase nos financiamentos habita-

cionais, com desdobramentos sobre a representatividade dos bancos públicos no total das operações de crédito do sistema financeiro.

31. A evolução das concessões de crédito com recursos livres foi estimulada, no trimestre encerrado em julho, pelos estímulos ao setor automotivo. A prorrogação desses incentivos, anunciada em agosto, tende a contribuir para a sustentação das contratações em níveis superiores aos observados no início do ano. As operações destinadas a pessoas jurídicas, em fase de arrefecimento sazonal no fim do trimestre, também devem recobrar ritmo mais intenso de expansão nos próximos meses, à medida que as empresas se preparam para as vendas de final de ano.

32. No âmbito fiscal, o arrefecimento da atividade vem se traduzindo em recuo das receitas e do superávit primário acumulado no ano. A reversão desta trajetória poderá ocorrer, no entanto, no decorrer do ano, favorecida pelos efeitos das medidas recentes de estímulo à atividade econômica e pelos efeitos defasados das ações de política monetária.

33. O endividamento líquido segue em trajetória declinante, ressaltando-se que a redução na incorporação de juros nominais deverá ter continuidade nos próximos meses, em resposta às perspectivas para as principais variáveis que afetam a dinâmica da relação DLSP/PIB.

34. O déficit em transações correntes registrou, nos oito primeiros meses de 2012, patamar inferior ao observado no intervalo correspondente do ano anterior, ocorrendo retrações acentuadas no superávit comercial e nas despesas líquidas de lucros e dividendos.

35. Nesse cenário, evidenciando a retração da atividade nas economias de importantes parceiros comerciais e o recuo nos preços de *commodities* relevantes na pauta, a exemplo do minério de ferro, as exportações registraram trajetória decrescente. As importações, sustentadas pela demanda doméstica por combustíveis, bens de capital e bens de consumo não duráveis, permaneceram em expansão residual, contribuindo para que o superávit da balança comercial recuasse 34,1% nos oito primeiros meses de 2012, em relação a igual intervalo do ano anterior.

36. Vale ressaltar que a persistência da distinção entre o dinamismo da economia brasileira e das economias dos principais parceiros comerciais do país deverá contribuir para a manutenção da trajetória declinante do resultado da balança comercial. Em oposição, assinalem-se as perspectivas de recuo nas remessas líquidas de rendas, moderação na expansão das despesas líquidas da conta de serviços, e manutenção de superávit nos fluxos líquidos de transferências unilaterais correntes.

37. O déficit em transações correntes, repetindo o padrão iniciado em 2002, vem sendo integralmente financiado pelos fluxos de ingressos líquidos de investimento estrangeiro direto (IED). Adicionalmente, fluxos líquidos de capitais estrangeiros sob a forma de ações, títulos de renda fixa, empréstimos e créditos comerciais permanecem positivos, contribuindo para o financiamento do balanço de pagamentos.

38. Nesse contexto, a despeito de pressões pontuais no curto prazo, provenientes dos preços dos alimentos *in natura*, a inflação ao consumidor apresentou evolução favorável no trimestre encerrado em agosto e seu cenário prospectivo em prazos mais longos mantém sinais favoráveis.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2012.

39. A programação dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2012 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

Quadro 3. Programação monetária para o ano de 2012^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	280,8 - 329,7	8,8
Base restrita ^{3/}	194,3 - 262,9	11,0
Base ampliada ^{4/}	2632,9 - 3090,8	6,7
M4 ^{4/}	3420,8 - 4628,2	13,4

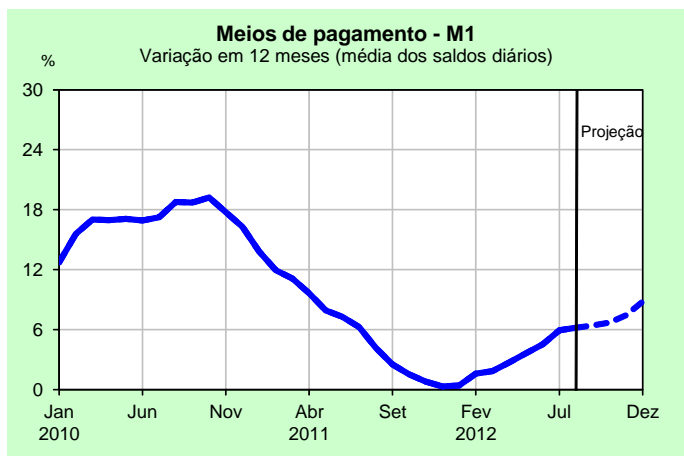
^{1/} Refere-se ao último mês do período.

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

^{3/} Média dos saldos nos dias úteis do mês.

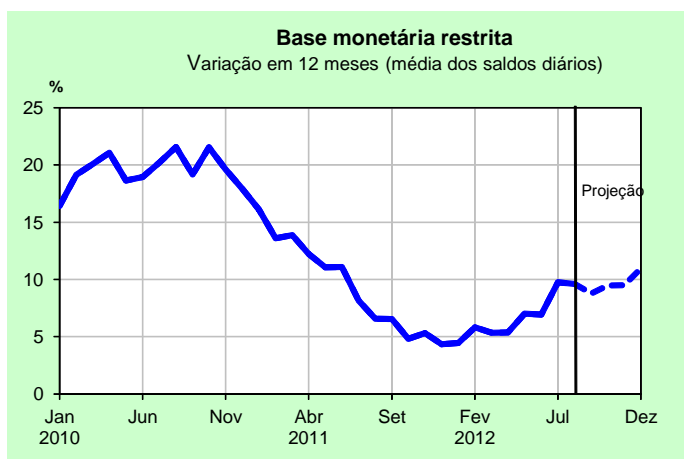
^{4/} Saldos em fim de período.

40. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 8,8% para dezembro de 2012.

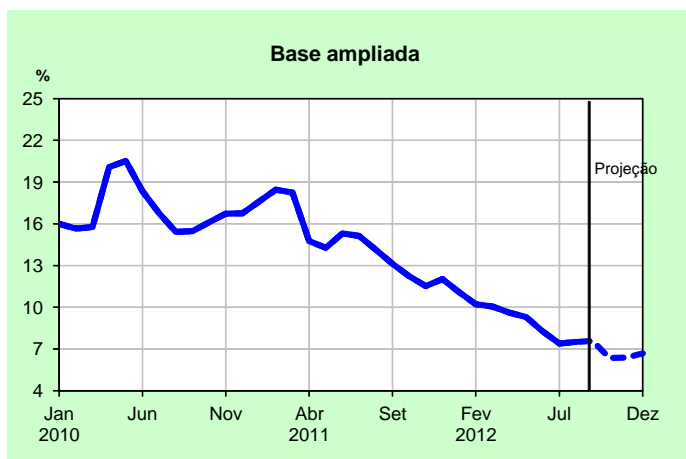


41. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições do imposto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

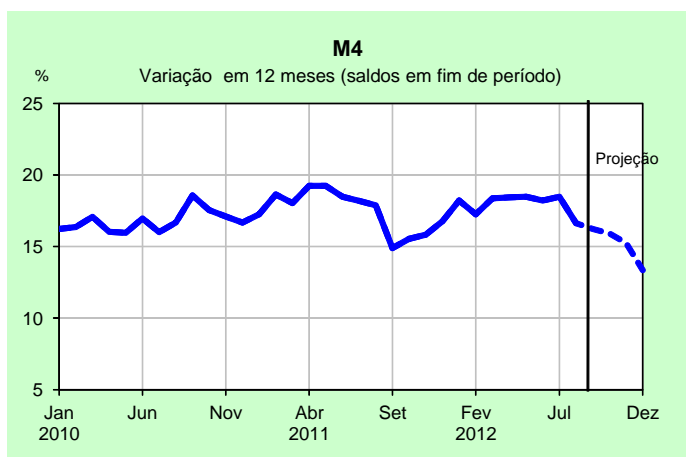
42. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 11% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2012.



43. 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 6,7% em dezembro de 2012.

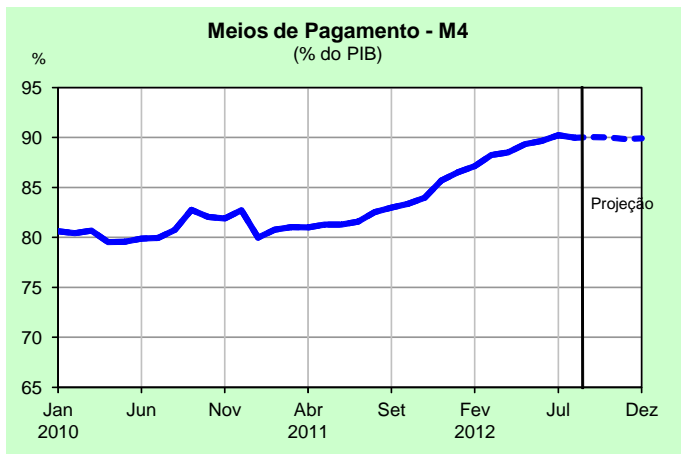


44. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas



de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em 12 meses esperado para o M4 corresponde a 13,4% em dezembro de 2012.

45. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do quarto trimestre de 2012, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis em 12 meses.



46. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho/agosto de 2012, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2012.

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

Discriminação	2011		2012			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	280,5	0,3	266,0	6,2	305,2	8,8
Base restrita ^{4/}	206,0	4,4	197,0	9,6	228,6	11,0
Base ampliada ^{5/}	2 682,8	12,0	2 821,0	7,5	2 861,9	6,7
M4 ^{5/}	3 550,2	16,8	3 902,7	16,6	4 024,5	13,4

^{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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2011		2012			
			Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,362	-3,9	1,350	-3,1	1,335	-1,9
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,303	-1,9	0,304	-0,2	0,309	2,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,460	7,6	0,470	6,1	0,476	3,4
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,323	4,2	1,383	8,5	1,406	6,3

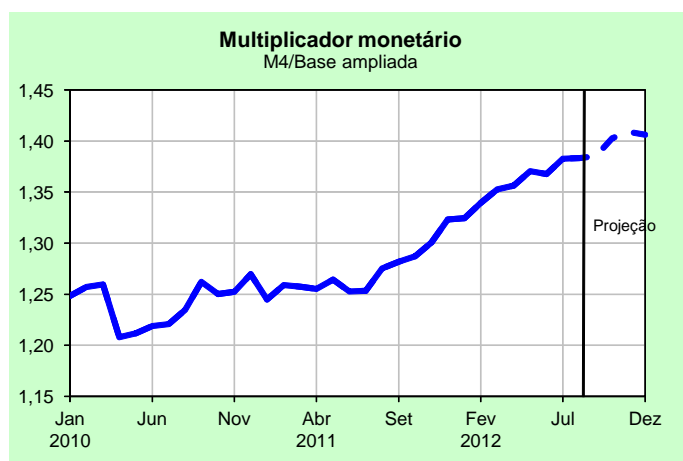
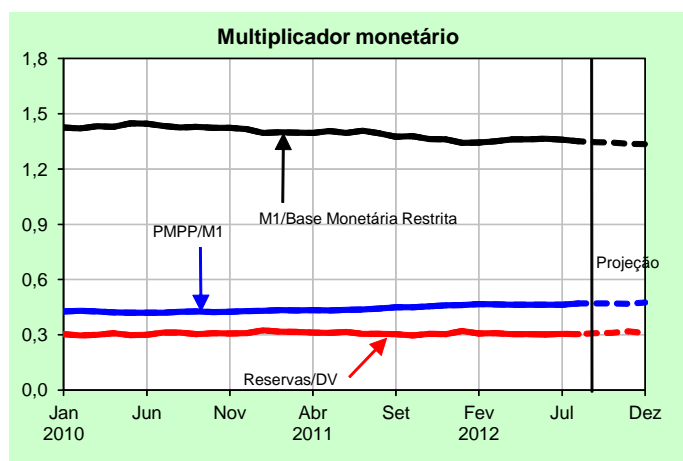
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

48. 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 2012.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2012^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	242,9 - 285,1	5,1	262,6	4,5
Base restrita ^{3/}	165,8 - 224,3	8,4	192,5	6,9
Base ampliada ^{4/}	2570,7 - 3017,7	7,8	2 806,0	8,3
M4 ^{4/}	3188,6 - 4314,0	15,6	3 837,6	18,2

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.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2012 e ocorridos no período julho/agosto^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	246,7 - 289,6	5,8	266,0	6,2
Base restrita ^{3/}	169,2 - 228,9	8,0	197,0	9,6
Base ampliada ^{4/}	2654,5 - 3116,1	9,4	2 821,0	7,5
M4 ^{4/}	3302,7 - 4468,4	14,9	3 902,7	16,6

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 2012^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	280,8 - 329,7	8,8
Base restrita ^{3/}	194,3 - 262,9	11,0
Base ampliada ^{4/}	2632,9 - 3090,8	6,7
M4 ^{4/}	3420,8 - 4628,2	13,4

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	2011		2012			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	280,5	0,3	266,0	6,2	305,2	8,8
Base restrita ^{4/}	206,0	4,4	197,0	9,6	228,6	11,0
Base ampliada ^{5/}	2 682,8	12,0	2 821,0	7,5	2 861,9	6,7
M4 ^{5/}	3 550,2	16,8	3 902,7	16,6	4 024,5	13,4

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^{1/}

Discriminação	2011		2012			
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
			Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,362	-3,9	1,350	-3,1	1,335	-1,9
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,303	-1,9	0,304	-0,2	0,309	2,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,460	7,6	0,470	6,1	0,476	3,4
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,323	4,2	1,383	8,5	1,406	6,3

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.