

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2008

Dezembro – 2007



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2008

A. A economia no quarto trimestre de 2007

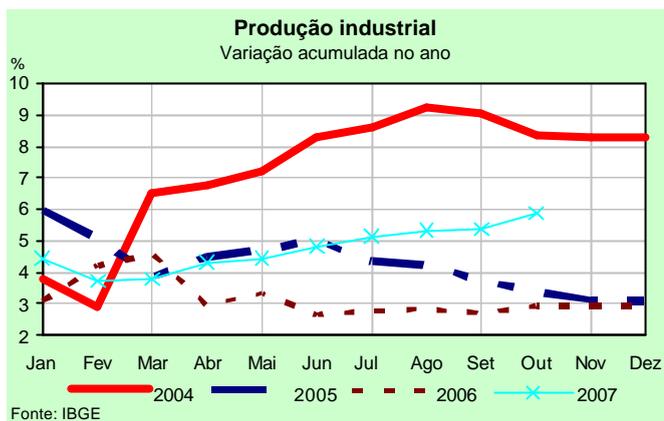
1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 5,3% nos primeiros nove meses de 2007, em relação a igual período de 2006, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE, registrando-se desempenhos favoráveis em todos os seus componentes, seja pela ótica da demanda ou da produção. A expansão da demanda interna segue impulsionada, principalmente, pelas condições favoráveis do mercado de crédito e pelos altos níveis de confiança do empresariado e do



consumidor, com desdobramentos favoráveis sobre o consumo das famílias e sobre as decisões de investimento. Nesse sentido, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu 12,4% nos primeiros nove meses do ano, ante o mesmo período do ano anterior, constituindo-se no componente da demanda interna a apresentar expansão mais acentuada no período. O consumo das famílias aumentou 5,9%, exercendo a maior contribuição para o crescimento acumulado do PIB nos nove primeiros meses do ano, 3,5 p.p., enquanto o consumo do governo elevou-se 3,9%. Na mesma base de comparação, as exportações cresceram 6,7% e as importações, 19,6%, gerando contribuição negativa de 1,3 p.p. do setor externo para o resultado do PIB. Sob a ótica da produção, assinala-se a elevação de 5,1% no produto do setor industrial, evidenciando aumentos nas indústrias de transformação, 5,5%; construção civil, 4,6%; e extrativa mineral, 4%. O setor de serviços cresceu 4,7%, com destaque para o segmento intermediação financeira, com crescimento de 10,7%; e o agropecuário, favorecido pelos preços recordes no mercado internacional das principais commodities, 4,3%. Na margem, considerando dados dessazonalizados, o PIB aumentou 1,7% no terceiro trimestre do ano, em relação ao trimestre anterior, constituindo-se no oitavo resultado positivo em seqüência nessa base de comparação. A agropecuária cresceu 7,2%, maior taxa dos últimos 37 trimestres, enquanto na indústria e nos serviços registraram-se aumentos respectivos de 1,8% e 1,2%.

2. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF)

do IBGE, a produção física da indústria acumulada no ano, até outubro, aumentou 5,9% em relação ao mesmo período do ano anterior. Esse desempenho decorreu de crescimentos de 5,9% na indústria de transformação e de 5,6% na indústria extrativa, registrando-se avanços nas produções de todas as categorias de uso, em especial nas relativas a bens de capital, 18,8%,



e a bens de consumo durável, 8,7%. A análise na margem revela aumento de 2,2% da produção industrial no trimestre terminado em outubro, em relação ao trimestre finalizado em julho, resultante de expansões de 2,3% na indústria de transformação e de 0,7% na extrativa, considerados dados dessazonalizados.

3. As vendas do comércio varejista mantiveram, ao longo do terceiro e início

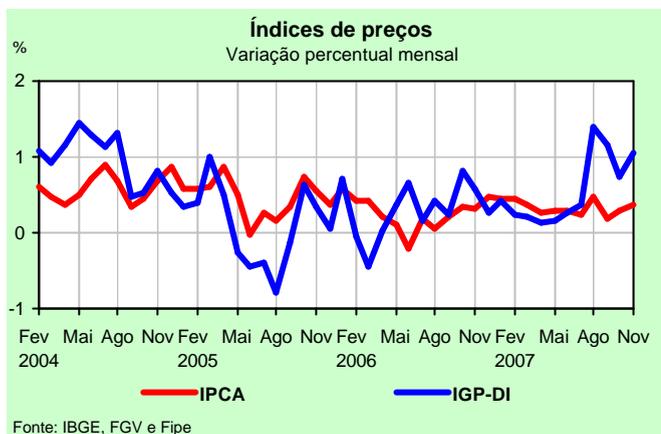
do quarto trimestre de 2007, a tendência de crescimento vigoroso iniciada no segundo semestre de 2006, com ênfase para o dinamismo das vendas de bens duráveis e semiduráveis, cujo desempenho está associado, mais intensamente, às condições favoráveis do mercado de crédito. Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE),



as vendas varejistas cresceram 9,6% nos nove primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2006. Adicionalmente, o volume de vendas no varejo aumentou 2,2% no trimestre encerrado em setembro de 2007, em relação ao período abril a junho, considerados dados dessazonalizados, representando o vigésimo segundo crescimento consecutivo, nessa base de comparação. Registraram-se, no período, aumentos nas vendas de todos os segmentos varejistas, à exceção do recuo de 0,1% em combustíveis e lubrificantes, com destaque para móveis e eletrodomésticos, 4,2%, e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo 1,3%. As vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, segmento que não faz parte do índice geral, cresceram 5,1%, no trimestre. As vendas do comércio varejista ampliado, indicador que incorpora os segmentos materiais de construção e automóveis, motocicletas, partes e peças, cresceram 13,5% no trimestre encerrado em setembro de 2007, em relação ao período correspondente do ano anterior. O desempenho mais robusto das vendas do comércio ampliado, tendência

iniciada no início do segundo semestre de 2006, evidencia a importância das melhores condições de crédito para o dinamismo dos segmentos materiais de construção e automóveis.

4. A inflação medida pelos índices gerais de preços voltou a registrar aceleração no trimestre encerrado em novembro. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) da Fundação Getúlio Vargas (FGV) cresceu 2,99%, no período, ante 2,04% no trimestre finalizado em agosto, resultado associado, fundamentalmente, à evolução dos preços no atacado, condicionada por aumentos tanto dos preços industriais quanto agrícolas. A variação dos índices de preços



ao consumidor apresentou relativo arrefecimento, na mesma base de comparação. O Índice de preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou alta de 0,86% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,99% no trimestre junho a agosto, resultado de elevações de 1,12% nos preços livres e de 0,27% nos monitorados, ante variações respectivas de 1,5% e -0,14% no trimestre finalizado em agosto.

5. A evolução do mercado de trabalho segue consistente com o dinamismo da atividade econômica. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu, em média, 9,1%, no trimestre encerrado em outubro, menor percentual já registrado nesse período, apresentando recuos respectivos de 1,1 p.p. e de 0,7 p.p. em relação ao trimestre correspondente de 2006 e ao trimestre encerra-

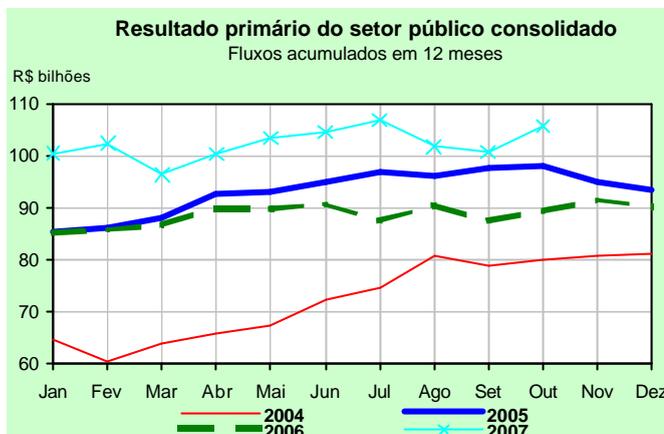


do em julho. A redução registrada em comparação com o mesmo trimestre de 2006 refletiu aumentos de 2,9% na taxa de crescimento da ocupação e de 1,7% na PEA. O crescimento do emprego com carteira assinada manteve-se acentuado no trimestre encerrado em outubro, atingindo 4,2% em relação ao período maio a julho, enquanto no segmento trabalhadores sem carteira assinada a taxa de expansão situou-se em 0,3%, considerados dados dessazonalizados. Essa diferença evidencia a melhora qualitativa das condições do mercado de trabalho, que se torna mais intensa se considerado o período de janeiro a outubro

de 2007 e do ano anterior, quando a expansão do emprego formal alcançou 5,1%, ante retração de 1,4% no emprego sem carteira.

6. O superávit primário do setor público não financeiro, que atingiu R\$105,7

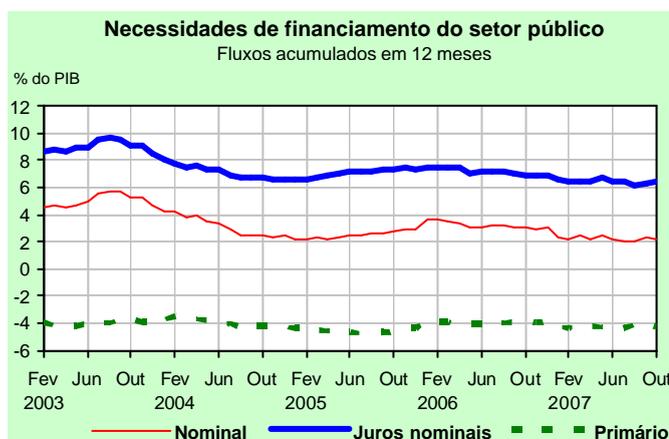
bilhões nos doze meses encerrados em outubro, totalizou R\$106,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2007, o equivalente a 5,1% do PIB. A distribuição desse resultado por esferas do setor público evidencia aumentos nos superávits dos governos regionais e do Governo Central e redução no relativo às empresas estatais. O superávit do Governo Central refletiu crescimento de 12,7% das receitas, em



relação ao mesmo período de 2006, cuja participação no PIB passou de 23,3% para 24%, no período. As despesas do Tesouro, que cresceram 12,4% em relação aos dez primeiros meses de 2006, passaram a representar 9,81% do PIB. O déficit da Previdência Social, evidenciando crescimento mais acentuado das receitas relativamente às despesas, reduziu-se de 1,95% do PIB, nos primeiros dez meses de 2006, para 1,85% do PIB, em igual período de 2007. A elevação na arrecadação das contribuições, consistente com o aumento da formalização do mercado de trabalho, alcançou 13,7%, enquanto o crescimento das despesas com benefícios, resultante do reajuste do salário mínimo e do aumento na quantidade média de benefícios pagos, atingiu 10,8%. As transferências constitucionais para estados e municípios aumentaram 14,1%, no ano, acompanhando o comportamento da arrecadação dos tributos partilhados com esses dois níveis de governo.

7. Os juros nominais apropriados totalizaram R\$160,4 bilhões nos doze

meses encerrados em outubro. O resultado acumulado no dez primeiros meses do ano alcançou R\$135,2 bilhões, dos quais R\$104,6 bilhões no âmbito do Governo Central e R\$32,5 bilhões na esfera regional, enquanto as empresas estatais registraram receita líquida de juros de R\$1,9 bilhão no período. As necessidades de financiamento do setor público, que abrangem o resultado primário



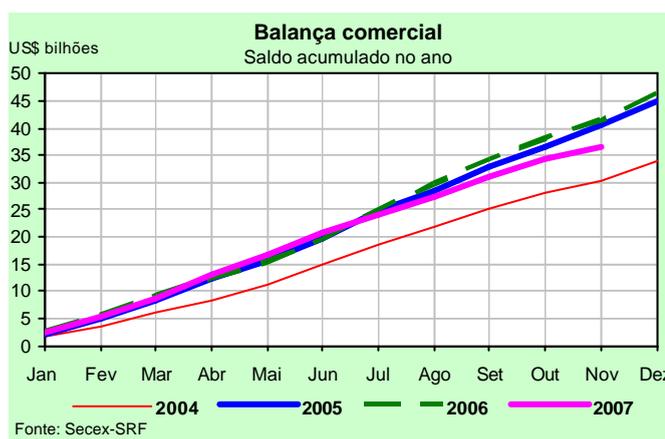
e os juros nominais apropriados, totalizaram R\$54,6 bilhões nos doze meses encerrados em outubro. O resultado acumulado nos dez primeiros meses do ano atingiu R\$28,7 bilhões, ante

R\$43,9 bilhões no mesmo período do ano anterior, representando, na ordem, 1,4% e 2,3% do PIB. O Governo Central e os governos regionais apresentaram reduções respectivas em suas necessidades de financiamento equivalentes a 0,9 p.p. e 0,2 p.p. do PIB, enquanto o superávit das empresas estatais recuou 0,1 p.p.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.132 bilhões em outubro, 43,7% do PIB, ante R\$1.067,4 bilhões, 44,9% do PIB, em dezembro de 2006. Essa trajetória foi resultante, em termos contracionistas, de contribuições do superávit primário, 4,1 p.p. do PIB, e do crescimento do PIB valorizado, 3,7 p.p., enquanto, em sentido inverso, os juros nominais apropriados e o ajuste decorrente da valorização cambial de 18,4% acumulada no ano exerceram impactos expansionistas de 5,2 p.p. e 1,3 p.p., respectivamente. A composição da DLSP revela que, em linha com o aumento das reservas internacionais, a participação dos ativos líquidos atrelados ao dólar em seu total aumentou 13,3 p.p., ao longo de 2007. A parcela da DLSP indexada à taxa Selic, incluindo as operações de mercado aberto realizadas pelo Banco Central, cresceu 10 p.p. no período.



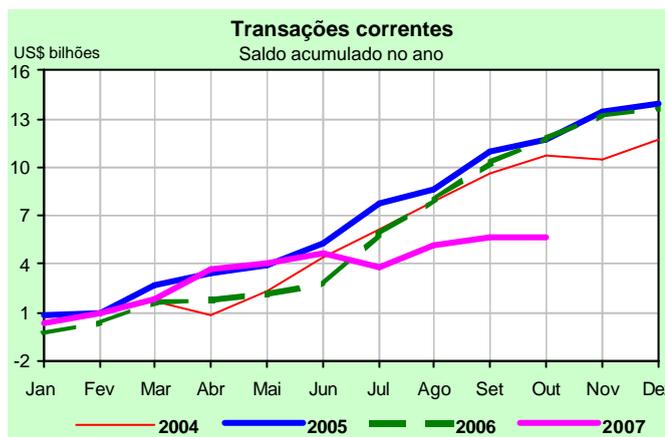
9. As exportações totalizaram US\$14,1 bilhões e as importações, US\$12 bilhões, em novembro, resultando em superávit de US\$2 bilhões. No ano, o saldo comercial atingiu US\$36,4 bilhões, 12,1% menor do que em igual período de 2006, evidenciando aumentos de 30,8% nas importações e de 16,6% nas exportações. A corrente de comércio somou US\$256,4 bilhões, 23,4% do PIB, superando a relativa ao ano de 2006, que totalizou US\$229,2 bilhões. A média diária



das vendas externas, em novembro, embora declinantes pelo segundo mês consecutivo, permaneceu acima de US\$700 milhões, registrando-se aumentos generalizados, em relação ao mesmo mês de 2006, nas exportações de todas as categorias de fator agregado, atingindo 25,3% em produtos básicos, 17,1% em manufaturados e 7,4% em semimanufaturados. A média diária das importações apresentou, em novembro, crescimento generalizado em todas as categorias de uso final, em relação ao mês correspondente de 2006, com ênfase para os

aumentos das compras relativas às categorias de bens de capital, 46,8%, e de bens de consumo duráveis, 41,4%. De acordo com a Funcex, o desempenho das exportações nos dez primeiros meses do ano refletiu crescimentos de 9,3% no índice de preços das exportações e de 6,9% no índice de quantum. A análise das exportações por categoria de fator agregado revela a predominância do efeito preço nas vendas de produtos semimanufaturados e manufaturados, registrando aumentos de 11,8% e 7,5%, respectivamente, ante elevações de 2,3% e 4,8% nas respectivas quantidades exportadas. O desempenho das vendas de produtos básicos, favorecidas pelo aquecimento da economia mundial, resultou em elevações de 12,8% no quantum exportado e de 11,8% nos preços. O aumento do valor importado, nesse período, refletiu elevações de 5,1% nos preços e de 23,3% no quantum. A variação do volume importado foi determinante para o crescimento das importações de todas as categorias de uso, com ênfase em bens de consumo duráveis, 54,4%, e em bens de capital, 35,3%. A evolução dos preços não exerceu pressão uniforme sobre as importações das diversas categorias de uso final, registrando-se aumentos nos preços de bens de consumo não-duráveis, 12,7%, matérias-primas e produtos intermediários, 6,4%; e de combustíveis e lubrificantes, 4,5%, paralelamente a reduções nos referentes a bens de capital, 1,4%, e a bens de consumo duráveis, 1,2%.

10. O superávit em transações correntes atingiu US\$5,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2007, ante US\$11,8 bilhões no período correspondente no ano anterior. O recuo do saldo comercial foi responsável por 60% dessa redução, seguindo-se as influências dos crescimentos das remessas líquidas relativas a serviços e do déficit em rendas. A trajetória de redução do superávit em conta corrente segue consistente com a aceleração do dinamismo da atividade econômica



interna. Nos primeiros dez meses do ano, as remessas líquidas de serviços somaram US\$10 bilhões e as de rendas, US\$22,1 bilhões, registrando, na ordem, expansões de 24% e 1% em relação a igual período de 2006. Paralelamente ao aumento do déficit, ressalte-se a permanência da tendência de elevação dos valores transacionados na rubrica de serviços, tanto nas receitas como nas despesas. Assinale-se que enquanto as receitas com viagens internacionais atingiram US\$4 bilhões e as despesas, US\$6,6 bilhões, valores recordes para o período, com crescimentos de 14% e de 38,8%, respectivamente, em relação a igual período de 2006, as despesas líquidas com juros acumularam US\$6,4 bilhões, ante US\$9,5 bilhões no período correspondente de 2006. Esse resultado refletiu o aumento da receita com juros decorrente da ampliação de ativos brasileiros no exterior, com ênfase para a elevação de 127,8% na remuneração das reservas internacionais, totalizando US\$5,1 bilhões. As transferências unilaterais líquidas somaram US\$3,3 bilhões nos primeiros dez

meses do ano. A redução de 7% em relação ao período correspondente de 2006 evidenciou, tanto o recuo de 1,6% nos ingressos líquidos para manutenção de residentes, que representam, aproximadamente, 60% das receitas líquidas totais da rubrica, quanto o aumento de 58,4% nas despesas brutas.

11. A conta financeira do balanço de pagamentos foi superavitária em US\$3,8 bilhões em outubro, acumulando saldo de US\$76,9 bilhões no ano. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos no Brasil (IED) somaram US\$31,2 bilhões nos primeiros dez meses do ano, recorde para o período, ante US\$13,6 bilhões de janeiro a outubro de 2006. Os ingressos líquidos em participação no capital atingiram US\$22,5 bilhões e os empréstimos intercompanhias, US\$8,7 bilhões.



Considerados os valores acumulados em doze meses, os ingressos líquidos de IED totalizaram US\$36,4 bilhões em outubro, igualmente recorde nesse tipo de comparação. Os investimentos brasileiros diretos no exterior (IBD) apresentaram constituição líquida de haveres no exterior de US\$812 milhões no ano, até outubro. Enquanto os empréstimos intercompanhias apresentaram amortizações líquidas de US\$6,9 bilhões no período, os investimentos de companhias brasileiras em aquisições no exterior ou capitalização de filiais e subsidiárias registraram saídas líquidas de US\$7,7 bilhões, ratificando a manutenção do processo de internacionalização das empresas nacionais.

12. As reservas internacionais cresceram US\$91,2 bilhões no ano, até novembro, totalizando US\$177,1 bilhões.

Nesse período, as compras do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$76,3 bilhões, enquanto entre as operações externas sobressaíram os desembolsos de US\$2,9 bilhões em bônus da República e as amortizações de US\$9,2 bilhões. Ocorreram inéditas receitas líquidas de juros, US\$879 milhões, resultantes de ingressos de US\$5,7 bilhões relativos à remuneração das reservas e de despesas de US\$4,8 bilhões com juros de bônus. As demais operações geraram aumento de US\$6,6 bilhões nas reservas.



B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2007

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, mantiveram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o terceiro trimestre de 2007.

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$123,2 bilhões em setembro, com alta de 4,9% no mês e de 22,6% em 12 meses. O papel-moeda emitido somou R\$83,9 bilhões, resultando em elevação de 5,3% no mês e de 18,4% em relação a setembro do ano anterior. As reservas bancárias alcançaram R\$39,3 bilhões, expandindo 4,1% no mês e 32,7% em 12 meses.

15. O saldo da base monetária ampliada, que compreende a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, cresceu 21,7% nos 12 meses encerrados em setembro, totalizando R\$1,57 trilhão, no conceito de saldos em final de período. Esse resultado refletiu aumentos de 19,9% na base restrita, de 22% no saldo de títulos públicos federais e de 21,1% nos depósitos compulsórios em espécie.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2007^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	146,3-197,9	19,9	175,8	22,5
Base restrita ^{3/}	100,3-135,8	17,5	123,2	22,6
Base ampliada ^{4/}	1 426,0-1 674,0	20,1	1 571,5	21,7
M4 ^{4/}	1 537,3-2 080,3	22,9	1 808,8	22,9

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

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

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

^{4/} Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, alcançaram R\$175,8 bilhões em setembro, elevando-se 3% no mês e 22,5% em 12 meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$68,2 bilhões, com aumentos de 4,5% no mês e 18,6% em 12 meses, e os depósitos à vista alcançaram R\$107,6 bilhões, com acréscimos respectivos de 2,1% e de 25,1%.

17. O agregado monetário M4, em final de período, apresentou elevação mensal de 2,6% em setembro, totalizando R\$1,81 trilhão. O aumento acumulado em 12 meses totalizou 22,9%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$165 milhões no terceiro trimestre de 2007, resultante de resgates líquidas de R\$34,6 bilhões em títulos do Tesouro Nacional, no mercado primário, e de venda líquida de R\$34,4 bilhões, no mercado secundário.

19. Em julho, o Copom avaliou que, desde sua última reunião, as influências de fatores externos e internos sobre o balanço de riscos para a trajetória esperada da inflação continuavam atuando em direções opostas. O setor externo, que vem contribuindo de forma importante para ampliar a oferta agregada, seguia exercendo influência predominantemente benigna sobre as perspectivas para a inflação, enquanto o ritmo de expansão da demanda doméstica representava riscos potenciais à dinâmica inflacionária. A maioria dos membros do Copom argumentou que a contribuição do setor externo para a consolidação de um cenário benigno para a inflação no horizonte de projeção, especialmente pela disciplina exercida sobre os preços de bens transacionáveis e por meio da ampliação dos investimentos, em ambiente de demanda aquecida, mitiga riscos presentes no cenário prospectivo para a inflação. Tal contribuição estaria ampliando o escopo para que as taxas de crescimento da demanda agregada e da oferta doméstica voltassem a se equilibrar em um prazo relevante para as decisões de política monetária, sem comprometer a convergência para a trajetória das metas de inflação. Diante disso, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 11,50% a.a., sem viés, por quatro votos a favor e três votos pela redução da taxa Selic em 0,25 p.p. Em setembro, o Copom avaliou que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentada, entre outros fatores, pelo impulso derivado do relaxamento da política monetária implementado neste ano, continuava podendo colocar riscos não desprezíveis para a dinâmica inflacionária. Adicionalmente, foi considerado que os últimos desdobramentos sugeriam que a contribuição do setor externo para consolidar um cenário inflacionário benigno poderia estar se tornando menos efetiva. Nesse contexto, o Copom, apesar de entender que diversos fatores respaldariam a decisão de manter a taxa de juros inalterada já nessa reunião, avaliou o cenário macroeconômico e considerou que, neste momento, o balanço dos riscos para a trajetória prospectiva da inflação ainda justificaria estímulo monetário adicional. Dessa forma, o comitê decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés.

C. Política monetária no bimestre outubro-novembro de 2007

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$127,4 bilhões em novembro, com expansão de 2,5% em relação a outubro e de 21,5% em 12 meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as reservas bancárias aumentaram, na ordem, 4% e 29,3%, situando-se em R\$41,3 bilhões, enquanto o saldo de papel-moeda emitido cresceu 1,7% e 18%, respectivamente, atingindo R\$86,1 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,6 trilhão em novembro, com aumentos de 1,2% no mês e de 21,6% em 12 meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 21,4% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie; de 24,2% na base restrita; e de 21,4% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$183,8 bilhões em novembro, com expansão de 2,6% no mês e de 22,4% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$69,4 bilhões, apresentando expansão de 1,3% no mês e de 18,2% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$114,4 bilhões, com aumentos respectivos de 3,4% e 25,1%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$1,87 trilhão em novembro, registrando aumentos de 1,8% no mês e de 22,3% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2007 e ocorridos no período outubro/novembro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	170,6-230,8	20,1	183,8	22,4
Base restrita ^{3/}	121,3-164,1	20,6	127,4	21,5
Base ampliada ^{4/}	1 496,6-1 756,9	21,7	1 604	21,6
M4 ^{4/}	1 620,3-2 192,2	22,3	1 868,4	22,3

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

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

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

^{4/} Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, exerceram impacto expansionista de R\$11,6 bilhões no bimestre outubro-novembro. Esse resultado decorreu de atuação expansionista do Tesouro Nacional tanto no mercado primário, R\$5,3 bilhões, como no mercado secundário, R\$6,3 bilhões.

25. Em outubro, o Copom avaliou que a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias inicialmente localizadas viesse a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica havia se elevado, uma vez que o aquecimento da demanda poderia traduzir-se em aumento no repasse de pressões sobre os preços no atacado para os preços ao consumidor. Adicionalmente, foi considerado que, embora o setor externo tivesse o efeito de moderar a inflação no setor transacionável, o aquecimento da demanda doméstica poderia desencadear pressões inflacionárias no setor não transacionável. O Comitê observou, ainda, que ao longo dos próximos meses, tanto os crescimentos do crédito e da massa salarial real quanto os efeitos da expansão das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais

devem continuar impulsionando a atividade econômica, que já cresce a taxas robustas. Nesse ambiente, e diante das incertezas associadas ao mecanismo de transmissão da política monetária e ao ritmo de crescimento prospectivo da oferta e demanda agregadas, o Copom resolveu fazer uma pausa no processo de flexibilização da política monetária. Assim, o Comitê decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 11,25% ao ano, sem viés. Em dezembro, o Copom avaliou que a evolução da conjuntura macroeconômica e o cenário prospectivo para a inflação justificavam a manutenção da taxa Selic em 11,25% ao ano, sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
19.01.2005	-	18,25
16.02.2005	-	18,75
16.03.2005	-	19,25
20.04.2005	-	19,50
18.05.2005	-	19,75
15.06.2005	-	19,75
20.07.2005	-	19,75
17.08.2005	-	19,75
14.09.2005	-	19,50
19.10.2005	-	19,00
23.11.2005	-	18,50
14.12.2005	-	18,00
18.01.2006	-	17,25
08.03.2006	-	16,50
19.04.2006	-	15,75
31.05.2006	-	15,25
19.07.2006	-	14,75
30.08.2006	-	14,25
18.10.2006	-	13,75
29.11.2006	-	13,25
24.01.2007	-	13,00
07.03.2007	-	12,75
18.04.2007	-	12,50
06.06.2007	-	12,00
18.07.2007	-	11,50
05.09.2007	-	11,25
17.10.2007	-	11,25
05.12.2007	-	11,25

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

D. Perspectivas para o primeiro trimestre e para o ano de 2008

26. A aceleração do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) observada no terceiro trimestre esteve associada, fundamentalmente, ao desempenho da demanda interna, tendo em vista a redução nos superávits da balança comercial, que exerce função relevante para o equilíbrio entre a demanda e a oferta de bens e serviços. A consistência do processo de crescimento da economia é reforçada pela trajetória dos investimentos, seja em termos de resultados recentes, seja em relação às intenções expressas em pesquisas de expectativas empresariais. A evolução do consumo das famílias persiste favorecida pelas

melhores condições de crédito, pelo crescimento da massa salarial real e por indicadores de confiança positivos, sobretudo, no que se refere à disposição de compras.

27. Em relação às condições da oferta, a produção agropecuária, estimulada pelas condições climáticas favoráveis e pelos elevados preços internacionais das principais *commodities*, apresentou crescimento acentuado no terceiro trimestre. No mesmo sentido, os segmentos industrial e de serviços continuam registrando resultados robustos.

28. O crescimento da atividade permanece impactando positivamente, em termos qualitativos e quantitativos, o mercado de trabalho. Nesse sentido, enquanto a contratação de trabalhadores no mercado formal segue em ritmo intenso e generalizado nos distintos segmentos da economia, a taxa de desemprego situa-se em patamar historicamente baixo e ocorrem indicativos de falta de mão-de-obra qualificada em vários segmentos da economia.

29. As operações de crédito continuaram a registrar crescimento significativo, trajetória compatível com a evolução do mercado de trabalho – traduzida em maior formalização, elevação da massa salarial e expectativas favoráveis dos trabalhadores em relação à manutenção do emprego, com desdobramentos sobre decisões relativas a comprometimento de renda – e com o processo de melhora nas condições de crédito, expresso na redução contínua das taxas de juros e no alongamento dos prazos. Esse ambiente favorece a sustentação do consumo de bens duráveis, estimulando a intensificação da demanda de crédito por parte das empresas, tanto para prover capital de giro, quanto para viabilizar novos investimentos.

30. Além da procura crescente por crédito bancário, o setor empresarial vem aumentando sua inserção no mercado de capitais, confirmando tendência que se evidencia desde 2006. Nesse sentido, a capitalização das empresas a partir da emissão de ações e de debêntures permanece expressiva, ao mesmo tempo em que ganha destaque a utilização de novos mecanismos, tais como os fundos de investimento em participações e os fundos de investimento em direitos creditórios. Tal diversidade de instrumentos de *fundraising* para a atividade produtiva tende a conferir sustentabilidade à evolução do investimento agregado e, em consequência, do nível geral de atividade econômica.

31. O superávit primário acumulado nos dez primeiros meses de 2007 assegura o cumprimento das metas fiscais estabelecidas para o ano. Esse resultado refletiu tanto a evolução favorável das contas da Previdência Social, quanto o crescimento do superávit dos governos regionais, particularmente dos estados. A redução no déficit da Previdência refletiu o desempenho das receitas, favorecido pelas melhores condições do mercado de trabalho, enquanto a melhora nos superávits dos estados combina crescimento das receitas e maior controle de despesas primárias. Adicionalmente, a redução da taxa básica de juros segue contribuindo para que a relação DLSP/PIB mantenha-se em trajetória declinante. Entretanto, a rejeição da proposta de prorrogação da CPMF a partir de 2008 eleva o grau de incerteza associado às perspectivas para a política fiscal.

32. A evolução das contas externas do país segue apresentando solidez, permitindo o financiamento integral do balanço de pagamentos no ano, o expressivo crescimento das reservas internacionais e a melhora significativa dos indicadores de sustentabilidade externa. Resultados na margem e as perspectivas para os próximos períodos delineiam, no entanto, o início do processo de reversão dos superávits em transações correntes, estando previstas redução no superávit, para US\$2,4 bilhões, em 2007, e obtenção de déficit, de US\$3,5 bilhões, em 2008. Nesse contexto, cabe lembrar que o saldo médio em transações correntes nos últimos vinte anos, quando a economia atravessou conjunturas internacionais bastante diversas, foi deficitário em US\$7 bilhões, ou 1% do PIB.

33. Os superávits da balança comercial acumulados em doze meses, embora permaneçam no patamar de US\$40 bilhões, apresentam trajetória de moderação quando comparados com resultados de períodos correspondentes do ano anterior. Essa retração, observada em cenário de elevação da corrente de comércio e de maior desconcentração das exportações, seja em termos de número de parceiros comerciais ou de produtos, reflete, com maior intensidade, o aumento das importações associado ao maior dinamismo da atividade econômica, fator que favorece o equilíbrio entre a demanda e a oferta global de bens. A trajetória dos resultados em transações correntes está condicionada, também, ao aumento nas remessas líquidas de lucros e dividendos, estimuladas pela maior lucratividade das empresas no país, pelo aumento do estoque dos investimentos estrangeiros diretos e pelo fortalecimento do real. Em sentido contrário, tem contribuído a redução dos pagamentos líquidos de juros derivada do aumento das receitas associadas à remuneração das reservas internacionais.

34. As contas externas brasileiras foram pouco afetadas pela volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais a partir da eclosão da crise no segmento de hipotecas *subprime*. O superávit da conta financeira registrou aumento em relação ao ano anterior, reflexo de ingressos líquidos recorde tanto em investimentos estrangeiros diretos (IED) quanto nos investimentos em carteira, enquanto a taxa de rolagem da dívida externa privada de médio e longo prazos permaneceu ligeiramente superior a 100%.

35. Ressalte-se que embora as principais economias emergentes não tenham sido afetadas significativamente pela turbulência nos mercados financeiros, devendo seguir sustentando o crescimento global em 2008, o cenário prospectivo moderadamente favorável para a atividade econômica global, incorporado por exemplo nas últimas projeções divulgadas pelo FMI, parece depender sensivelmente de três questões, sobre as quais persiste considerável incerteza: quão intensos serão os efeitos da crise imobiliária sobre a economia dos EUA, quão forte será o impacto da desaceleração americana sobre outras economias maduras e quão resistentes serão as economias emergentes a um cenário de desaceleração potencialmente pronunciada nos EUA, Europa e Japão.

36. Nesse ambiente, embora o comportamento da inflação interna nos últimos meses indique a progressiva exaustão dos efeitos da elevação dos preços dos alimentos

sobre os demais preços da economia, permanece o cenário de maior risco de aceleração, associado tanto ao crescente dinamismo do mercado interno quanto à relativa instabilidade do cenário externo. Persistem, entretanto, as perspectivas favoráveis em relação ao cumprimento das metas de inflação, expressas de forma recorrente pelas estimativas de mercado, posicionamento consistente com as expectativas favoráveis sobre o nível da oferta global decorrentes da maturação de investimentos efetuados em elos importantes da cadeia produtiva, evidenciando a confiança dos agentes econômicos em relação à continuidade do acerto na condução da política monetária.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2008.

37. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2008 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

Quadro 3. Programação monetária para o primeiro trimestre e para ano de 2008^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões			
	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	161,7-218,7	21,0	206,0-278,7	20,4
Base restrita ^{3/}	113,6-153,8	22,6	146,5-198,1	20,1
Base ampliada ^{4/}	1 574,2-1 848,0	20,5	1 774,1-2 082,5	18,4
M4 ^{4/}	1 677,3-2 269,3	21,3	1 912,3-2 587,4	18,7

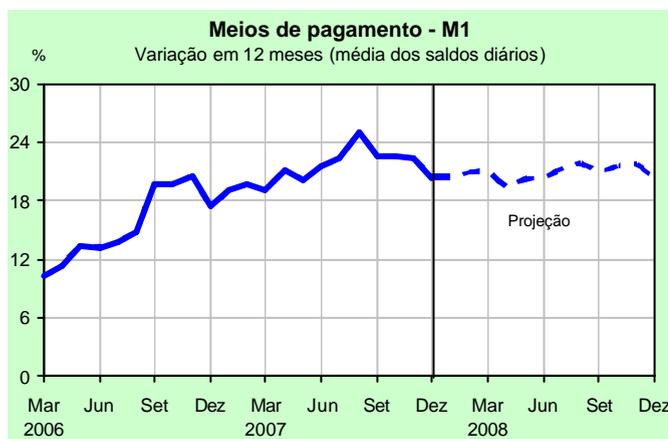
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

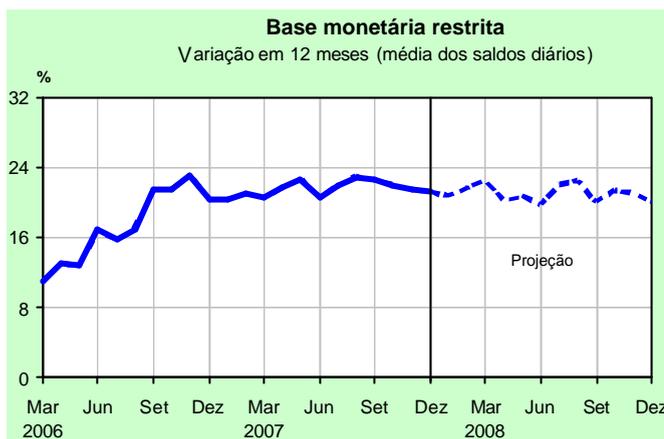
4/ Saldo em fim de período.

38. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 21% para março e em 20,4% para dezembro de 2008.



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

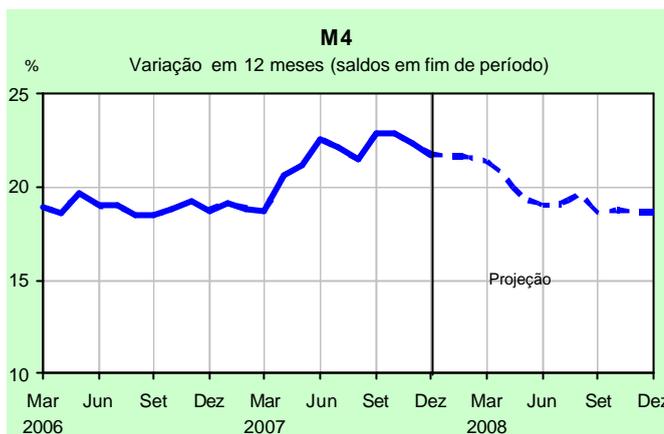
40. Tendo em vista as projeções feitas para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 22,6% em março e de 20,1% em dezembro de 2008.



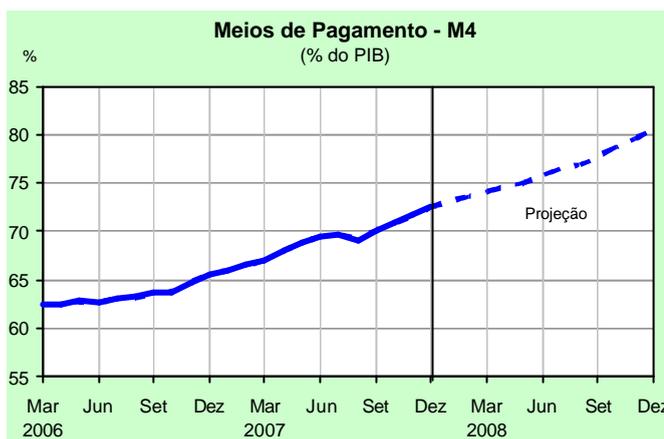
41. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 20,5% em março e 18,4% em dezembro de 2008.



42. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em 12 meses esperado para o M4 corresponde a 21,3% em março e 18,7% em dezembro de 2008.



43. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar, em 2008, expansão semelhante à assinalada no decorrer de 2007, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



44. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre outubro/novembro de 2007, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre e para o ano de 2008.

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

Discriminação	2007		2008 ^{2/}			
	Outubro - Novembro		Primeiro Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	183,8	22,4	190,2	21,0	242,4	20,4
Base restrita ^{4/}	127,4	21,5	133,7	22,6	172,3	20,1
Base ampliada ^{5/}	1 604	21,6	1711,1	20,5	1 928,4	18,4
M4 ^{5/}	1 868,4	22,3	1973,3	21,3	2 249,9	18,7

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2007		2008 ^{2/}			
	Outubro - Novembro ^{1/}		Primeiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,443	0,8	1,422	-1,3	1,437	2,4
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,361	3,4	0,349	-0,1	0,328	-7,6
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,378	-3,4	0,397	1,3	0,399	0,5
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,165	0,7	1,153	0,0	1,167	0,2

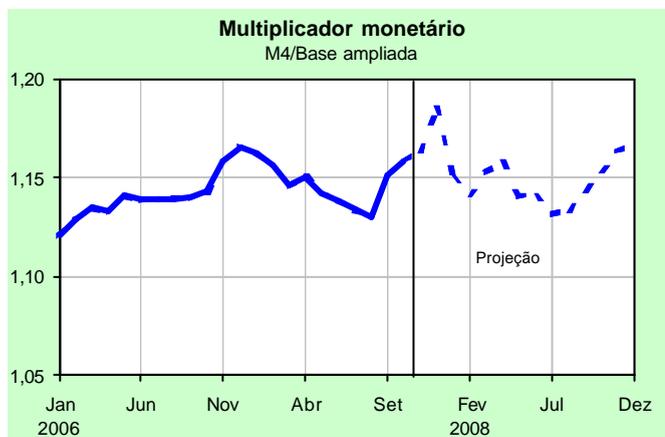
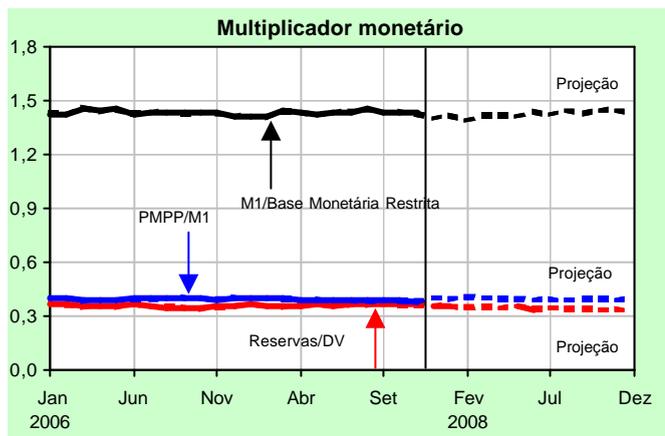
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

46. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do primeiro trimestre e do ano de 2008.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2007^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	146,3-197,9	19,9	175,8	22,5
Base restrita ^{3/}	100,3-135,8	17,5	123,2	22,6
Base ampliada ^{4/}	1 426,0-1 674,0	20,1	1 571,5	21,7
M4 ^{4/}	1 537,3-2 080,3	22,9	1 808,8	22,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2007 e ocorridos no período outubro/novembro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	170,6-230,8	20,1	183,8	22,4
Base restrita ^{3/}	121,3-164,1	20,6	127,4	21,5
Base ampliada ^{4/}	1 496,6-1 756,9	21,7	1 604	21,6
M4 ^{4/}	1 620,3-2 192,2	22,3	1 868,4	22,3

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 3. Programação monetária para o primeiro trimestre e para ano de 2008^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	161,7-218,7	21,0	206,0-278,7	20,4
Base restrita ^{3/}	113,6-153,8	22,6	146,5-198,1	20,1
Base ampliada ^{4/}	1 574,2-1 848,0	20,5	1 774,1-2 082,5	18,4
M4 ^{4/}	1 677,3-2 269,3	21,3	1 912,3-2 587,4	18,7

R\$ bilhões

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	2007		2008 ^{2/}			
	Outubro - Novembro		Primeiro Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	183,8	22,4	190,2	21,0	242,4	20,4
Base restrita ^{4/}	127,4	21,5	133,7	22,6	172,3	20,1
Base ampliada ^{5/}	1 604	21,6	1711,1	20,5	1 928,4	18,4
M4 ^{5/}	1 868,4	22,3	1973,3	21,3	2 249,9	18,7

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2007		2008 ^{2/}			
	Outubro - Novembro ^{1/}		Primeiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,443	0,8	1,422	-1,3	1,437	2,4
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,361	3,4	0,349	-0,1	0,328	-7,6
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,378	-3,4	0,397	1,3	0,399	0,5
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,165	0,7	1,153	0,0	1,167	0,2

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.