

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2009

Dezembro – 2008



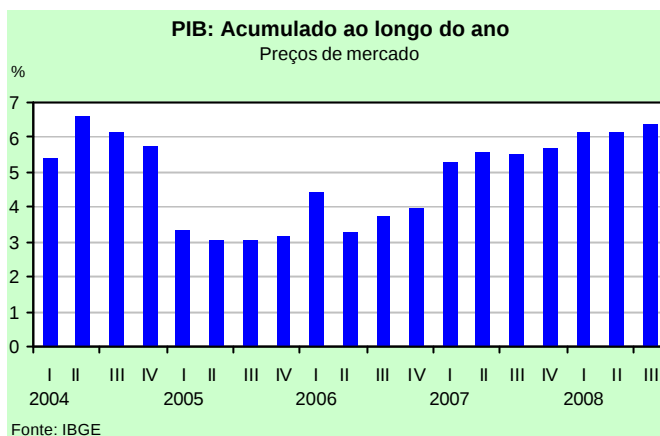
BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2009

A. A economia no quarto trimestre de 2008

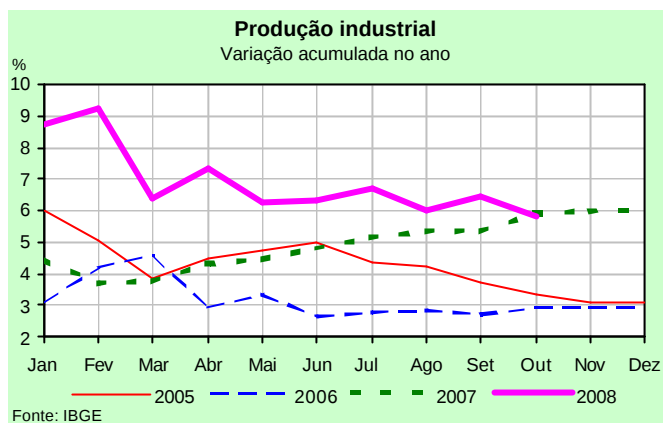
1. De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, o PIB cresceu

6,4% nos nove primeiros meses de 2008, em relação a igual período de 2007. O resultado mostrou-se, mais uma vez, generalizado entre os componentes do produto, enquanto sob a ótica da demanda, a contribuição de 8,9 p.p. da demanda interna contrapôs-se ao impacto negativo de 2,5 p.p. exercido pelo setor externo. A importância da demanda interna para a sustentação do processo de crescimento



da atividade econômica segue evidente, refletindo a melhora das condições de crédito, a recuperação dos rendimentos reais e do emprego, bem como o crescimento das transferências governamentais. Nesse cenário, o consumo das famílias cresceu 6,5% nos nove primeiros meses de 2008, em relação a igual período de 2007. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) aumentou 17,3% no período, resultado mais expressivo, nessa base de comparação, desde 1995, enquanto o consumo do governo elevou-se 5,7%. A contribuição negativa do setor externo para o resultado acumulado do PIB no ano traduziu o expressivo aumento de 22,6% experimentado pelas importações, ante elevação de 1,6% nas exportações, determinando impactos respectivos de -2,7 p.p e 0,2 p.p. sobre o agregado. Considerada a ótica da produção, o crescimento acumulado do PIB em 2008, até setembro, esteve sustentado, em especial, pelas expansões de 6,7% na agropecuária e de 6,5% no setor industrial, esta refletindo, em grande parte, o dinamismo da indústria de transformação, 6,1%, e da construção civil, 10,2%; seguindo-se o setor de serviços, 5,5%. A análise na margem, considerados dados dessazonalizados, revela que o PIB aumentou 1,8% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho, constituindo-se no décimo segundo resultado positivo em sequência neste tipo de comparação. Sob a ótica do produto, o desempenho trimestral do PIB decorreu de aumentos na agropecuária, 1,5%; indústria, 2,6%; e serviços, 1,4%, enquanto o exame dos componentes da demanda ratifica o dinamismo da demanda interna, expresso em expansões de 6,7% na FBCF, nono aumento trimestral consecutivo; de 2,8% no consumo das famílias; e de 1,5% nos dispêndios governamentais. Adicionalmente, as exportações recuaram 0,6% enquanto as importações cresceram, 6,4%, no período.

2. A produção industrial cresceu 5,8% nos dez primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007, de acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE, traduzindo aumentos de 7,4% na indústria extrativa e 5,7% na de transformação. Considerando dados dessazonalizados, a produção industrial aumentou 0,8% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, registrando-se expansões de 1,9% na indústria extrativa e de 0,9% na de transformação, com ênfase no crescimento de 5,4% observado na categoria de bens de capital. O resultado trimestral refletiu acréscimos na produção de quatorze das vinte e sete atividades incluídas na pesquisa do IBGE, ressaltando-se o dinamismo experimentado pelos setores equipamentos de instrumentação médico-hospitalar ópticos e outros, 12,3%; farmacêutica, 8,9%; e máquinas e equipamentos, 6,9%.



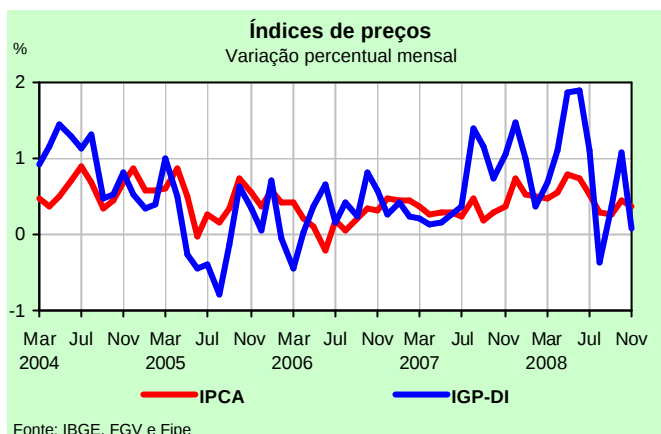
3. O volume de vendas do comércio varejista ampliado aumentou 2% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, representando o décimo-sexto resultado positivo em sequência, nesse tipo de comparação. Registraram-se, no período, aumentos nas vendas de todos os segmentos varejistas, à exceção do recuo de 0,9% em tecidos, vestuário e calçados, com ênfase no dinamismo dos setores equipamentos e material para escritório, 11,6%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 5,1%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria, 4,2%. As vendas relativas a hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, com peso aproximado de 30% na pesquisa, cresceram 1,2% no período, desempenho explicado, em parte, pelo aumento dos preços dos alimentos. As vendas do comércio varejista ampliado elevaram-se 13,8% nos nove primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007, registrando-se expansões em todas as regiões do país, em especial no Centro-Oeste, 15,7%; Sudeste, 14,8%; e Sul, 14,4%.



4. A variação dos índices gerais de preços da FGV apresentou desaceleração

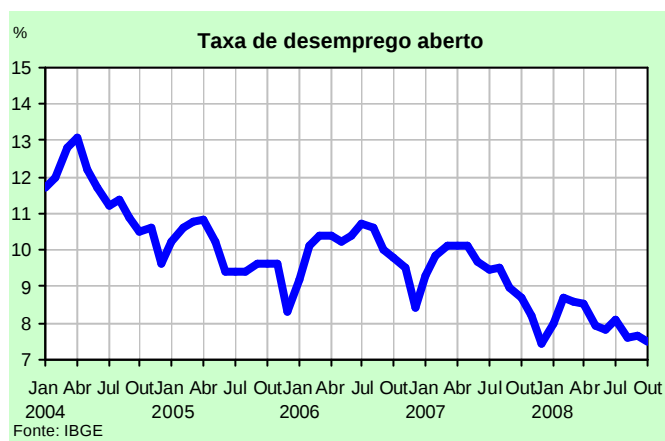
no trimestre encerrado em novembro, em relação ao finalizado em agosto. A elevação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) atingiu 1,53%, recuando 1,11 p.p. no período, resultado de reduções generalizadas nas variações de seus componentes. No mesmo sentido, o Índice de preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou 1,07% no trimestre encerrado em novembro, ante 1,56%

naquele finalizado em agosto, refletindo reduções nas variações dos preços livres, de 1,72% para 1,28%, e dos preços monitorados, de 1,18% para 0,59%. A variação do indicador no trimestre resultou de expansões mensais de 0,26% em setembro, menor taxa do ano; 0,45% em outubro; e 0,36% em novembro.



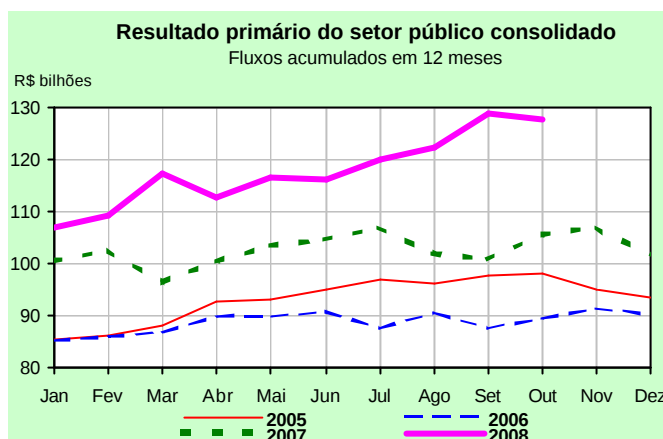
5. A taxa de desemprego atingiu, em média, 7,6% no trimestre encerrado em

outubro, ante 8% no finalizado em julho e 9,1% no período correspondente de 2007, de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, que abrange seis regiões metropolitanas. A taxa de desemprego registrou recuo de 1,6 p.p. nos dez primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2007, reflexo de expansões de 3,9% no nível de ocupação e de 2,2% na PEA, representando redução de 14,5% no número de desempregados. Nesse período, o número de trabalhadores com carteira assinada cresceu 8,1%, enquanto o contingente de trabalhadores sem carteira assinada do setor privado permaneceu estável, resultando em taxa de formalização do emprego – definida como a razão entre o número de empregados com carteira assinada no setor privado e o número total de ocupados – de 44,4% em outubro, maior percentual da série iniciada em março de 2002. O aumento da formalidade no mercado de trabalho é ratificado pelas estatísticas do Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), que registraram elevação de 6,5% no nível de emprego formal nos dez primeiros meses de 2008, em relação a igual período do ano anterior. Foram criados, no ano, 2.148 mil postos de trabalho com carteira assinada, dos quais 726,1 mil no setor de serviços; 532,7 mil na indústria de transformação; 319,4 mil no comércio; e 303 mil na construção civil. Ressalte-se que foram gerados 61,4 mil postos em



outubro, menor resultado para o período desde 2002, ante média mensal de 231,8 mil postos nos nove primeiros meses do ano, evidenciando a adoção de uma postura de cautela por parte dos empregadores diante da intensificação da crise financeira internacional.

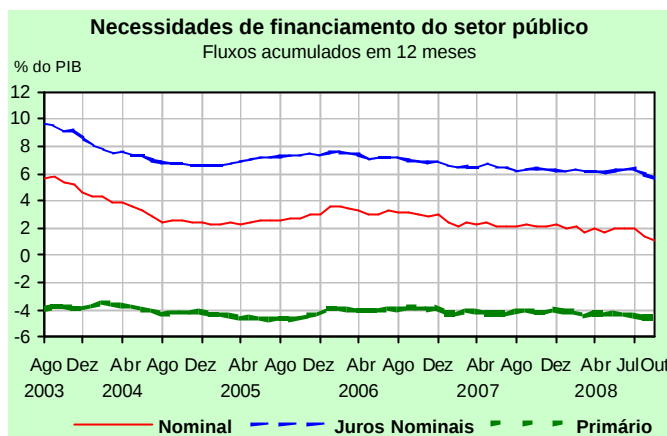
6. O superávit primário do setor público consolidado totalizou R\$127,9 bilhões no período de doze meses encerrado em outubro e acumulou R\$132,9 bilhões nos dez primeiros meses do ano, o que representa aumento de 0,54 p.p. do PIB relativamente a igual período de 2007. A evolução do resultado no ano refletiu aumento de 1,01 p.p. no superávit do Governo Central e recuos respectivos de 0,14 p.p. e 0,33 p.p. nos registrados pelos governos regionais e das empresas



estatais. A melhora no resultado do Governo Central traduziu crescimento no superávit do governo federal e redução no déficit da Previdência Social, tendo contribuído, em ambos os casos, o crescimento maior das receitas em relação às despesas, em linha com o desempenho favorável da economia no período. As receitas do Governo Central, excluídas as transferências a estados e municípios, cresceram 17,6% em relação aos dez primeiros meses de 2007, enquanto as despesas elevaram-se 11%. As receitas do Tesouro Nacional aumentaram 19,1%, para R\$463,7bilhões, situando-se 0,7 p.p. do PIB acima do patamar assinalado de janeiro a outubro do ano anterior, enquanto as despesas totalizaram R\$392,1 bilhões, recuando 0,26 p.p. do PIB. O déficit primário da Previdência Social reduziu-se 0,41 p.p. do PIB em relação aos dez primeiros meses de 2007, reflexo de acréscimo de 0,18 p.p. do PIB na arrecadação líquida, impulsionada pelo crescimento da massa salarial no período, e de recuo de 0,23 p.p. do PIB nos benefícios pagos. As transferências totais para os governos regionais elevaram-se 23,3% nos dez primeiros meses de 2008, em relação a igual período ano anterior, evolução consistente com os aumentos registrados nas arrecadações relativas ao Imposto de Renda e ao IPI, impostos que compõem a base dos fundos de participação dos estados e municípios, e no preço internacional do petróleo, com desdobramentos sobre o volume de royalties e da participação especial pela exploração de petróleo e gás natural.

7. A apropriação de juros nominais totalizou R\$159 bilhões no período de doze meses encerrado em outubro.

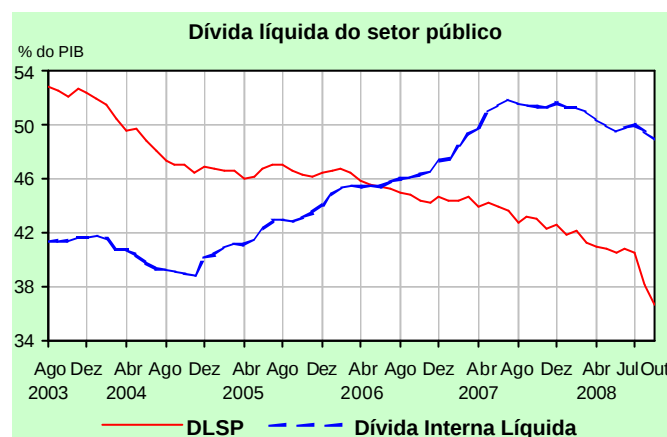
Considerados os dez primeiros meses do ano, os juros nominais somaram R\$134,7 bilhões, 5,68% do PIB, reduzindo-se 0,75 p.p. em relação ao mesmo período de 2007, recuo associado à reversão do resultado das operações de *swap* cambial, que passou de perda financeira de R\$8,9 bilhões, para ganho de R\$6,4 bilhões, no período. O déficit nominal do setor público,



evidenciando o crescimento do superávit primário e a menor apropriação de juros, passou de R\$28,7 bilhões, 1,36% do PIB, nos dez primeiros meses de 2007, para R\$1,8 bilhão, 0,08% do PIB, no mesmo período de 2008, constituindo-se no melhor resultado da série iniciada em 1991. Esse déficit foi financiado com expansão da dívida mobiliária, compensada, em parte, por reduções líquidas das demais fontes de financiamento interno – que incluem a base monetária e a dívida bancária – e externo.

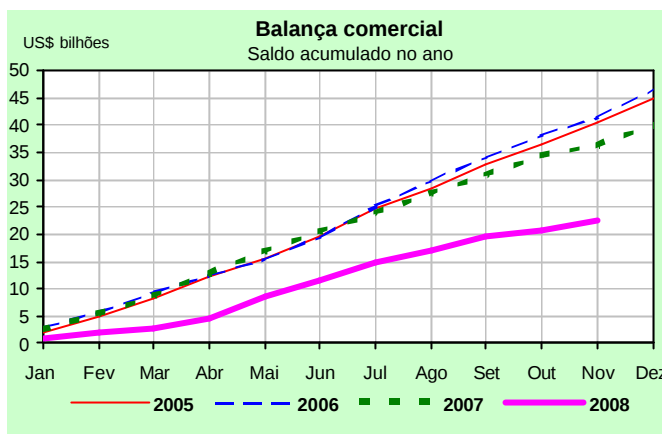
8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.088,6 bilhões em outubro, 36,6% do PIB, reduzindo-se em 6 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2007.

Por segmentos, as dívidas líquidas do Governo Central, dos governos regionais e das empresas estatais registraram reduções respectivas de 5,3 p.p., de 0,2 p.p. e de 0,5 p.p. do PIB, no período. O comportamento da relação DLSP/PIB em 2008 traduziu os efeitos do superávit primário, do crescimento do PIB

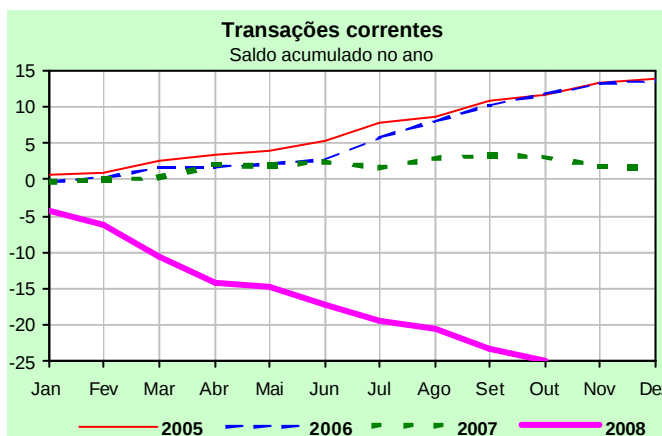


valorizado e dos ajustes decorrentes da depreciação cambial de 19,4% registrada no período, cujos impactos favoráveis mostraram-se mais intensos do que o proporcionado pela apropriação de juros nominais apropriados. Ressalte-se que a depreciação cambial registrada nos dez primeiros meses do ano respondeu por 2,1 p.p. da redução experimentada pela relação DLSP/PIB, no período. A composição da DLSP ao longo do ano refletiu, em especial, o crescimento das emissões líquidas de títulos indexados ao IPCA e à taxa Selic, que passaram a representar, na ordem, 26,2% e 64,6% da dívida líquida, ante, 20,4% e 48,7% ao final de 2007. A participação da parcela pré-fixada da DLSP recuou de 40,6% para 35,5%, no mesmo período, evidenciando a deterioração das expectativas inflacionárias.

9. As exportações somaram US\$14,8 bilhões e as importações, US\$13,1 bilhões, em novembro, valores recordes para o mês, gerando superávit de US\$1,6 bilhão e corrente de comércio de US\$27,9 bilhões. As vendas externas atingiram US\$184 bilhões nos onze primeiros meses do ano, elevando-se 25,8% em relação a igual período de 2007, enquanto as compras externas cresceram 46,9%, para US\$162 bilhões, determinando recuo de 38,3% no superávit comercial, que totalizou US\$22,5 bilhões. A média diária das exportações aumentou 25,2% nos onze primeiros meses de 2008, em relação ao período correspondente de 2007, refletindo expansões nos embarques de produtos básicos, 45,5%; semimanufaturados; 27%; e manufaturados, 10,9%. A média diária das importações cresceu 46,3%, no período, impulsionada pelos crescimentos nas compras de combustíveis e lubrificantes, 62%, reflexo do patamar elevado dos preços do petróleo nos três primeiros trimestres do ano; bens de consumo duráveis, 57,3%; bens de capital, 44,4%; matérias-primas e produtos intermediários, 43%; e bens de consumo não-duráveis, 26,1%. De acordo com a Funcex, os preços das exportações cresceram 29,7% de janeiro a outubro de 2008, em relação a igual período de 2007, contrastando com o recuo de 1,7% nas quantidades exportadas, enquanto as quantidades e os preços das importações registraram aumentos respectivos de 22,1% e 23,8%, no período

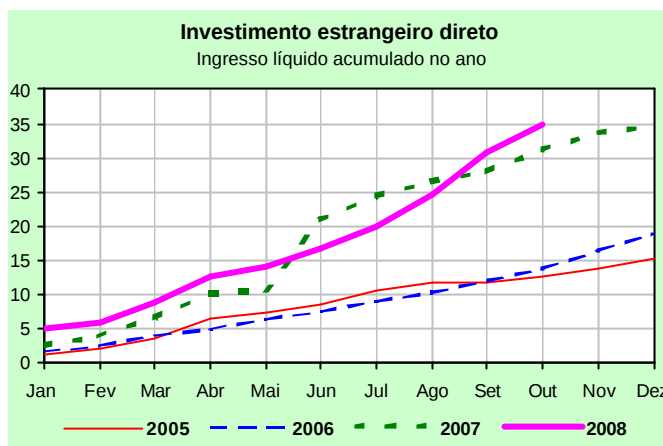


10. O déficit em transações correntes atingiu US\$24,8 bilhões nos dez primeiros meses do ano, ante superávit de US\$3,5 bilhões em igual período de 2007, resultado decorrente de redução de 39,3% no superávit comercial e de aumentos respectivos de 31,5% e de 49% nas remessas líquidas de serviços e de rendas, que somaram, na ordem, US\$14,1 bilhões e US\$34,9 bilhões, de janeiro a outubro de 2008. As despesas líquidas relativas a viagens internacionais totalizaram US\$4,9 bilhões, elevando-se US\$2,4 bilhões no período, evolução consistente com o aumento registrado na renda disponível e com a trajetória de apreciação da taxa de câmbio até aquela data; as remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$29,3 bilhões, aumentando 70,6% em relação ao período correspondente de 2007, com ênfase nos crescimentos respectivos de 65,9% e 69% nas



despesas brutas relacionadas a remessas de lucros e dividendos relativos a investimentos estrangeiros diretos e em carteira; e as despesas líquidas com juros, consistentes com a trajetória do endividamento externo e com o volume das reservas internacionais, totalizaram US\$6 bilhões no ano até outubro, recuando 9,2% no período comparativo. As transferências unilaterais líquidas somaram US\$3,3 bilhões nos dez primeiros meses de 2008, elevando-se 2,7% em relação ao período equivalente do ano anterior.

11. A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou déficit de US\$8,5 bilhões em outubro, acumulando superávit de US\$40,9 bilhões no ano. Os investimentos brasileiros diretos no exterior, evidenciando a continuidade do processo de internacionalização das empresas brasileiras, apresentaram saídas líquidas de US\$15,6 bilhões nos primeiros dez meses de 2008, dos quais US\$10,2 bilhões referentes à participação no capital e US\$5,4 bilhões à concessão líquida de empréstimos intercompanhia. Os ingressos líquidos de IED somaram US\$34,7 bilhões no período, registrando-se ingressos líquidos em participação no capital de US\$22,8 bilhões e empréstimos intercompanhias de US\$12 bilhões. Os investimentos estrangeiros em carteira, em linha com a situação econômica mundial e os conseqüentes aumentos das incertezas e da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, foram deficitários em US\$7,9 bilhões em outubro, totalizando ingressos líquidos de US\$9,1 bilhões nos dez primeiros meses do ano. Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no exterior apresentaram amortizações líquidas de US\$1,1 bilhão de janeiro a outubro de 2008.



12. As reservas internacionais, no conceito de liquidez, cresceram US\$26 bilhões no período de janeiro a novembro de 2008, totalizando US\$206 bilhões. O Banco Central comprou liquidamente US\$691 milhões no mercado de câmbio, nesse período. Entre as operações externas, sobressaíram os desembolsos de US\$525 milhões em bônus da República e de US\$766 milhões provenientes do Bird, além das amortizações de US\$3,2 bilhões de bônus soberanos, incluindo-se,



neste último, US\$1,1 bilhão referente às operações de recompra de títulos da dívida externa por parte do Tesouro Nacional. As despesas de juros de bônus somaram US\$4,3 bilhões, enquanto a receita com a remuneração das reservas atingiu US\$6,6 bilhões, perfazendo receita líquida de juros de US\$2,3 bilhões. As liquidações de compras do Tesouro Nacional somaram US\$7,5 bilhões, enquanto as demais operações geraram receita de US\$5,7 bilhões. O estoque de linhas com recompra e de operações de empréstimo em moedas estrangeiras montava US\$11,7 bilhões em novembro.

B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2008

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 2008.

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$137,5 bilhões em setembro, com alta de 2,7% no mês e de 11,7% em 12 meses. O papel-moeda emitido somou R\$98,2 bilhões, resultando em elevação de 3% no mês e de 17% em relação a setembro do ano anterior. As reservas bancárias alcançaram R\$39,3 bilhões, expandindo 2% no mês e 0,1% 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 12% nos 12 meses encerrados em setembro, totalizando R\$1,76 trilhão, no conceito de saldos em final de período. Esse resultado refletiu aumentos de 13,8% na base restrita, de 11% no saldo de títulos públicos federais e de 24,2% nos depósitos compulsórios em espécie.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2008^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	176,5 - 238,8	18,1	193,4	10,0
Base restrita ^{3/}	123,8 - 167,4	18,2	137,5	11,7
Base ampliada ^{4/}	1 672,1 - 1 962,9	15,7	1 760,1	12,0
M4 ^{4/}	1 832,0 - 2 478,5	19,1	2 150,4	18,9

^{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\$193,4 bilhões em setembro, elevando-se 2,9% no mês e 10% em 12 meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$79,9 bilhões, com aumentos de 3,9% no mês e 17,2% em 12 meses, e os depósitos à vista alcançaram R\$113,5 bilhões, com acréscimos respectivos de 2,2% e de 5,5%.

17. O agregado monetário M4, em final de período, apresentou elevação mensal de 1,2% em setembro, totalizando R\$2,15 trilhões. O aumento acumulado em 12 meses totalizou 18,9%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$22,8 bilhões no terceiro trimestre de 2008, resultante de resgates líquidas de R\$63,5 bilhões em títulos do Tesouro Nacional, no mercado primário, e de venda líquida de R\$40,7 bilhões, no mercado secundário.

19. Em julho, o Copom avaliou que, diante dos sinais de aquecimento da economia, como ilustravam a aceleração dos preços no atacado e a trajetória dos núcleos de inflação, e da rápida elevação das expectativas de inflação, eram relevantes os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltasse a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas. O Copom considerou, também, que a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas vinham exacerbando o risco para a dinâmica inflacionária. Nessas circunstâncias, em que a política monetária deve atuar vigorosamente, enquanto o balanço dos riscos para a dinâmica inflacionária assim o requerer, por meio do ajuste da taxa básica de juros, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 13,00% ao ano, sem viés. Na reunião de setembro, parte do Comitê avaliou que, desde a última reunião, haviam se acumulado sinais de acentuada deterioração da atividade nas economias centrais, acarretando certa melhora nas perspectivas inflacionárias globais, em parte em função da queda dos preços de commodities. Esse cenário teria possíveis impactos contracionistas, inclusive por meio dos desdobramentos da desalavancagem financeira sobre as condições creditícias, que se somariam aos efeitos defasados da política monetária sobre a atividade econômica no país, com implicações para o cenário inflacionário prospectivo. Dessa forma, esses membros do Copom consideraram que seria mais apropriado, já neste momento, elevar a taxa básica em 50 p.b. A maioria do Comitê, entretanto, considerou que, em que pese a deterioração das perspectivas para o crescimento econômico mundial, os riscos para a materialização de um cenário inflacionário benigno no país não apresentaram ainda melhora suficientemente convincente. Em particular, esses membros do comitê avaliaram que não haviam se acumulado sinais consistentes de redução do descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta, como evidenciava o uso intenso dos fatores produtivos, e que a ancoragem das expectativas à trajetória de metas precisaria ser reforçada. Nesse contexto, esses membros do Copom consideraram ser mais adequado incrementar a taxa básica em 75 p.b. Assim, o Copom decidiu elevar a taxa Selic para 13,75% ao ano, sem viés.

C. Política monetária no bimestre outubro-novembro de 2008

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$130,6 bilhões em novembro, com redução de 6,6% em relação a outubro e aumento de 2,5% em 12 meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as reservas bancárias diminuíram, na ordem, 25,1% e 27,1%, situando-se em R\$30,1 bilhões, enquanto o saldo de papel-moeda emitido cresceu 0,9% e 16,7%, respectivamente, atingindo R\$100,5 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,74 trilhão em novembro, com redução de 0,6% no mês e aumento de 8,8% em 12 meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 1,9% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie; de 1,1% na base restrita; e de 10% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$195,4 bilhões em novembro, com redução de 0,3% no mês e aumento de 6,3% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$81,2 bilhões, apresentando expansão de 0,7% no mês e de 17% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$114,2 bilhões, com reduções respectivas de 1% e 0,1%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$2,19 trilhões em novembro, registrando aumentos de 1,7% no mês e de 18,1% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2008 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/}	191,6 - 259,3	7,1	195,4	6,3
Base restrita ^{3/}	136,0 - 184,1	11,4	130,6	2,5
Base ampliada ^{4/}	1 672,4 - 1 963,2	12,4	1 744,8	8,8
M4 ^{4/}	1 867,9 - 2 527,1	16,6	2 192,4	18,1

^{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, exerceram impacto expansionista de R\$32,9 bilhões no bimestre outubro-novembro. Esse resultado decorreu de atuação expansionista do Tesouro Nacional tanto no mercado primário, R\$14,7 bilhões, como no mercado secundário, R\$18,2 bilhões.

25. Em outubro, o Copom considerou que as perspectivas em relação à evolução da atividade econômica haviam se tornado mais incertas desde a reunião realizada no mês anterior. Em particular, os efeitos da crise internacional sobre as condições financeiras internas indicavam que a contribuição do crédito para a sustentação da demanda doméstica poderia arrefecer de forma mais intensa do que seria determinada exclusivamente pelos efeitos da política monetária. Adicionalmente, foram avaliados os efeitos negativos da intensificação da crise internacional sobre a confiança dos consumidores e empresários. O Comitê assinalou, ainda, que embora acomodação dos preços de commodities pudesse contribuir para evitar que as pressões inflacionárias se intensificassem ainda mais, o ritmo de expansão da demanda doméstica seguia colocando riscos importantes para a dinâmica inflacionária, aos quais se somavam, particularmente no curto prazo, os riscos derivados da trajetória dos preços de ativos brasileiros, em meio a um processo de estreitamento das fontes de financiamento externo. Nesse contexto, entendendo que a consolidação de condições financeiras mais restritivas pode ampliar os efeitos da política monetária sobre a demanda e, ao longo do tempo, sobre a inflação, o Copom decidiu por unanimidade, manter a taxa Selic em 13,75% a.a., sem viés. Em dezembro, o Copom avaliou que as alterações registradas nos ambientes externo e interno desde a reunião realizada em outubro não justificavam, ainda, redução na taxa de juros, que foi mantida, por unanimidade, em 13,75% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
18.1.2006	-	17,25
8.3.2006	-	16,50
19.4.2006	-	15,75
31.5.2006	-	15,25
19.7.2006	-	14,75
30.8.2006	-	14,25
18.10.2006	-	13,75
29.11.2006	-	13,25
24.1.2007	-	13,00
7.3.2007	-	12,75
18.4.2007	-	12,50
6.6.2007	-	12,00
18.7.2007	-	11,50
5.9.2007	-	11,25
17.10.2007	-	11,25
5.12.2007	-	11,25
23.1.2008	-	11,25
5.3.2008	-	11,25
16.4.2008	-	11,75
4.6.2008	-	12,25
23.7.2008	-	13,00
10.9.2008	-	13,75
29.10.2008	-	13,75
10.12.2008	-	13,75

^{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 2009

26. Os mercados financeiros experimentaram forte pressão a partir de setembro, evidenciada tanto pela apreciação acentuada e generalizada do dólar norte-americano em relação às moedas das principais economias maduras – com exceção do iene – e emergentes, quanto pelas perdas expressivas registradas nos índices das principais bolsas de valores e pelo aumento acentuado da aversão ao risco, expresso nos patamares elevados dos spreads de crédito bancário, corporativo e soberano.

27. A atual deterioração do cenário econômico mundial incorpora contornos mais relevantes se considerado que representa o agravamento de uma crise que, contrastando com os episódios registrados nas últimas décadas, originou-se no mercado financeiro norte-americano e não de problemas específicos em economias emergentes. Tem-se caracterizado pela consolidação das perspectivas de redução acentuada do crescimento da economia global, justificada pela propagação da mencionada crise sobre os mercados financeiros das demais economias maduras, em uma conjuntura onde o nível da atividade econômica já apresentava aspectos recessivos nas maiores economias desenvolvidas e de desaceleração em diversas economias emergentes.

28. Neste ambiente, em que a manutenção dos sólidos fundamentos macroeconômicos observados na economia brasileira não se constitui em condição suficiente para evitar que desdobramentos da severa crise mundial se propaguem internamente, ainda que amenize tal processo, as perspectivas referentes à evolução do nível da atividade no último trimestre de 2008 e em 2009 mostram-se menos favoráveis em relação ao cenário desenhado na programação monetária anterior, projetando-se, em linha com as reduções já observadas nos níveis de otimismo tanto de consumidores quanto de empresários, relativa acomodação no ritmo de crescimento da indústria, das vendas varejistas e dos indicadores de emprego.

29. Até o trimestre encerrado em setembro, o ritmo de crescimento da atividade econômica permaneceu em patamar elevado, sustentado pelo dinamismo da demanda interna, conforme expresso nos aumentos dos indicadores relacionados ao nível do produto e naqueles que evidenciam o comportamento da demanda, a exemplo das vendas varejistas. Nesse ambiente, em que as expectativas mantinham-se, igualmente, em patamar elevado, os indicadores de emprego persistiram evidenciando as melhoras quantitativas e qualitativas registradas no mercado de trabalho.

30. Os primeiros resultados relativos ao quarto trimestre, captando, parcialmente, os impactos do novo ambiente internacional sobre a economia doméstica, passaram a evidenciar arrefecimento na produção da indústria, no nível dos investimentos e, em menor intensidade, nos indicadores do mercado de trabalho, que respondem a situações de estresse com maior defasagem.

31. Essa trajetória, consistente com o momento de incertezas experimentado pela economia mundial, caracterizado pelo aumento expressivo da aversão ao risco e pela conseqüente restrição ao crédito, estará associada à extensão e à intensidade da crise nos mercados financeiros internacionais. Esta deve impactar com maior intensidade os segmentos mais sensíveis às condições de crédito e ao patamar da taxa de câmbio.

32. A acentuada contração da liquidez em escala global traduziu-se na restrição ao acesso de bancos e empresas nacionais à linhas de crédito externas, bem como, em ambiente de crescente aversão ao risco, na redução das operações no mercado interbancário doméstico. Neste cenário, o Banco Central adotou medidas objetivando prover liquidez em moeda estrangeira, ao tempo em que promoveu alterações nas regras relativas aos recolhimentos compulsórios, inclusive estabelecendo incentivos à negociação de ativos entre instituições financeiras.

33. Nesse contexto, a trajetória expansionista do crédito, embora ainda se sustente em patamar elevado, passou a apresentar tendência de arrefecimento, com ênfase na desaceleração registrada nas operações com pessoas físicas relativas às modalidades crédito consignado e aquisição de veículos, que vinham registrando expansão mais significativa ao longo dos últimos anos. Ressalte-se que o arrefecimento nessas operações reflete, do lado da oferta, a maior seletividade nas concessões, e, relativamente à demanda, condicionada pela elevação das taxas de juros e encurtamento dos prazos, deve ser incorporado o impacto da redução do otimismo dos consumidores sobre suas decisões a respeito de comprometimento da renda. As operações de crédito no segmento de pessoas jurídicas, revelando aumento na demanda por recursos junto ao sistema bancário, mantiveram crescimento ainda robusto, em linha com a evolução do nível de atividade econômica.

34. A evolução da arrecadação dos governos federal e regionais seguiu refletindo a trajetória recente do nível de atividade interna, proporcionando que os superávits primários acumulados no ano e em doze meses se mantivessem em nível compatível com a meta estabelecida para 2008. Com a perspectiva de menor crescimento no próximo ano, o impacto sobre as receitas públicas não pode ser desprezado, assim como o eventual impacto sobre as despesas sociais que poderá advir da elevação de demandas como o seguro-desemprego. A reestimativa de receitas e despesas para o próximo ano, visando a preservação do superávit primário, indica o enfrentamento da questão, com a manutenção da responsabilidade fiscal e dos objetivos de redução da relação DLSP/PIB. Por outro lado, a composição do endividamento líquido do setor público revela-se confortável comparativamente a situações anteriores de stress no mercado internacional, tendo em vista o expressivo volume de créditos líquidos atrelados ao câmbio.

35. O desempenho das contas externas nos dez primeiros meses do ano sugere que o financiamento do balanço de pagamentos ocorrerá sem dificuldades em 2008, resultado favorecido pelos fluxos líquidos de IED, que deverão superar os registrados 2007, e pela rolagem da dívida privada que, em função do ocorrido de janeiro a outubro, deverá manter-se acima de 100%.

36. As projeções para 2009 consideram que a restrição do crédito externo e a redução no ritmo da atividade econômica internacional deverão provocar a deterioração do resultado do balanço de pagamentos. Deverão persistir, no entanto, condições adequadas ao seu financiamento, favorecidas pelo patamar das reservas internacionais e pelas antecipações de contratações feitas pelo Tesouro Nacional, que reduzem, significativamente, os riscos relativos ao atendimento do serviço da dívida externa. O setor privado enfrentará condições mais adversas para a renovação de empréstimos em relação às experimentadas nos últimos cinco anos, com impactos negativos sobre os prazos e os custos contratados.

37. A reversão registrada nas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos em 2008 esteve condicionada ao desempenho das transações correntes ao longo do ano. Para 2009, em ambiente de redução no nível de atividade da economia mundial e de maior restrição às concessões de crédito, o resultado corrente estará influenciado, no âmbito da balança comercial, por possíveis reduções nas exportações – cuja extensão estará associada ao comportamento dos preços das commodities e à magnitude e duração da retração da atividade econômica nos principais mercados de destino dos produtos brasileiros – e nas importações, estas evidenciando tanto a elevação de preços inerente à depreciação do real, quanto a desaceleração na atividade interna. Em relação à conta serviços, o déficit em transportes deverá recuar, em linha com a redução da corrente de comércio; enquanto o saldo negativo em viagens internacionais deverá apresentar redução expressiva, refletindo tanto a trajetória da taxa de câmbio quanto o impacto do efeito riqueza sobre estes gastos. As despesas líquidas de renda serão afetadas pelo declínio previsto nas remessas líquidas de lucros e dividendos e pelos efeitos combinados da taxa de câmbio mais depreciada, da diminuição da rentabilidade das empresas e das perdas dos investidores estrangeiros em renda variável, que traduzem em redução dos estoques de investimentos.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2009

38. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2009 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente tanto com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação, quanto com as alterações registradas, recentemente, na estrutura das alíquotas dos depósitos compulsórios.

Quadro 3. Programação monetária para o primeiro trimestre e para ano de 2009^{1/}

R\$ bilhões

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	187,3 - 219,8	9,7	221,5 - 260,0	8,9
Base restrita ^{3/}	116,5 - 157,6	4,8	138,8 - 187,8	9,0
Base ampliada ^{4/}	1 670,0 - 1 960,4	8,5	1 839,7 - 2 159,6	13,5
M4 ^{4/}	1 946,3 - 2 633,2	17,3	2 139,8 - 2 895,0	13,5

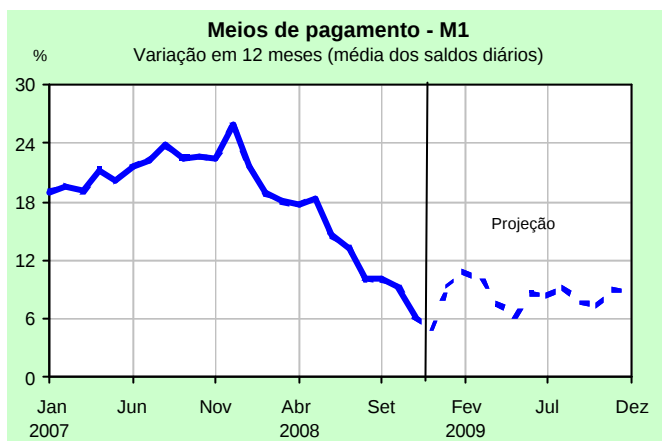
^{1/} Refere-se ao último mês do período.

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

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

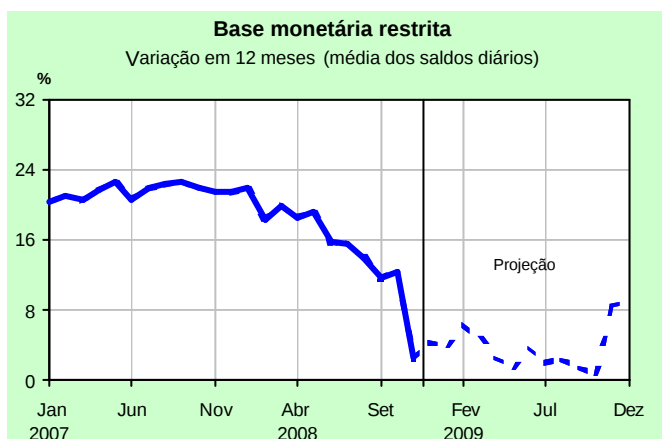
^{4/} Saldos em fim de período.

39. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 9,7% para março e em 8,9% para dezembro de 2009.

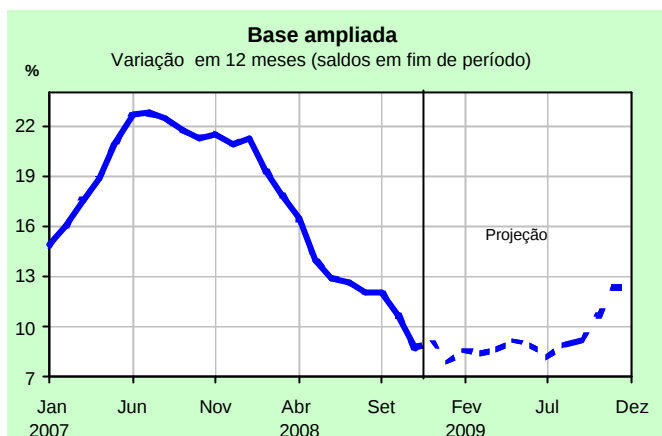


40. Considerou-se ainda, como variáveis exógenas para a projeção dos meios de pagamento, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições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

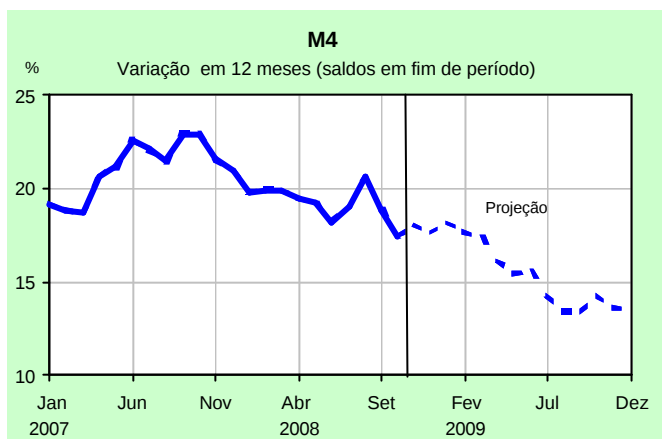
41. Tendo em vista as projeções feitas para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 4,8% em março e de 9% em dezembro de 2009.



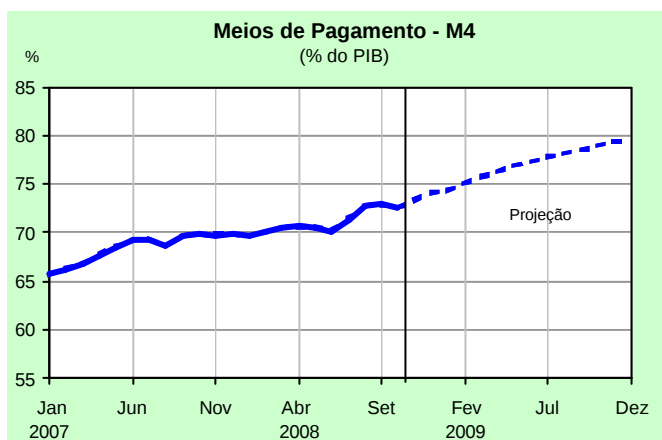
42. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 8,5% em março e 13,5% em dezembro de 2009.



43. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em 12 meses esperado para o M4 corresponde a 17,4% em março e 13,5% em dezembro de 2009.



44. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar, em 2009, expansão consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



45. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre outubro/novembro de 2008, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre e para o ano de 2009.

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

Discriminação	2008		2009 ^{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/}	195,4	6,3	203,5	9,7	240,8	8,9
Base restrita ^{4/}	130,6	2,5	137,1	4,8	163,3	9,0
Base ampliada ^{5/}	1 744,8	8,8	1 815,2	8,5	1 999,7	13,5
M4 ^{5/}	2 192,4	18,1	2 289,8	17,3	2 517,4	13,5

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^{1/}

Discriminação	2008		2009 ^{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/}	1,496	3,7	1,485	4,7	1,474	-0,1
Res. bancárias / dep. vista ^{3/}	0,263	-27,0	0,266	-25,9	0,259	0,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,415	10,0	0,419	6,7	0,428	0,1
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,257	8,5	1,261	8,2	1,259	0,1

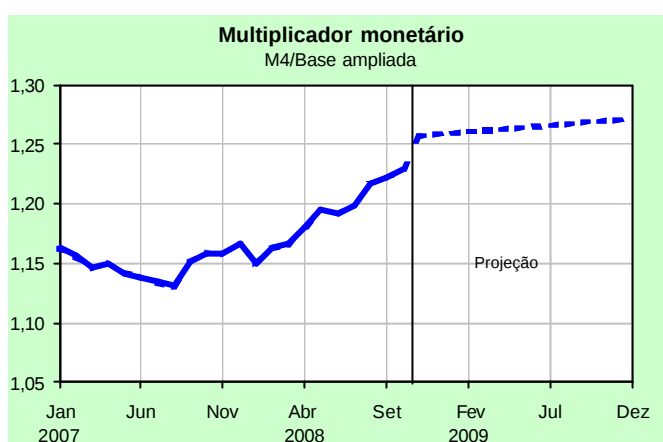
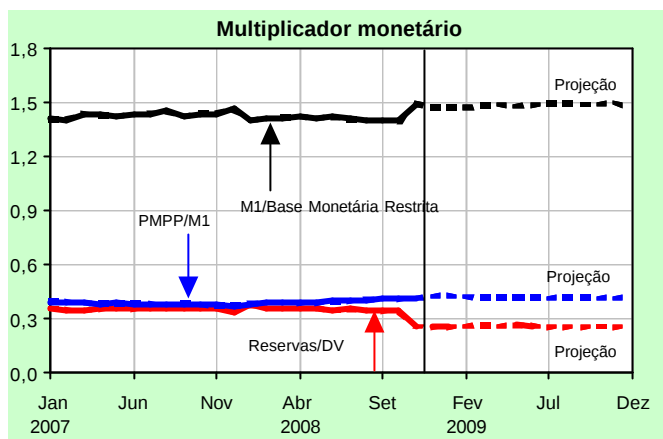
1/ Refere-se ao último mês do período.

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 primeiro trimestre e do ano de 2009.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2008^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	176,5 - 238,8	18,1	193,4	10,0
Base restrita ^{3/}	123,8 - 167,4	18,2	137,5	11,7
Base ampliada ^{4/}	1 672,1 - 1 962,9	15,7	1 760,1	12,0
M4 ^{4/}	1 832,0 - 2 478,5	19,1	2 150,4	18,9

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 2008 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/}	191,6 - 259,3	7,1	195,4	6,3
Base restrita ^{3/}	136,0 - 184,1	11,4	130,6	2,5
Base ampliada ^{4/}	1 672,4 - 1 963,2	12,4	1 744,8	8,8
M4 ^{4/}	1 867,9 - 2 527,1	16,6	2 192,4	18,1

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 primeiro trimestre e para ano de 2009^{1/}

R\$ bilhões

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	187,3 - 219,8	9,7	221,5 - 260,0	8,9
Base restrita ^{3/}	116,5 - 157,6	4,8	138,8 - 187,8	9,0
Base ampliada ^{4/}	1 670,0 - 1 960,4	8,5	1 839,7 - 2 159,6	13,5
M4 ^{4/}	1 946,3 - 2 633,2	17,3	2 139,8 - 2 895,0	13,5

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	2008		2009 ^{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/}	195,4	6,3	203,5	9,7	240,8	8,9
Base restrita ^{4/}	130,6	2,5	137,1	4,8	163,3	9,0
Base ampliada ^{5/}	1 744,8	8,8	1 815,2	8,5	1 999,7	13,5
M4 ^{5/}	2 192,4	18,1	2 289,8	17,3	2 517,4	13,5

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	2008		2009 ^{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/}	1,496	3,7	1,485	4,7	1,474	-0,1
Res. bancárias / dep. vista ^{3/}	0,263	-27,0	0,266	-25,9	0,259	0,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,415	10,0	0,419	6,7	0,428	0,1
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,257	8,5	1,261	8,2	1,259	0,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

Glossário

Base monetária: passivo monetário do Banco Central, também conhecido como emissão primária de moeda. Inclui o total de cédulas e moedas em circulação e os recursos da conta “Reservas Bancárias”. É a principal variável de política monetária, refletindo o resultado líquido de todas as operações ativas e passivas do Banco Central.

Fatores condicionantes da base monetária: refere-se às fontes de criação (emissão de moeda pelo Banco Central) ou destruição (recolhimento de moeda pelo Banco Central) de moeda primária (base monetária). Toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em entrega de papel-moeda e/ou crédito em contas de “Reservas Bancárias” significa expansão monetária e é apresentada com sinal positivo. Ao contrário, toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em recebimento e/ou débito em contas de “Reservas Bancárias” significa contração monetária e é apresentada com sinal negativo. Deve-se ressaltar a diferença entre fabricação e emissão de moeda: a fabricação é um processo fabril de cédulas e moedas e a emissão é um processo econômico que resulta em crescimento da oferta monetária, tanto física (cédulas e moedas) quanto escritural (Reservas Bancárias).

Base monetária ampliada: conceito amplo de base monetária foi introduzido no Plano Real com o pressuposto de que agregados mais amplos sejam melhor correlacionados com os preços na economia brasileira, visto que mais perfeitamente captam a substitutibilidade entre a moeda, em seu conceito mais restrito, e os demais ativos financeiros. Inclui, além da base restrita, os principais passivos do Banco Central e do Tesouro Nacional (compulsórios e títulos federais).

Meios de pagamento: conceito restrito de moeda (M1). Representa o volume de recursos prontamente disponíveis para o pagamento de bens e serviços. Inclui o papel-moeda em poder do público, isto é, as cédulas e moedas metálicas detidas pelos indivíduos e empresas não financeiras e, ainda, os seus depósitos à vista efetivamente movimentáveis por cheques. Com a redução da inflação, a partir da introdução do real, ocorreu forte crescimento dos meios de pagamento no conceito restrito, processo esse conhecido como remonetização, resultante da recuperação da credibilidade da moeda nacional.

Meios de pagamento ampliados: inclui moeda legal e quase-moeda, correspondendo aos instrumentos de elevada liquidez, em sentido amplo. O M2 corresponde ao M1 mais as emissões de alta liquidez realizadas primariamente no mercado interno por instituições depositárias – as que realizam multiplicação de crédito. O M3 é composto pelo M2 e as captações internas por intermédio dos fundos de renda fixa e das carteiras de títulos públicos federais registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). O M4 agrega o M3 e a carteira livre de títulos públicos do setor não financeiro.

Depósitos compulsórios de instituições financeiras: refere-se aos valores recolhidos ao Banco Central e/ou mantidos pelas instituições na forma de encaixe para fins de cumprimento das diversas normas prudenciais e de controle monetário, estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Os recolhimentos “em espécie” correspondem aos valores que foram transferidos das contas “Reservas Bancárias” para outras contas de depósitos no Banco Central e que têm movimentação limitada aos períodos regulamentares, geralmente semanais, mediante demonstrativo de evolução da base de cálculo. Estes recolhimentos podem ser remunerados ou não. Os recolhimentos “em títulos” correspondem aos valores dos títulos públicos federais que foram vinculados no Selic, e que ficaram indisponíveis para negociações enquanto mantida a vinculação. Os recolhimentos “em títulos” são considerados remunerados em função da rentabilidade implícita no valor atualizado do título, não recebendo qualquer remuneração adicional por parte do Banco Central.