

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2010

Dezembro – 2009

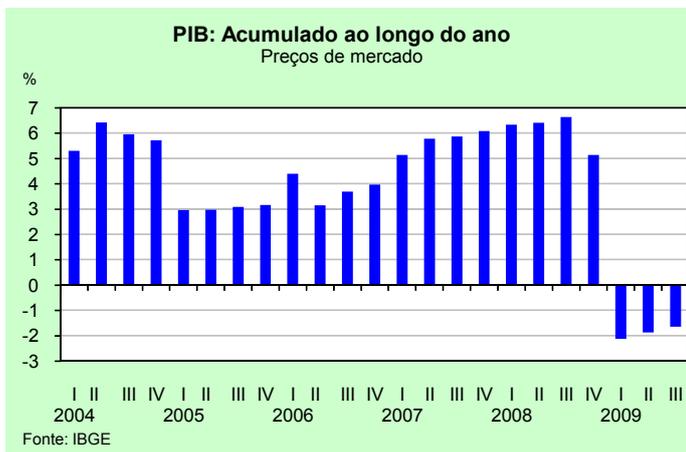


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2010

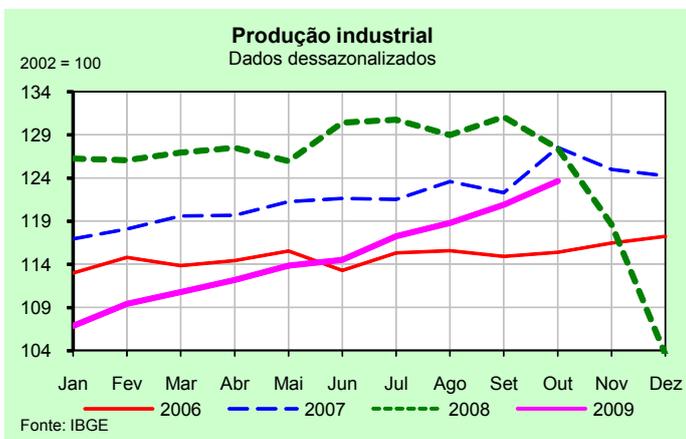
A. A economia no quarto trimestre de 2009

1. O PIB cresceu 1,3% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, se constituindo no segundo resultado positivo em sequência, nessa base de comparação, e em indicativo de esgotamento do breve processo recessivo experimentado pela economia brasileira após o acirramento da crise mundial. Sob a ótica do produto, o desempenho trimestral do PIB refletiu as variações



assinaladas na indústria, 2,9%; nos serviços, 1,6%; e na agropecuária, -2,5%, enquanto o comportamento dos componentes da demanda reforçou a relevância da demanda interna para a sustentação do produto. Sob esta ótica, ocorreram expansões na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), 6,5%; no consumo das famílias, 2%; no consumo do governo, 0,5%; nas importações, 1,8%; e nas exportações, 0,5%. O PIB apresentou retração de 1,2% em relação ao terceiro trimestre de 2008, evolução consistente com as contribuições exercidas pela demanda interna, -2 p.p., refletindo as variações assinaladas no consumo das famílias, 3,9%; no consumo do governo, 1,6%; e na FBCF, -12,5%, e pela demanda externa, 0,8 p.p., esta evidenciando recuos de 15,8% nas importações e de 10,1% nas exportações. Considerada a ótica da produção, a agropecuária e a indústria registraram recuos respectivos de 9% e 6,9% no terceiro trimestre, em relação a igual período de 2008, enquanto o setor de serviços, evidenciando a recuperação da demanda interna, cresceu 2,1%.

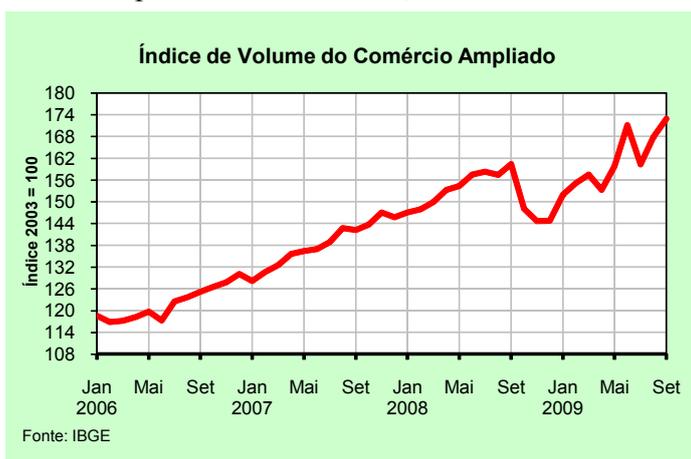
2. A produção da indústria geral aumentou 5,1% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF) do IBGE. As indústrias extrativa e de transformação registraram aumentos respectivos de 4% e 4,5%, no período. A análise da produção industrial desagregada por categorias de uso revela a ocorrência de desempenhos positivos



generalizados, no período, com ênfase nos aumentos registrados nas indústrias de bens de consumo duráveis, 8,7%, e de bens de capital, 8,4%, seguindo-se as expansões assinaladas nas categorias de bens intermediários, 3,9%, e de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 1,2%. Vale mencionar que o desempenho da indústria de bens de capital esteve influenciado pela maior flexibilização das condições de crédito e pela intensificação dos recursos disponibilizados por intermédio de linhas de financiamento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

3. As vendas no comércio ampliado aumentaram 3,5% no trimestre encer-

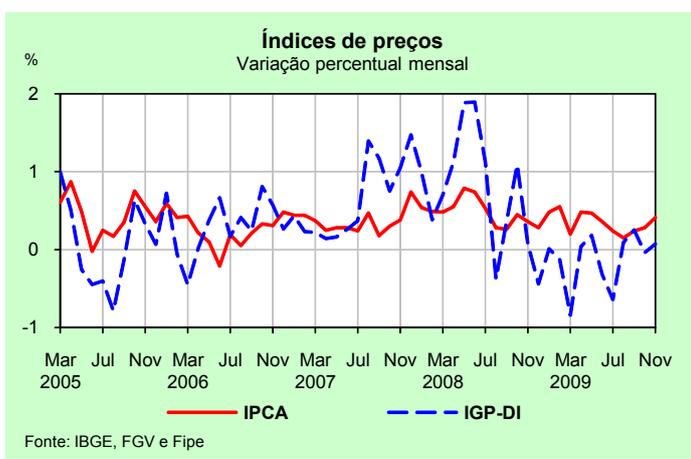
rado em setembro, em relação ao finalizado em junho, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Este resultado decorreu de expansões nas vendas de sete dos onze setores pesquisados, com ênfase nos crescimentos observados nas vendas de móveis e eletrodomésticos, 6,2%; livros, jornais, revistas



e papelaria, 5%; e automóveis, motocicletas, partes e peças, 4,1%. Vale mencionar as perspectivas favoráveis para as vendas varejistas associadas à extensão das medidas de desoneração tributária para eletrodomésticos com baixo consumo de energia, até o final de janeiro de 2010, e para modelos específicos do setor automobilístico, até o final de março. O comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção, registrou crescimento de 2,3% no período.

4. A taxa de inflação ao consumidor, medida pelo Índice de Preços ao

Consumidor Amplo (IPCA), do IBGE, apresentou aceleração no trimestre encerrado em novembro, em relação ao finalizado em agosto, ressaltando-se que este movimento, vinculado, em parte, a fatores sazonais, embora evidenciasse a pressão exercida pelo cenário de retomada do crescimento da demanda doméstica, não se constituirá, sob condições monetárias apropriadas, em risco relevante à



manutenção do ambiente de estabilidade nos preços. O IPCA registrou aumento de 0,93% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,75% naquele finalizado em agosto, refletindo

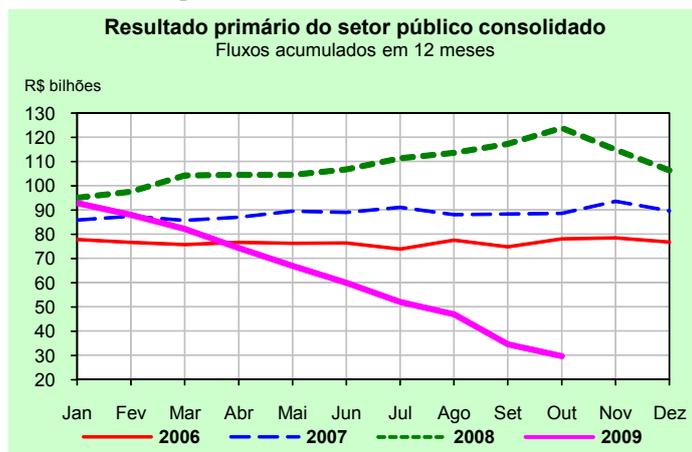
as acelerações observadas nas variações dos preços monitorados, de 0,96% para 1,20%, e dos preços livres, de 0,66% para 0,82%, esta evidenciando os aumentos de 0,02 p.p., para 0,59%, na variação dos preços dos bens não comercializáveis, e de 0,54 p.p., para 0,22%, na relativa aos bens comercializáveis. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela Fundação Getulio Vargas (FGV), aumentou 0,28% no trimestre encerrado em novembro, comparativamente à retração de 0,87% no período junho a agosto. Esta aceleração refletiu as elevações observadas no Índice de Preços por Atacado (IPA), 0,17%; no Índice de Preços ao Consumidor (IPC-Br), 0,46%; e no Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), 0,50%, ante variações respectivas de -1,72%, 0,66% e 0,91%, no trimestre encerrado em agosto.

5. A taxa de desemprego média registrada nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, atingiu 7,8% no trimestre terminado em outubro, ante 8,3% naquele finalizado em julho e 7,6% em igual período de 2008. A análise por posição na ocupação, considerada a pesquisa do IBGE, revela a continuidade da recuperação do emprego com carteira assinada, que aumentou 1,4% no trimestre encerrado em outubro, em relação a igual período



de 2008, período em que o número de empregos sem carteira assinada recuou 4,2% e o total de ocupados cresceu 0,1%. Segmentada por setores de atividade, a relativa estabilidade registrada no número de ocupados, no período, refletiu o equilíbrio entre os impactos exercidos pelo recuo de 2,1% assinalado na indústria e as expansões observadas na construção civil, 1,7%, e no comércio, 0,1%. As estatísticas do Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), evidenciam, igualmente, o processo de recuperação do emprego formal. Nesse sentido, foram criados 231 mil postos de trabalho em outubro, resultado 79% superior ao observado, em média, nos meses correspondentes de 2004 a 2008. O nível de emprego formal cresceu 2% nos dez primeiros meses do ano, com ênfase nas expansões assinaladas na construção civil, 5,8%; e nos segmentos serviços e comércio, ambas de 3,9%, contrastando com o recuo de 2,5% observado na indústria de transformação.

6. O superávit primário do setor público totalizou R\$51,5 bilhões nos dez primeiros meses do ano, representando 2,06% do PIB. A redução de 3,28 p.p. do PIB registrada em relação a igual período de 2008, refletiu a ocorrência de movimentos no mesmo sentido em todas as esferas do setor público, com ênfase no recuo de 2,77 p.p. do PIB assinalado no Governo Central, que refletiu o recuo, resultante da combinação de aumento de despesas e redução de receitas, de 2,51



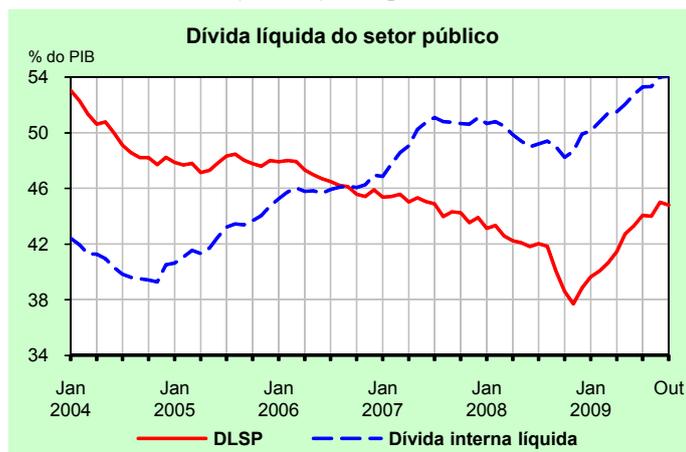
p.p. do PIB registrado no superávit do Governo Federal, e o aumento de 0,26 p.p. do PIB observado no déficit da Previdência Social. A receita bruta do Tesouro Nacional atingiu 18,1% do PIB nos dez primeiros meses do ano, ante 19,7% do PIB em igual período de 2008, enquanto as despesas totalizaram 10,9% do PIB, elevando-se 1,3 p.p., no período. O déficit primário da Previdência Social atingiu R\$41,5 bilhões no ano, até outubro, 0,26 p.p. do PIB superior ao registrado em igual período de 2008.

7. Os juros nominais do setor público, apropriados por competência, totalizaram R\$139,8 bilhões, 5,58% do PIB, nos dez primeiros meses do ano, elevando-se R\$4 bilhões em relação a igual período do ano anterior, evolução associada, em especial, ao efeito da apreciação cambial sobre os ativos indexados ao dólar. O déficit nominal do setor público passou de R\$7,6 bilhões, nos primeiros dez meses de 2008, para R\$88,3 bilhões, em igual período de 2009, aumento equivalente a



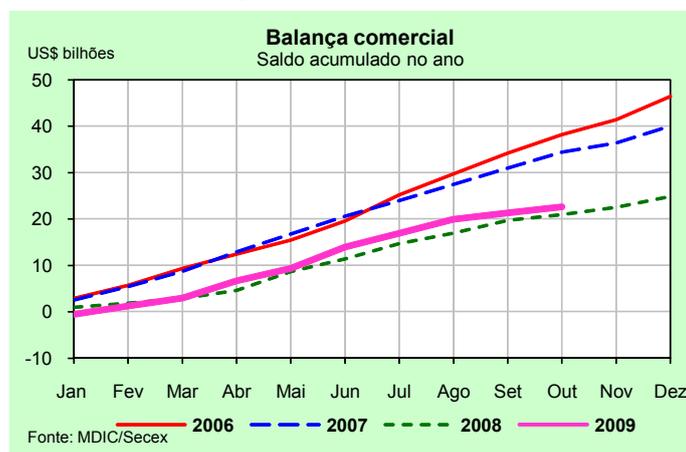
3,21 p.p. do PIB. O financiamento desse resultado ocorreu por meio da expansão da dívida mobiliária e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, contrastando com as retrações assinaladas na dívida bancária líquida e no financiamento externo líquido.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.330,9 bilhões em outubro, 44,8% do PIB. O aumento de 5,9 p.p. observado em relação ao final de 2008 refletiu o impacto do acréscimo registrado na dívida relativa do Governo Central, neutralizado, em parte, pelas retrações assinaladas nas demais esferas de governo. A contribuição da apropriação de juros nominais se constituiu no principal determinante do crescimento da relação DLSP/PIB, atingindo 4,7 p.p., seguindo-se os



efeitos da apreciação cambial observada no período, 2,7 p.p.; e da variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,4 p.p. Em sentido oposto, o superávit primário e as privatizações exerceram contribuições respectivas de 1,7 p.p. e de 0,1 p.p. para a redução da relação DLSP/PIB. A parcela da dívida líquida indexada à taxa Selic aumentou de 58,2%, em dezembro de 2008, para 66,7%, em outubro de 2009, enquanto as participações da dívida líquida pré-fixada, da posição credora referenciada ao dólar, e da dívida vinculada a índices de preços passaram, na ordem, de 35,3% para 32,9%; de 30,3% para 23,9%; e de 32,6% para 30,2%. Ressalte-se que as emissões líquidas de dívida atrelada à taxa Selic somaram R\$152,2 bilhões no período.

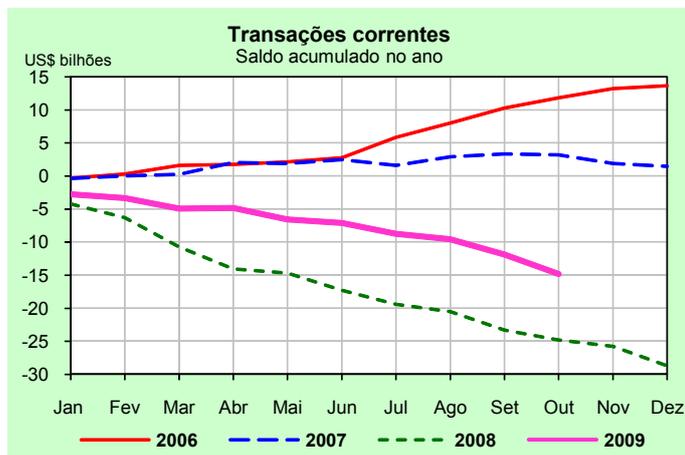
9. A balança comercial acumulou superávit de US\$22,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2009, resultado 7,5% superior ao assinalado em igual período de 2008 e decorrente de retrações de 30,4% nas importações e de 25,7% nas exportações, que totalizaram, na ordem, US\$103,3 bilhões e US\$125,9 bilhões. A média das vendas externas de produtos básicos reduziu-se 15,1% no período, com ênfase nos recuos observados nos embarques de petróleo bruto, 35,1%; e de



carnes de bovinos, 30,1%, enquanto a relativa a produtos industrializados recuou 29,9%, ressaltando-se os decréscimos nas exportações de ferro fundido bruto, 63,1%; e produtos semimanufaturados de ferro e aço, 59,3%; no âmbito dos bens semimanufaturados, e as retrações nas vendas de óleos combustíveis, 41,5%; etanol, 39,8%; e automóveis de passageiros, 37,2%; no segmento de bens manufaturados. A média diária das importações brasileiras recuou 29,4% nos dez primeiros meses do ano, em relação ao período equivalente de 2008. As contrações mais acentuadas ocorreram nas compras médias diárias de

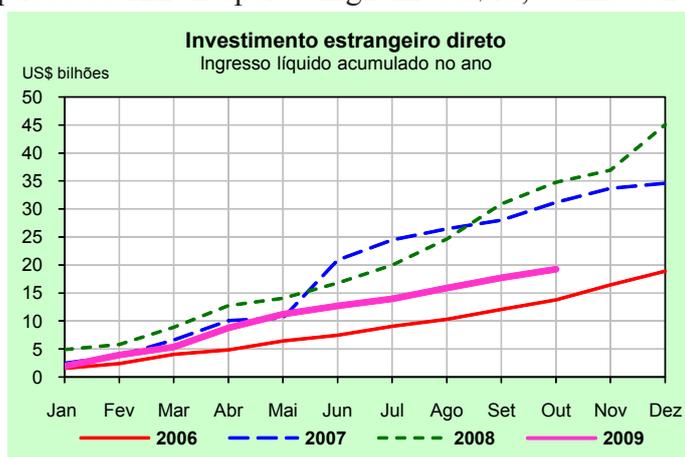
combustíveis e lubrificantes, 51%, resultado, em especial, do recuo dos preços internacionais da *commodity*, seguindo-se os decréscimos nas aquisições de matérias-primas e produtos intermediários, 30,7%; bens de capital, 19,6%; bens de consumo duráveis, 14,5%; e bens de consumo não-duráveis, 0,6%.

10. O déficit em transações correntes totalizou US\$14,8 bilhões nos dez primeiros meses do ano, ante US\$24,1 bilhões em igual período de 2008. O superávit comercial atingiu US\$22,6 bilhões de janeiro a outubro, aumentando 8,2% em relação a igual período de 2008. As despesas líquidas da conta de rendas recuaram 28,3%, para US\$24,9 bilhões, no período, enquanto as remessas líquidas da conta de serviços cresceram 11%, situando-se em US\$15,2 bilhões, e as receitas



líquidas relativas a transferências unilaterais decresceram 21,1%, situando-se em US\$2,7 bilhões. Considerados períodos de doze meses, o déficit em transações correntes totalizou US\$18,9 bilhões, 1,32% do PIB, em outubro, ante US\$26 bilhões, 1,68% do PIB, em igual intervalo de 2008, melhora compatível com a elevação do superávit comercial e com os resultados mais favoráveis registrados na conta de rendas.

11. Os ingressos líquidos de IED no país atingiram US\$19,3 bilhões nos dez primeiros meses do ano, ante US\$34,8 bilhões, em igual intervalo de 2008. Os fluxos líquidos de participação no capital totalizaram US\$14,4 bilhões e os empréstimos intercompanhias, US\$4,9 bilhões, reduzindo-se, na ordem, 36,9% e 59,2%, no período. Considerados períodos de doze meses, o IED atingiu US\$29,5 bilhões em outubro, 2,1% do PIB, mostrando-se fonte segura de financiamento do balanço



de pagamentos. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$39,8 bilhões de janeiro a outubro, ante US\$9,1 bilhões em igual período de 2008. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras, alinhados com a rápida recuperação da economia após a recessão do final de 2008 e início de 2009, com as perspectivas de crescimento acelerado e sustentado no médio prazo, e com o retorno das ofertas públicas iniciais de ações, totalizaram US\$31,7

bilhões, comparativamente a saídas líquidas de US\$4,9 bilhões, em igual período de 2008. Os ingressos de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país atingiram, na ordem, US\$8,3 bilhões e US\$15,1 bilhões, nos períodos mencionados.

12. As reservas internacionais no conceito liquidez, que incorpora as operações de empréstimo em moedas estrangeiras, totalizaram US\$232,9 bilhões em agosto, elevando-se US\$26,1 bilhões no ano. Considerado o conceito caixa, as reservas atingiram US\$231,1 bilhões, elevando-se US\$37,3 bilhões no período. As compras do Banco Central no mercado de câmbio somaram US\$28,8 bilhões nos dez primeiros meses do ano, das quais US\$17,6 bilhões no mercado à vista, US\$8,3 bilhões em operações com compromisso de recompra e US\$2,9 bilhões relativas a retornos de operações de empréstimo em moedas estrangeiras.



B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2009

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 2009.

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$145,1 bilhões em setembro, elevando-se 4,6% no mês e 5,5% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$110,3 bilhões, resultando em elevações de 3,8% no mês e de 12,3% em 12 meses, enquanto as reservas bancárias alcançaram R\$34,9 bilhões, registrando variações respectivas de 7,4% e -11,3%, nas bases de comparação mencionadas.

15. O saldo da base monetária ampliada totalizou R\$2,02 trilhões ao final de setembro, assinalando crescimento de 14,7% no período de 12 meses. A variação observada nesta base de comparação refletiu os aumentos registrados na base restrita, 6,4%, e no saldo de títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, 20,3%, e a retração de 46,5% observada nos depósitos compulsórios em espécie.

16. Os meios de pagamento (M1), considerado o conceito de média dos saldos diários, somaram R\$208,1 bilhões em setembro, elevando-se 2,8% no mês e 7,6% em 12 meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$89,3 bilhões, elevando-se 3,7% no mês e 11,8% em 12 meses, e os depósitos à vista somaram R\$118,8 bilhões, com acréscimos respectivos de 2,1% e 4,6%, nas mesmas bases de comparação.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2009^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	189,4 - 222,3	6,4	208,1	7,6
Base restrita ^{3/}	117,6 - 159,1	0,6	145,1	5,5
Base ampliada ^{4/}	1 750,2 - 2 054,6	8,1	2 019,4	14,7
M4 ^{4/}	2 039,5 - 2 759,3	11,6	2 470,0	14,9

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.

17. O agregado monetário M4 apresentou elevação mensal de 1,8% em setembro, totalizando R\$2,47 trilhões. O aumento acumulado em 12 meses totalizou 14,9%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$11,9 bilhões no terceiro trimestre de 2009, resultante de resgates líquidos de R\$23,7 bilhões em títulos do Tesouro Nacional, no mercado primário, e de venda líquida de R\$35,6 bilhões, no mercado secundário.

19. O Copom avaliou, em julho, que a acomodação da demanda, motivada tanto pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança dos agentes, ainda que nos dois casos persistisse a ocorrência de melhoras na margem, quanto pela contração da economia global, que também poderia estar arrefecendo, criou importante margem de ociosidade dos fatores de produção, que não deve ser eliminada rapidamente em um cenário básico de recuperação gradual da atividade econômica. Por outro lado, o Comitê observou que decisões sobre a evolução da taxa básica de juros têm que levar em conta a magnitude do movimento total realizado desde janeiro, cujos impactos sobre diversos indicadores econômicos ficarão evidentes ao longo do tempo. Apesar de alguns membros do Comitê entenderem que haveria respaldo para a possibilidade de manter inalterada a taxa básica de juros naquela reunião, houve consenso de que o balanço dos riscos para a trajetória prospectiva central da inflação justificava estímulo monetário residual. Nesse contexto, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 8,75% a.a., sem viés, por unanimidade. Em setembro, o Copom avaliou que a política monetária, com vistas a assegurar a manutenção da convergência da inflação para a trajetória de metas, deveria

manter postura cautelosa. Nesse cenário, tendo em vista as perspectivas para a inflação em relação à trajetória de metas, o Copom decidiu manter a taxa Selic em 8,75% a.a., sem viés, por unanimidade.

C. Política monetária no bimestre outubro-novembro de 2009

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$148,6 bilhões em novembro, com aumentos de 2,1% em relação a outubro e de 13,8% em 12 meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as reservas bancárias aumentaram, na ordem, 2,8% e 16,3%, situando-se em R\$35 bilhões, enquanto o saldo de papel-moeda emitido cresceu 1,9% e 13,1%, respectivamente, atingindo R\$113,7 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,04 trilhões em novembro, aumentando 0,3% no mês e 17,1% em 12 meses. O resultado anual refletiu o impacto mais acentuado dos crescimentos registrados na base restrita, 18,6%, e no saldo dos títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, 20,7%, em relação ao proporcionado pelo recuo de 39,4% assinalado nos saldos dos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, totalizaram R\$215 bilhões em novembro, elevando-se 1,8% no mês e 10,1% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$91,6 bilhões, apresentando expansões respectivas de 2,2% e 12,9%, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$123,4 bilhões, aumentando 1,4% no mês e 8,1% em 12 meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$2,51 trilhões em novembro, registrando aumentos de 0,4% no mês e de 14,9% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2009 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/}	218,7 - 256,7	8,9	215,0	10,1
Base restrita ^{3/}	139,7 - 189,0	12,8	148,6	13,8
Base ampliada ^{4/}	1 885,0 - 2 212,9	15,9	2 043,6	17,1
M4 ^{4/}	2 127,5 - 2 878,4	11,6	2 508,1	14,9

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.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, exerceram impacto expansionista de R\$14,8 bilhões no bimestre outubro-novembro. Esse resultado refletiu a atuação expansionista do Tesouro Nacional tanto no mercado primário, R\$20,7 bilhões, e a venda líquida de R\$5,9 bilhões no mercado secundário.

25. O Copom avaliou, na reunião de outubro, que, diante da margem de ociosidade da economia e do comportamento das expectativas de inflação para horizontes relevantes, continuavam favoráveis as perspectivas de concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA seguisse registrando dinâmica consistente com a trajetória das metas. Nessas circunstâncias, o Comitê entendeu que decisões sobre a evolução da taxa básica de juros deveriam incorporar a magnitude do movimento total realizado de janeiro a julho, cujos impactos sobre diversos indicadores econômicos ficarão evidentes ao longo do tempo, em contexto de retomada paulatina da utilização dos fatores de produção. O Copom considerou, também, que uma postura mais cautelosa contribuiria para mitigar o risco de reversões abruptas da política monetária no futuro e, assim, para a recuperação consistente da economia ao longo dos próximos trimestres. Nesse contexto, tendo em vista as perspectivas para a inflação em relação à trajetória de metas, o Copom decidiu manter a taxa Selic em 8,75% a.a., sem viés, por unanimidade. Na reunião de dezembro, considerando, por um lado, a flexibilização da política monetária implementada desde janeiro, e por outro, a margem de ociosidade remanescente dos fatores produtivos, entre outros fatores, o Comitê avaliou que a manutenção da taxa básica de juros em 8,75% a.a., sem

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
24.1.2007	-	13,00
7.3.2007	-	12,75
18.4.2007	-	12,50
6.6.2007	-	12,00
18.7.2007	-	11,50
5.9.2007	-	11,25
17.10.2007	-	11,25
5.12.2007	-	11,25
23.1.2008	-	11,25
5.3.2008	-	11,25
16.4.2008	-	11,75
4.6.2008	-	12,25
23.7.2008	-	13,00
10.9.2008	-	13,75
29.10.2008	-	13,75
10.12.2008	-	13,75
21.1.2009	-	12,75
11.3.2009	-	11,25
29.4.2009	-	10,25
10.6.2009	-	9,25
22.7.2009	-	8,75
2.9.2009	-	8,75
21.10.2009	-	8,75
9.12.2009	-	8,75

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

viés, mostrava-se consistente com um cenário inflacionário benigno, contribuindo para assegurar a manutenção da inflação na trajetória de metas ao longo do horizonte relevante e para a recuperação não inflacionária da atividade econômica.

D. Perspectivas para o primeiro trimestre e para o ano de 2010

26. As evidências de retomada da atividade econômica mundial se fortaleceram nos últimos meses. Nesse sentido, enquanto a recuperação assinalada na Ásia e em diversas economias emergentes se mantinha consistente, os produtos dos EUA e da Área do Euro, evidenciando a maturação do processo de ajuste de estoques e os efeitos de políticas monetárias e fiscais expansionistas, voltaram a expandir-se no trimestre encerrado em setembro, exercendo desdobramentos favoráveis sobre o comércio internacional e a atividade econômica em outras regiões.

27. Os mercados financeiros internacionais e de *commodities* seguiram beneficiados pela elevada liquidez e pela redução da aversão ao risco, em ambiente de remuneração reduzida dos títulos dos governos das principais economias maduras. Neste cenário, os fluxos de capitais externos de curto prazo passaram a ser direcionados, em maior intensidade, aos mercados financeiros de economias emergentes, suscitando a adoção, em alguns países, de medidas restritivas a estes ingressos.

28. O processo de retomada da atividade econômica experimentado pelas principais economias maduras se configurou, no Brasil, na consolidação do início de novo ciclo de crescimento, após o breve processo recessivo experimentado a partir do final de 2008. Esta reversão, expressa no crescimento registrado pelo PIB no terceiro trimestre do ano e na trajetória de distintos indicadores setoriais nos meses subsequentes, e sustentada, em especial, pelo desempenho da demanda interna, foi amparada tanto pelo fortalecimento observado nos principais fundamentos da economia brasileira nos últimos anos, quanto pela adequação das medidas de política econômica destinadas ao enfrentamento dos impactos da crise mundial, implementadas ao final de 2008 e início de 2009. Nesse cenário, ressalte-se o desempenho do consumo das famílias, favorecido, inicialmente, pela preservação da renda real, em contexto de redução da inflação e, mais recentemente, pela melhora nas condições do mercado de crédito.

29. O novo ciclo de crescimento, que ganha contornos mais nítidos neste ambiente de fortalecimento da demanda interna e de retomada gradual da atividade econômica mundial, se expressa, ainda, na recuperação dos investimentos. Ressalte-se que esta trajetória, consistente com os aumentos registrados nos indicadores relacionados às expectativas de consumidores e empresários, mesmo se traduzindo em aumento das importações, não deverá se constituir em restrição ao financiamento do balanço de pagamentos, que, passados quinze meses do período mais crítico da crise nos mercados financeiros internacionais, registra solidez acentuada.

30. O desempenho das contas externas em 2009 possibilitou expressiva acumulação de reservas e o financiamento integral do balanço de pagamentos, refletindo, em parte, o ajuste nas transações correntes do país, como reflexo da estrutura de passivos externos na qual predominam investimentos em relação à dívida. Adicionalmente, as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos neste ano foram favorecidas pela manutenção dos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED), pela gradual normalização das taxas de rolagem da dívida externa privada e por significativos ingressos de investimentos estrangeiros em portfólio, principalmente para o mercado acionário.

31. Refletindo a redução no déficit em conta corrente e o comportamento da conta financeira, o mercado cambial brasileiro vem mantendo superávits mensais desde abril, possibilitando que o Banco Central retomasse, a partir de maio, a política de fortalecimento das reservas internacionais interrompida em setembro de 2008. Da mesma forma, o indicador de risco-país, que atingira 688 pontos básicos em 24 de outubro daquele ano, retornou ao patamar observado antes do agravamento da crise internacional, alcançando 212 pontos em 11 de novembro, enquanto a taxa de câmbio nominal reverteu o processo de depreciação iniciado no segundo semestre de 2008.

32. As melhores condições assinaladas nos principais mercados financeiros internacionais se repetiram em âmbito interno, onde a recuperação gradual das operações de crédito segue sustentada, em especial, pela evolução observada no segmento de pessoas físicas que, em ritmo acentuado desde os primeiros meses do ano, reflete o cenário de preservação da renda real e, mais recentemente, de melhora nas expectativas dos consumidores. A trajetória do crédito no segmento de pessoas jurídicas, mais impactada pelo ambiente que sucedeu a intensificação da crise mundial, segue em ritmo moderado, mas registra retomada compatível com a recuperação das vendas e dos investimentos, com ênfase na contribuição dos desembolsos do BNDES.

33. A consolidação da recuperação sustentada do mercado de crédito, elemento importante para a continuidade da retomada do crescimento da economia brasileira no médio prazo, deverá se beneficiar da melhora nos indicadores de emprego e renda e da redução nas taxas de inadimplência.

34. A evolução das contas fiscais no decorrer do ano segue refletindo os efeitos da redução do nível de atividade que se seguiu ao acirramento da crise mundial e da adoção de medidas de desoneração fiscal sobre o desempenho das receitas do governo e, em consequência, sobre a trajetória do resultado primário. Ressalte-se que, embora a consolidação de novo ciclo de crescimento na economia do país deva proporcionar a recuperação das receitas, o retorno do superávit fiscal aos níveis registrados anteriormente à intensificação da crise, e a manutenção da trajetória declinante de médio e longo prazos da relação DLSP/PIB dependerão, fundamentalmente, do comportamento das despesas correntes.

35. Ao cenário de retomada da atividade econômica e das operações de crédito, de aumento do nível da utilização da capacidade instalada, de melhoras qualitativas e quantitativas no mercado de trabalho, de ajuste benigno do setor externo e de perspectivas favoráveis em relação à evolução das contas fiscais, deve ser incorporada a aceleração registrada pelos preços ao consumidor no trimestre encerrado em novembro. Este movimento, além de traduzir os impactos do aumento assinalado no preço do álcool combustível, da elevação da alíquota do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) sobre automóvel novo, e do crescimento sazonal dos preços no grupo vestuário, refletiu, em parte, o cenário expansivo antes mencionado.

36. É importante enfatizar que embora as trajetórias recentes das medidas de núcleos da inflação e do índice de difusão evidenciem a reversão de suas tendências decrescentes observadas no decorrer do ano, a inflação, mesmo pressionada, no início de 2010, por aumentos sazonais das matrículas e mensalidades escolares e dos alimentos *in natura* e, ainda, por elevação em tarifas de ônibus urbano, deverá, sob condições monetárias adequadas, se manter no intervalo projetado no âmbito do regime de metas para a inflação.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2010.

37. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2010 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 2010^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	206,6 - 242,4	15,5	242,1 - 284,2	8,5
Base restrita ^{3/}	130,9 - 177,1	16,5	157,9 - 213,6	9,6
Base ampliada ^{4/}	1 817,1 - 2 458,4	17,1	2 012,0 - 2 722,2	15,6
M4 ^{4/}	2 186,7 - 2 958,5	13,2	2 321,4 - 3 140,7	8,1

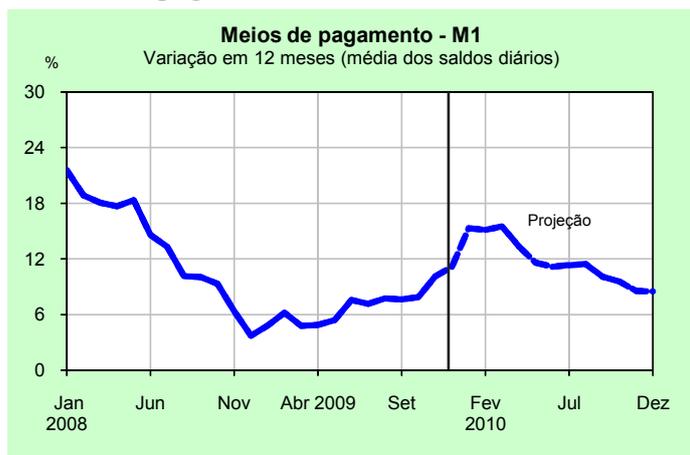
1/ Refere-se ao último mês do período.

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 15,4% para março e em 8,4% para dezembro de 2010.

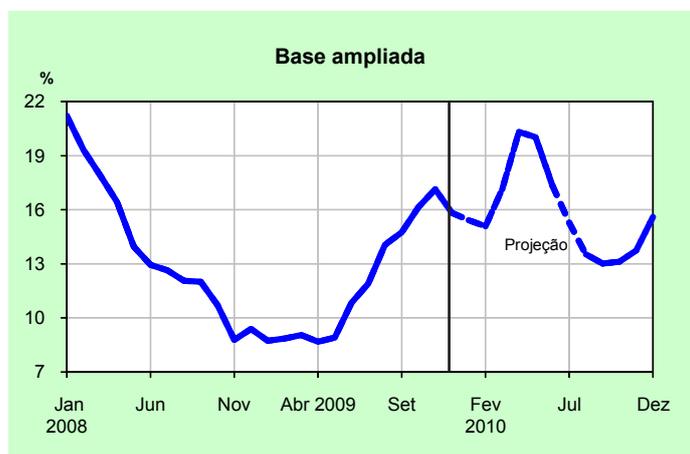


39. Considerou-se ainda, como variáveis exógenas para a projeção dos meios de pagamento, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições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

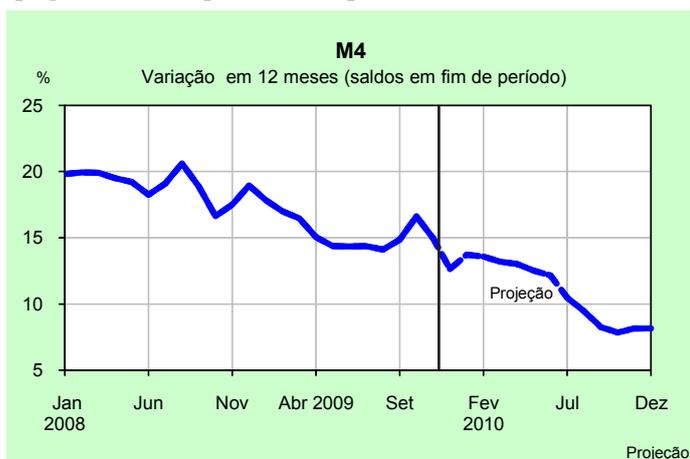
40. Tendo em vista as projeções feitas para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 16,5% em março e de 9,6% em dezembro de 2010.



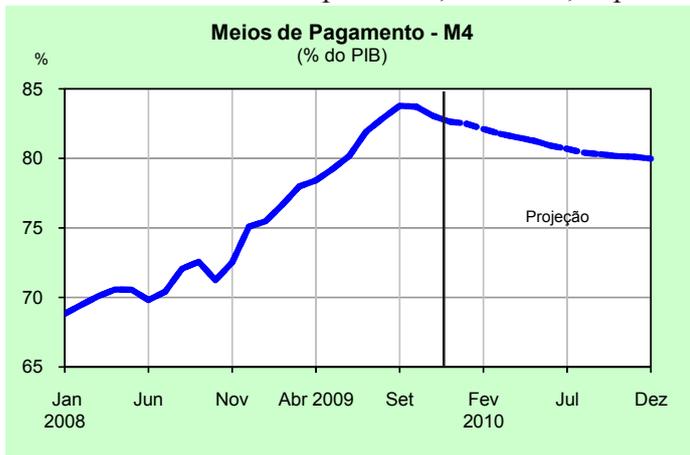
41. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 17,1% em março e 15,6% em dezembro de 2010.



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 13,2% em março e 8,1% em dezembro de 2010.



43. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar, em 2010, expansão 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 2009, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre e para o ano de 2010.

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

Discriminação	2009		2010 ^{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/}	215,0	10,1	224,4	15,5	263,1	8,5
Base restrita ^{4/}	148,6	13,8	154,0	16,5	185,7	9,6
Base ampliada ^{5/}	2 043,6	17,1	2 137,8	17,1	2 367,1	15,6
M4 ^{5/}	2 508,1	14,9	2 572,6	13,2	2 731,1	8,1

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	2009		2010 ^{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/}	1,446	-3,3	1,457	-0,9	1,417	-1,0
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,283	7,6	0,270	-2,3	0,289	3,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,426	2,6	0,429	1,5	0,438	0,4
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,224	-2,1	1,203	-3,4	1,154	-6,4

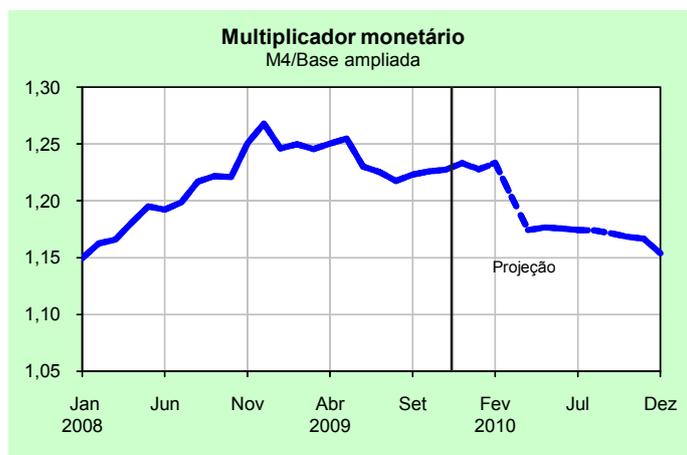
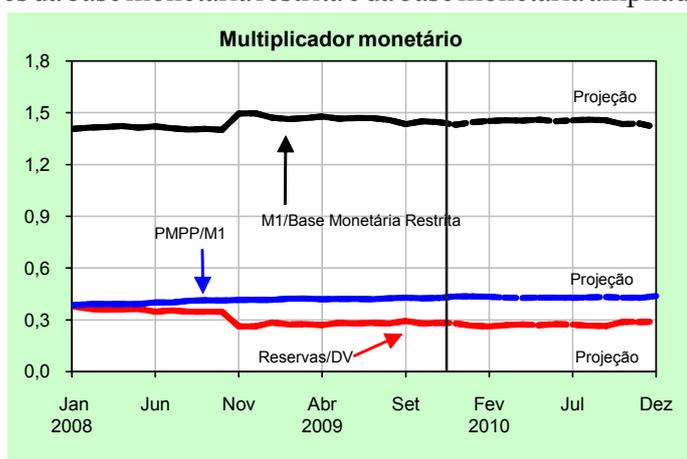
1/ Refere-se ao último mês do período.

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 2010.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2009^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	189,4 - 222,3	6,4	208,1	7,6
Base restrita ^{3/}	117,6 - 159,1	0,6	145,1	5,5
Base ampliada ^{4/}	1 750,2 - 2 054,6	8,1	2 019,4	14,7
M4 ^{4/}	2 039,5 - 2 759,3	11,6	2 470,0	14,9

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 2009 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/}	218,7 - 256,7	8,9	215,0	10,1
Base restrita ^{3/}	139,7 - 189,0	12,8	148,6	13,8
Base ampliada ^{4/}	1 885,0 - 2 212,9	15,9	2 043,6	17,1
M4 ^{4/}	2 127,5 - 2 878,4	11,6	2 508,1	14,9

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 3. Programação monetária para o primeiro trimestre e para ano de 2010^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	206,6 - 242,4	15,5	242,1 - 284,2	8,5
Base restrita ^{3/}	130,9 - 177,1	16,5	157,9 - 213,6	9,6
Base ampliada ^{4/}	1 817,1 - 2 458,4	17,1	2 012,0 - 2 722,2	15,6
M4 ^{4/}	2 186,7 - 2 958,5	13,2	2 321,4 - 3 140,7	8,1

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	2009		2010 ^{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/}	215,0	10,1	224,4	15,5	263,1	8,5
Base restrita ^{4/}	148,6	13,8	154,0	16,5	185,7	9,6
Base ampliada ^{5/}	2 043,6	17,1	2 137,8	17,1	2 367,1	15,6
M4 ^{5/}	2 508,1	14,9	2 572,6	13,2	2 731,1	8,1

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	2009		2010 ^{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/}	1,446	-3,3	1,457	-0,9	1,417	-1,0
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,283	7,6	0,270	-2,3	0,289	3,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,426	2,6	0,429	1,5	0,438	0,4
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,224	-2,1	1,203	-3,4	1,154	-6,4

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

Glossário

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

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

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

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

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

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