

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2011

Dezembro – 2010

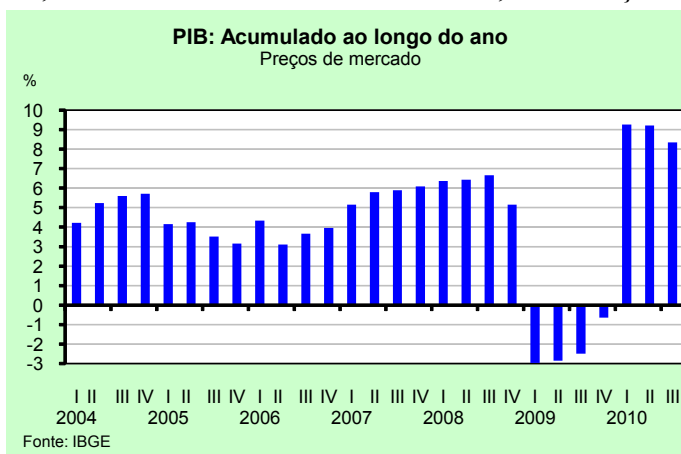


BANCO CENTRAL DO BRASIL

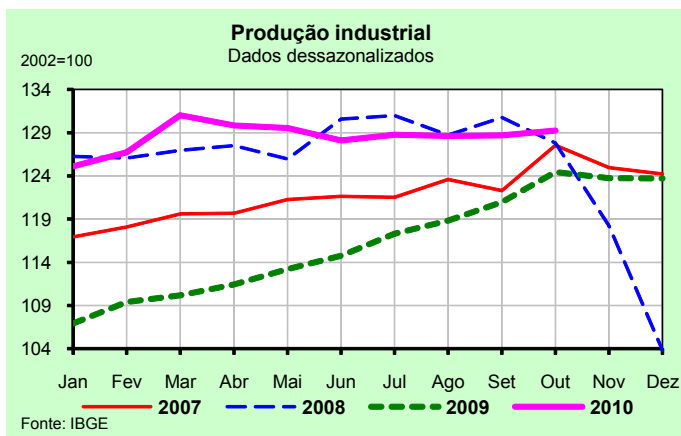
Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2011

A. A economia brasileira no quarto trimestre de 2010

1. O PIB aumentou 6,7% no terceiro trimestre de 2010, em relação a igual período do ano anterior, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE, ante, na mesma base comparação, elevações respectivas de 9,3% e 9,2% nos trimestres finalizados em março e em junho. Considerada a ótica da oferta, registraram-se crescimentos de 8,3% na indústria, de 7% na agropecuária e de 4,9% no setor de serviços. Pela ótica da demanda, a taxa de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), embora desacelerasse 6,9 p.p., atingiu 21,2% no trimestre, enquanto o consumo das famílias e o consumo do governo cresceram 5,9% e 4,1%, respectivamente, e as exportações e as importações assinalaram elevações respectivas de 11,3% e 40,9%. Nesse cenário, a demanda doméstica e o setor externo exerceram contribuições de 10,1 p.p. e -3,4 p.p. para o crescimento do PIB, no período. Na margem, o PIB cresceu 0,5% em relação ao segundo trimestre, quando havia expandido 1,8%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. A desaceleração registrada na margem refletiu os recuos respectivos de 1,5% e 1,3% observados na agropecuária e na indústria e o aumento de 1% no setor de serviços, comparativamente a variações de 2,1%, 2% e 1,2% no trimestre encerrado em junho. A análise por componentes da demanda doméstica revela aumentos do consumo das famílias, 1,6% e da FBCF, 3,9% e estabilidade no consumo no governo, enquanto, no âmbito do setor externo ocorreram elevações de 2,4% nas exportações e de 7,4% nas importações.



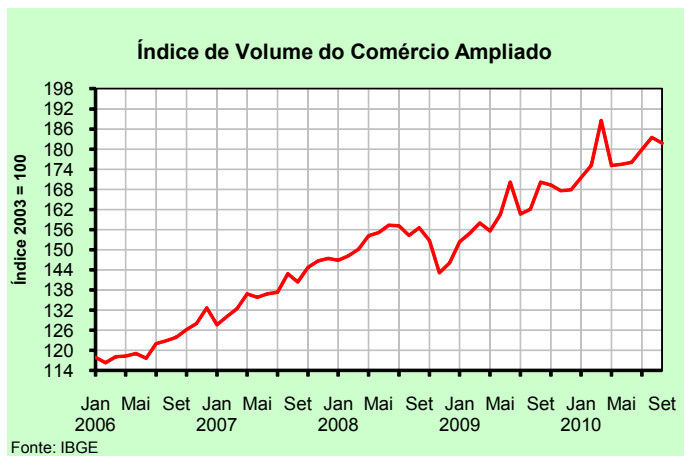
2. A produção física da indústria apresentou estabilidade no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando havia recuado 0,3%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa cresceu 3% e a de transformação recuou 0,7%, registrando-se retrações trimestrais ex-



pressivas nos segmentos material eletrônico e equipamentos de comunicação, 14,5%; máquinas, aparelhos e materiais elétricos, 6,5%; e metalurgia básica, 6,1%, e crescimentos acentuados nas indústrias de edição, impressão e reprodução, 8%; e de equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 6,5%. A análise por categorias de uso revela que a produção de bens de capital registrou recuo trimestral de 2,4%, enquanto as indústrias de bens intermediários, de bens de consumo duráveis, e de bens de consumo semi e não duráveis experimentaram variações respectivas de -1,3%, -0,2% e 0,1%.

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

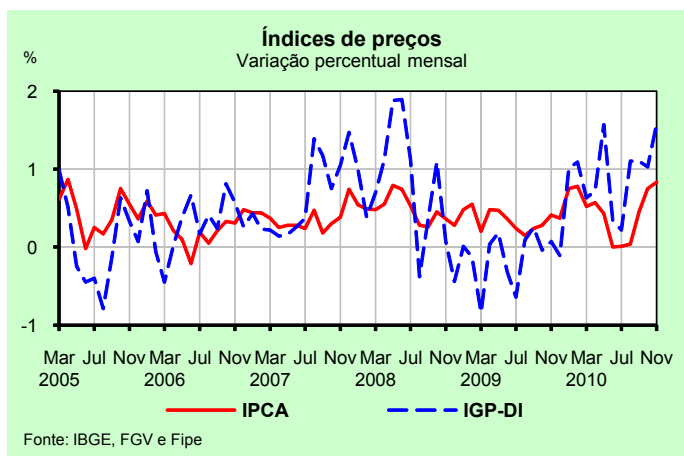
rado em setembro, em relação ao finalizado em junho, quando haviam recuado 1,6%, nesse tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Ocorreram aumentos nas vendas em todos os dez segmentos pesquisados, com ênfase nos relativos a automóveis, motocicletas, partes e peças, 6,1%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 5,7% e livros, jornais, revistas e papelaria, 5,6%.



As vendas do comércio varejista, conceito que não contempla os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 3,4% no trimestre, registrando-se resultados positivos em todas as regiões do país, destacando-se a expansão de 3,1% observada no Norte.

4. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) cresceu

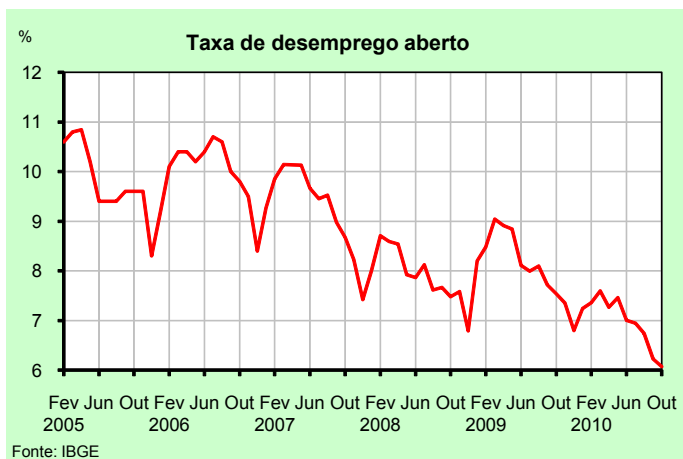
2,04% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,05% naquele finalizado em agosto. Esta aceleração refletiu a reversão de -0,11% para 2,56% na variação dos preços livres, resultante de aumentos respectivos de 3,45% e 1,77% nos segmentos de bens comercializáveis e não comercializáveis, que haviam experimentado retrações de 0,18% e 0,04%, respectivamente, no trimestre encerrado em agosto.



A aceleração observada no âmbito dos bens comercializáveis esteve associada, em especial, ao aumento dos preços da alimentação e do grupo vestuário. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, aumentou 3,75% no trimestre encerrado em novembro, ante 1,67% naquele finalizado em agosto. A aceleração registrada no período refletiu o im-

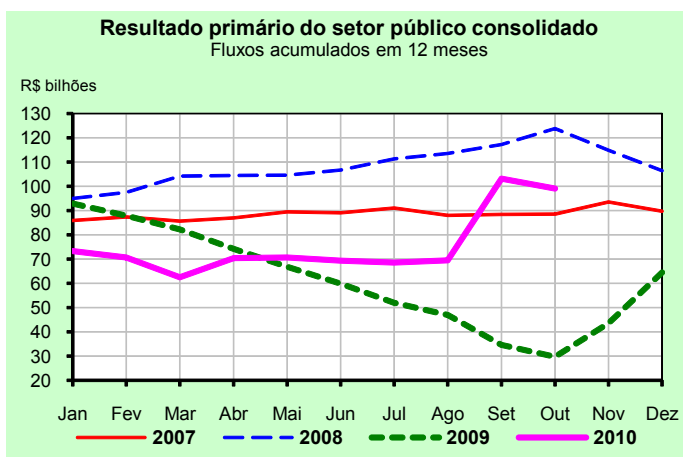
pacto dos aumentos nas variações do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), de 2,49% para 4,85%, e do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de -0,50% para 2,07%, neutralizado, em parte, pela desaceleração, de 1,68% para 0,78%, observada na variação do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC).

5. A taxa de desemprego, considerada a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, atingiu 6,1% em outubro, menor valor da série iniciada em março de 2002, recuando 0,1 p.p. em relação a setembro e 1,4 p.p. em doze meses. A análise de dados dessazonalizados revela que a taxa de desemprego atingiu, em média, 6,4% no trimestre encerrado em outubro, ante 6,9% naquele



finalizado em julho, resultado da estabilidade da PEA e da elevação de 0,5% no número de ocupados. De acordo com o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram gerados 2.406,2 mil postos de trabalho formais nos dez primeiros meses do ano, maior resultado, para o período, desde o início da série, em 1985. Ressaltem-se, no período, as contratações líquidas registradas no setor de serviços, 860,3 mil; na indústria de transformação, 647,2 mil; no comércio, 373,9 mil; e na construção civil, 341,6 mil.

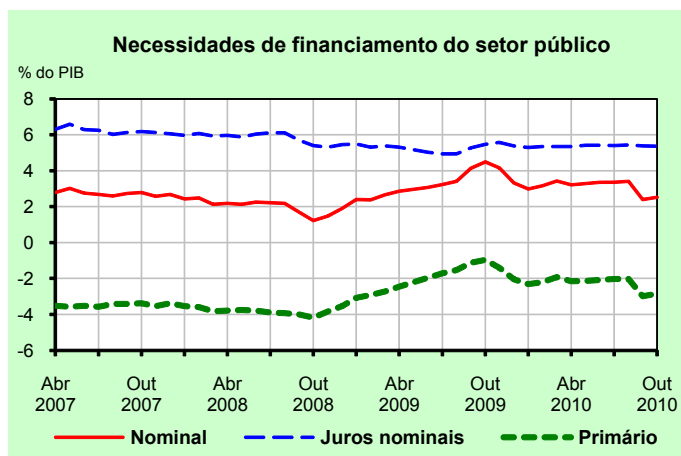
6. O superávit primário do setor público consolidado totalizou R\$86,7 bilhões, 2,99% do PIB, nos dez primeiros meses do ano, elevando-se 0,95 p.p. do PIB em relação a igual período de 2009. Esse desempenho refletiu os impactos dos aumentos registrados nos superávits do Governo Central e das empresas estatais, e do recuo no relativo aos governos regionais. O superávit acumulado em doze meses atingiu 2,85% do PIB. A receita



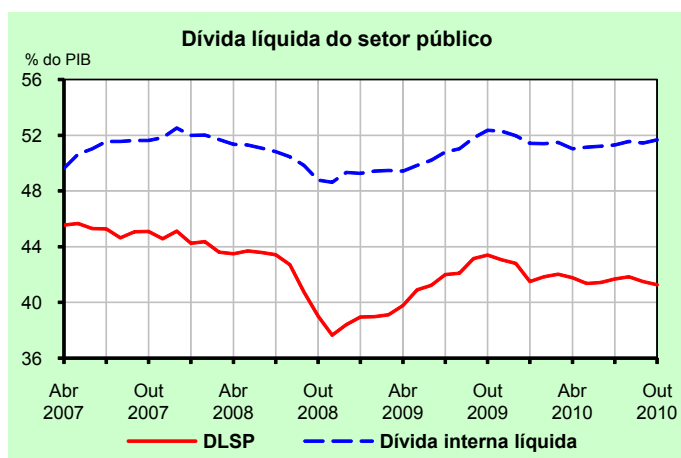
bruta do Governo Federal totalizou R\$597,8 bilhões, elevando-se 31,8% no período, ressaltando-se que esse movimento, equivalente a 2,9 p.p. do PIB, refletiu tanto o impacto favorável do desempenho da atividade econômica sobre a arrecadação, quanto a arrecadação de R\$74,8 bilhões referente à cessão onerosa para exploração de petróleo, ocorrida em setembro. As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$368,1 bilhões,

aumentando 34,5% em relação a igual período do ano anterior, com ênfase no impacto de 2 p.p. do PIB derivado da capitalização da Petrobras pelo Governo Federal, realizada em setembro.

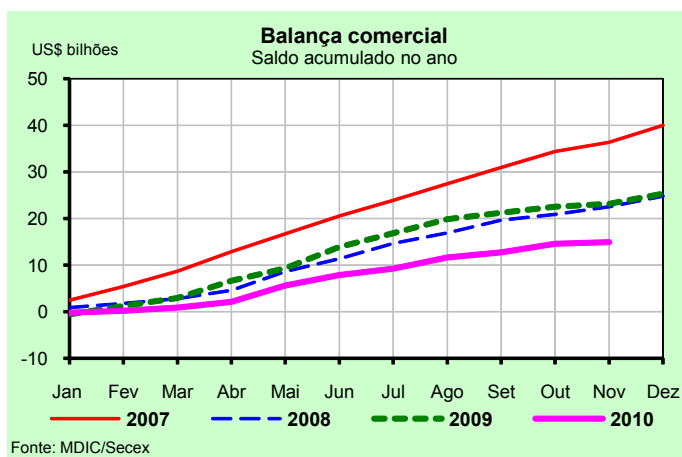
7. Os juros nominais apropriados totalizaram R\$157,3 bilhões nos dez primeiros meses do ano. O déficit nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$70,6 bilhões, equivalentes a 2,44% do PIB, registrando redução de 1,04 p.p. do PIB em relação a igual período de 2009. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansões da dívida bancária líquida, da dívida mobiliária e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, neutralizadas, em parte, pela redução registrada no financiamento externo líquido.



8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.436,3 bilhões em outubro, 41,3% do PIB, reduzindo-se 2,1 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2009. Este recuo refletiu as contribuições do superávit primário, 2,5 p.p. do PIB; do crescimento do PIB corrente, 4,2 p.p.; e das privatizações e do reconhecimento de dívidas, ambas de 0,1 p.p., neutralizadas, em parte, pelas expansões associadas à apropriação de juros nominais, 4,5 p.p. do PIB, e ao impacto da apreciação cambial, 0,3 p.p. do PIB. A composição da DLSP registrou, em especial, crescimentos nas parcelas credoras vinculada à TJLP – decorrente do aumento dos ativos da União junto ao BNDES, mediante emissão de títulos federais – e à taxa Selic.

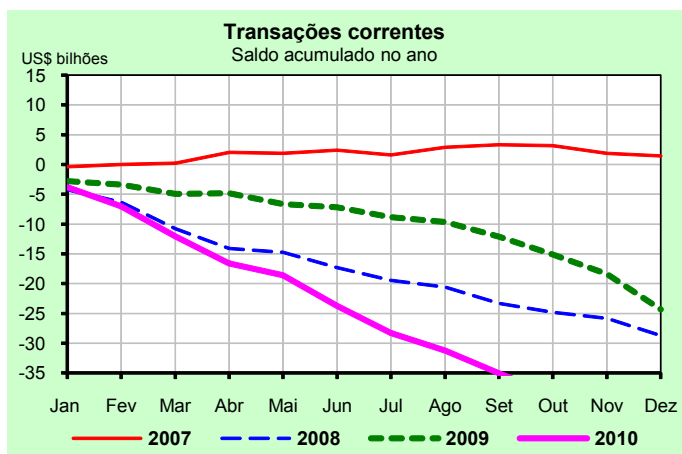


9. O superávit da balança comercial totalizou US\$14,9 bilhões nos onze primeiros meses do ano, reduzindo-se 35,3% em relação a igual intervalo do ano anterior. As exportações somaram US\$180,9 bilhões e as importações, US\$166 bilhões, elevando-se 30,7% e 43,9%, respectivamente, no período. A média diária das exportações cresceu 30,7% nos onze primeiros meses do ano, registrando-se aumentos nas vendas externas em todas as



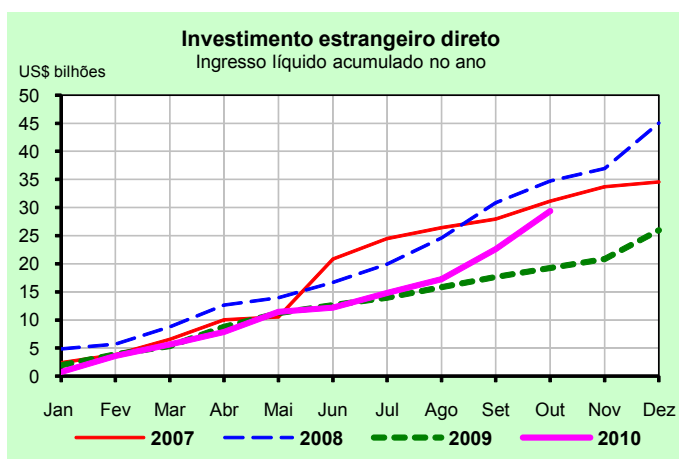
categorias de fator agregado, com ênfase nos relativos a produtos básicos, 40,4%, e a semimanufaturados, 38%. As importações médias diárias aumentaram 43,9%, no mesmo período, reflexo de expansões nas compras em todas as categorias de uso final, ressaltando-se as referentes a bens de consumo duráveis, 73,8%, e a combustíveis e lubrificantes, 58,7%. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), a elevação de 29,7% registrada pelas exportações de janeiro a outubro de 2010, em relação a igual período do ano anterior, decorreu de aumentos de 19,9% nos preços e de 8,1% no *quantum* exportado, enquanto o crescimento de 43,8% registrado nas importações, no período, refletiu, fundamentalmente, a elevação de 40,3% na quantidade importada.

10. O déficit em transações correntes totalizou US\$38,8 bilhões nos dez primeiros meses do ano, ante US\$15,1 bilhões em igual período de 2009, retração decorrente do recuo no saldo da balança comercial e de elevação nas despesas líquidas com serviços e rendas. As remessas líquidas da conta de serviços elevaram-se 64,1% no período, para US\$25,4 bilhões, com ênfase no aumento de 91,7% nas despesas líquidas com viagens internacionais. As



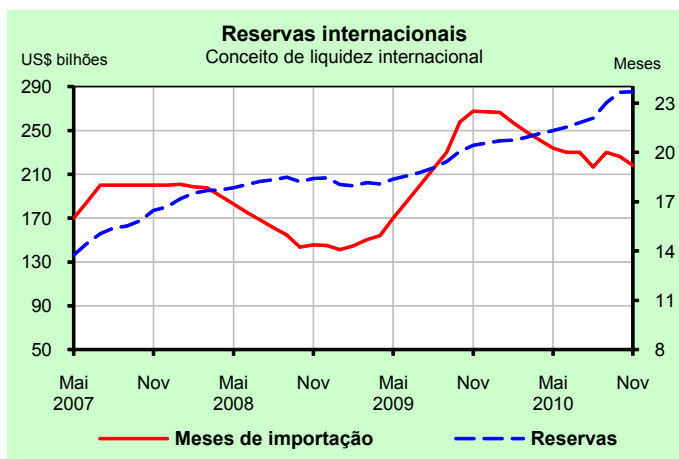
despesas líquidas relativas a aluguel de equipamentos cresceram 40,2%, as despesas líquidas da conta de rendas, 21,8%, e as despesas líquidas de juros, 1,7%, somando US\$7,7 bilhões, com ênfase no recuo de 18,4% registrado nas receitas, que, em ambiente de taxas de juros internacionais reduzidas, somaram US\$4,6 bilhões. As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram 29,1% e as transferências unilaterais líquidas atingiram US\$2,4 bilhões, ante US\$2,8 bilhões em igual período do ano anterior.

11. Os ingressos líquidos de IED totalizaram US\$29,4 bilhões no período, ante US\$19,2 bilhões nos dez primeiros meses de 2009, indicando que apesar da permanência de crescimento bastante abaixo do potencial nas principais economias e de seus efeitos sobre a capacidade de investimentos das empresas, as perspectivas econômicas favoráveis de médio e longo prazos para o país continuaram atraindo fluxos significativos de investimentos.



Os afluxos líquidos de participação no capital somaram US\$24,4 bilhões, expansão de 70,1% no período, enquanto os empréstimos intercompanhias registraram desembolsos de US\$5 bilhões. Considerados períodos de doze meses, o IED atingiu US\$36,1 bilhões em outubro, correspondendo a 1,83% do PIB. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$60 bilhões de janeiro a outubro deste ano, ante US\$39,8 bilhões em igual período de 2009. Os investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras totalizaram ingressos líquidos de US\$33,7 bilhões, ante US\$31,7 bilhões no período equivalente de 2009, enquanto os referentes a títulos de renda fixa negociados no país atingiram ingressos líquidos de US\$14,8 bilhões, comparativamente a US\$8,3 bilhões no período anterior.

12. As reservas internacionais totalizaram US\$284,9 bilhões em outubro, elevando-se US\$46,4 bilhões em relação a dezembro de 2009. As compras líquidas do Banco Central no mercado de câmbio somaram US\$37,5 bilhões no ano, dos quais US\$37 bilhões no mercado à vista e US\$535 milhões relativos à liquidação do saldo remanescente das operações de empréstimo em moedas estrangeiras. Adicionalmente, ressaltam-se os impactos das emissões de bônus soberanos, US\$1,2 bilhão; da remuneração das reservas, US\$3,3 bilhões; e das demais operações, US\$4,5 bilhões.



B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2010

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o terceiro trimestre de 2010.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$173 bilhões em setembro, com crescimentos de 2,6% no mês e de 19,2% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido totalizou R\$129,9 bilhões, elevando-se 3,7% no mês e 17,8% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$43 bilhões, recuando 0,6% no mês e elevando-se 23,4% em 12 meses.

15. O saldo da base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, cresceu 15,5% no período de 12 meses encerrado em setembro, totalizando R\$2,3 trilhões. Esta variação refletiu aumentos de 20,8% na base restrita, de 5,5% no saldo dos títulos públicos federais e de 288,1% nos depósitos compulsórios em espécie.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2010^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	225,9 - 265,2	17,9	247,1	18,7
Base restrita ^{3/}	139,9 - 189,3	13,4	173,0	19,2
Base ampliada ^{4/}	2 002,2 - 2 708,9	16,6	2 332,0	15,5
M4 ^{4/}	2 490,7 - 3 369,8	18,1	2 891,2	16,5

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$247,1 bilhões em setembro, elevando-se 2,8% no mês e 18,7% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$105,6 bilhões, crescendo 3,6% no mês e 18,2% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$141,5 bilhões, crescendo 2,2% e 19,1% nas mesmas bases de comparação.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$2,9 trilhões em setembro, elevando-se 1,9% no mês e 16,5% em 12 meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$196 milhões no terceiro trimestre de 2010, resultante de resgates líquidos de R\$18,8 bilhões

no mercado primário e de venda líquida de títulos de R\$19 bilhões no mercado secundário.

19. O Copom avaliou, em julho, que, desde a última reunião, haviam se reduzido os riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno, e que esta alteração refletia, em parte, a reversão de parcela substancial dos estímulos introduzidos em resposta ao agravamento da crise financeira internacional, a mudança na postura da política monetária e o viés desinflacionário decorrente da desaceleração do processo de recuperação nas economias do G3. Apesar das alterações favoráveis à dinâmica da inflação tanto no quadro interno quanto no externo, prevaleceu entre os membros do Comitê o entendimento de que competiria à política monetária potencializar os efeitos dessas mudanças e, nesse sentido, continuar a agir de forma a evitar que incertezas detectadas em horizontes curtos se propagassem para horizontes longos. Nesse contexto, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 10,75% a.a. Na reunião de setembro, foi considerado que os fatores de sustentação dos riscos domésticos mostravam desaceleração e que a economia se deslocava para uma trajetória mais condizente com o equilíbrio de longo prazo e, assim, os efeitos das pressões de demanda e do elevado nível de utilização dos fatores sobre o balanço de riscos para inflação tendiam a arrefecer. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 10,75% a.a., sem viés.

C. Política Monetária no bimestre outubro-novembro de 2010

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$177,8 bilhões em novembro, aumentando 0,5% no mês e 19,6% em 12 meses. As reservas bancárias recuaram 0,2% no mês e expandiram 27,9% em 12 meses, situando-se em R\$44,7 bilhões, enquanto o saldo médio do papel-moeda emitido apresentou acréscimos respectivos de 0,7% e 17,1%, somando R\$133,1 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,4 trilhões em novembro, com aumentos de 1% no mês e de 17% em 12 meses. O resultado anual refletiu elevações de 324,2% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie, de 13,8% na base restrita e de 7,1% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$253,2 bilhões em novembro, com expansões de 0,9% no mês e de 17,8% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$107,5 bilhões, registrando expansões de 0,8% no mês e de 17,3% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$145,7 bilhões, elevando-se, na ordem, 1% e 18,1%.

23. O agregado monetário M4 totalizou R\$3 trilhões em novembro, registrando aumentos de 0,5% no mês e de 16,5% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2010 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/}	262,3 - 307,9	18,6	253,2	17,8
Base restrita ^{3/}	168,4 - 227,9	18,4	177,8	19,6
Base ampliada ^{4/}	2 059,9 - 2 787,0	18,1	2 390,0	17,0
M4 ^{4/}	2 568,4 - 3 474,9	16,0	2 972,2	16,5

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em contração monetária de R\$3,3 bilhões no bimestre encerrado em novembro. As operações do Tesouro resultaram em impacto contracionista de R\$11,3 bilhões no mercado primário e em expansão de R\$8 bilhões no mercado secundário.

25. O Copom avaliou, na reunião de outubro, que o balanço de riscos apontava para a concretização de um cenário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória de metas, o que, em grande parte, se devia ao ajuste da taxa básica implementado desde abril. Diante disso, avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 10,75% a.a., sem viés. Na reunião de dezembro, o Copom considerou o cenário prospectivo menos favorável do que o observado na última reunião, mas, tendo em vista que, devido às condições de crédito e liquidez, o Banco Central havia introduzido, recentemente, medidas macroprudenciais, prevaleceu o entendimento de que seria necessário tempo adicional para melhor aferir os efeitos dessas iniciativas sobre as condições monetárias. Nesse sentido, o Comitê entendeu não ser oportuno reavaliar a estratégia de política monetária e manteve a taxa Selic em 10,75% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
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
27.1.2010	-	8,75
17.3.2010	-	8,75
28.4.2010	-	9,50
9.6.2010	-	10,25
21.7.2010	-	10,75
1.9.2010	-	10,75
8.12.2009	-	10,75

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 2011

26. As melhoras nos indicadores de atividade na economia dos EUA e nas perspectivas em relação à sustentabilidade do crescimento chinês deverão se traduzir, nos próximos meses, em novo impulso ao crescimento da economia mundial. Este processo, vinculado ao fortalecimento da demanda interna, tende a apresentar características distintas nas economias maduras, que registram ociosidade dos fatores de produção expressiva e taxas de desemprego elevadas, e nas emergentes, onde a recente alta dos preços das *commodities* agrícolas vem pressionando as taxas de inflação. Nesse cenário, os bancos centrais das principais economias maduras têm optado pela manutenção do caráter acomodatório da política monetária e as autoridades monetárias de um grupo cada vez maior de economias emergentes, acelerado o processo de normalização da política monetária.

27. No Brasil, o mercado de crédito segue contribuindo decisivamente para o financiamento do investimento e do consumo agregados. A atuação expressiva do BNDES no provimento de recursos para projetos de infraestrutura e para aquisição de máquinas e equipamentos para pequenas e médias empresas, conjugada ao ritmo acelerado de expansão do crédito habitacional, vem determinando participação de destaque ao crédito direcionado. O crédito com recursos livres permanece apresentando

desempenho robusto nas operações destinadas às famílias, ressaltando-se os empréstimos consignados e para aquisição de veículos.

28. Nesse cenário, o CMN e o Banco Central adotaram medidas de natureza macroprudencial que consistiram no ajuste do nível de liquidez do sistema financeiro, promovido pela elevação dos recolhimentos compulsórios, e no desestímulo a operações que possam comprometer a sustentabilidade do endividamento das famílias ou que resultem em desproporção entre os volumes contratados e os valores das garantias. Essas medidas certamente contribuirão para o aprimoramento dos instrumentos de regulação do mercado de crédito, de modo a assegurar sua estabilidade, evitando-se, portanto, o surgimento de riscos que venham a comprometer a solidez da economia.

29. A evolução do Produto Interno Bruto (PIB) no terceiro trimestre do ano e os resultados recentes da atividade industrial ratificam a relativa perda de dinamismo da economia brasileira ao longo do segundo semestre de 2010. Vale ressaltar que esses indicadores passaram a apresentar variações interanuais positivas menos acentuadas e relativa estabilidade quando considerada a análise na margem, mantendo-se no nível elevado de abril deste ano. Ressalte-se, ainda, a retração dos gastos de investimento, após a forte recuperação registrada até o segundo trimestre do ano.

30. Observa-se, entretanto, continuidade no ritmo de crescimento das vendas do comércio, impulsionadas pelo nível de confiança dos consumidores, pelo desempenho do mercado de trabalho e pela ampliação do crédito, enfatizando-se a relevância do comércio externo como elemento de ajuste entre oferta e demanda agregadas.

31. De fato, a distinção entre o ritmo de crescimento das economias brasileira e mundial segue impactando o desempenho das transações correntes do país, que registraram déficit de US\$38,8 bilhões nos dez primeiros meses do ano, ante US\$15,1 bilhões em igual período de 2009. As perspectivas para 2011 são de ampliação desse resultado, expectativa fundamentada no provável impacto, sobre a balança comercial, da diferença entre os ritmos de evolução das economias doméstica e internacional, e na perspectiva de elevação das remessas líquidas de serviços e de lucros e dividendos.

32. O balanço de pagamentos mostra-se, entretanto, completamente financiado em 2010, em ambiente de expressiva acumulação de reservas. Este cenário deverá se manter em 2011, quando a mencionada ampliação do déficit em transações correntes deverá ser neutralizada por aumentos nos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e pela rolagem, ainda que a taxas inferiores às registradas em 2010, das obrigações externas públicas e privadas.

33. Em relação ao comportamento da inflação, deve ser enfatizado que a aceleração registrada no trimestre encerrado em novembro foi influenciada tanto por fatores sazonais internos, relacionados à oferta de alimentos, em especial de produtos *in natura*, e aos aumentos dos preços das carnes bovinas e dos grupos vestuário e transpor-

tes, quanto pelo cenário externo de valorização das principais *commodities* agrícola e metálicas. No início de 2011, a inflação deverá ser sensibilizada pelo aumento sazonal das matrículas e das mensalidades escolares, e, ainda, por correções localizadas de preços agrícolas e de tarifas.

34. É importante ressaltar, portanto, que embora as pressões inflacionárias pontuais devam se dissipar no curto prazo, a manutenção do ambiente de estabilidade nos preços segue dependente da adoção de medidas monetárias que adequem demanda e oferta agregadas ao nível compatível com as metas perseguidas para a inflação.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2011.

35. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2011 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

Quadro 3. Programação monetária para o primeiro trimestre e para ano de 2011^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões			
	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	244,2 - 286,7	16,7	295,7 - 347,1	11,3
Base restrita ^{3/}	156,3 - 211,5	15,8	189,9 - 257,0	10,5
Base ampliada ^{4/}	2 377,2 - 2 790,6	22,3	2 547,8 - 2 990,9	13,5
M4 ^{4/}	2 638,0 - 3 569,1	16,6	2 837,7 - 3 839,2	10,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

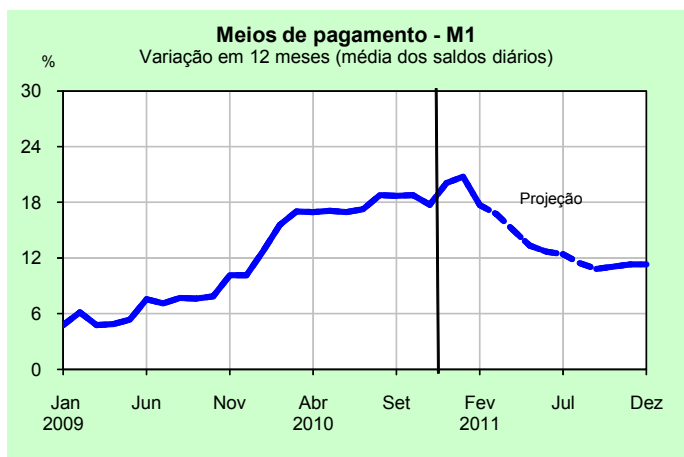
2/ Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

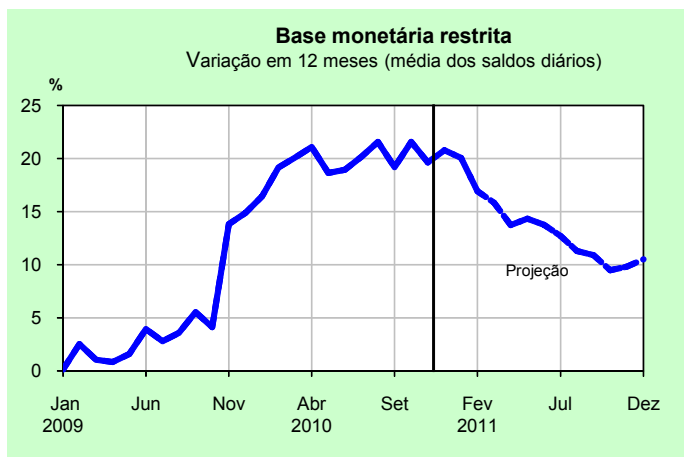
4/ Saldo em fim de período.

36. 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 11,3% para dezembro de 2011.

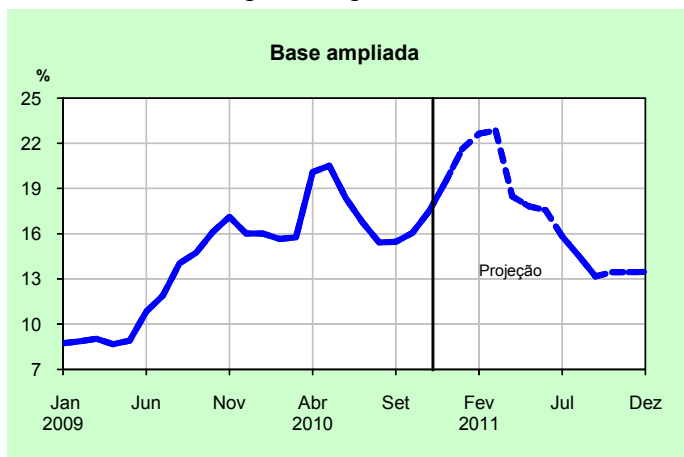
37. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial, a trajetória esperada para a taxa Selic e considerando o crescimento esperado para o produto.



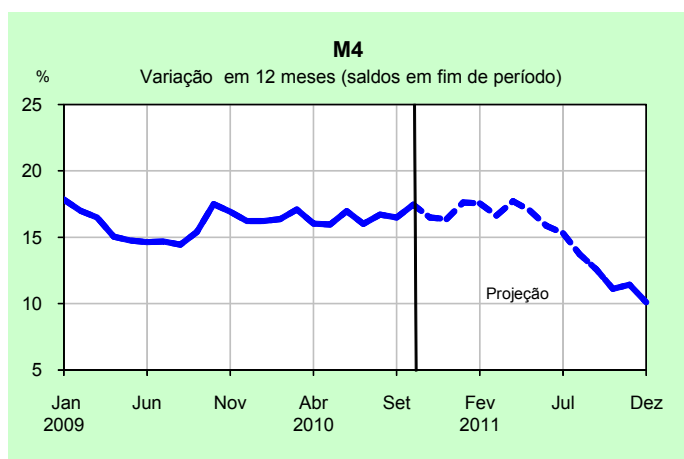
38. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 10,5% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2011.



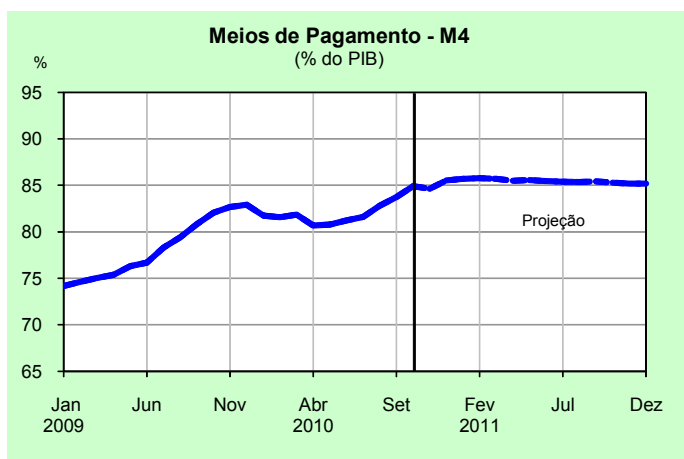
39. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 13,5% em dezembro de 2011.



40. 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 10,1% em dezembro de 2011.



41. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do quarto trimestre de 2010, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis em 12 meses.



42. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre outubro/novembro de 2010, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre de 2011.

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

Discriminação	2010		2011 ^{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/}	253,2	17,8	265,5	16,7	321,4	11,3
Base restrita ^{4/}	177,8	19,6	183,9	15,8	223,4	10,5
Base ampliada ^{5/}	2 390,0	17,0	2 583,9	22,3	2 769,4	13,5
M4 ^{5/}	2 972,2	16,5	3 103,6	16,6	3 338,5	10,1

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2010		2011 ^{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/}	1,424	-1,6	1,444	0,8	1,438	0,7
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,307	8,4	0,289	-3,6	0,289	-3,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,424	-0,4	0,426	-0,1	0,428	-0,1
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,244	-0,4	1,201	-4,6	1,206	-3,0

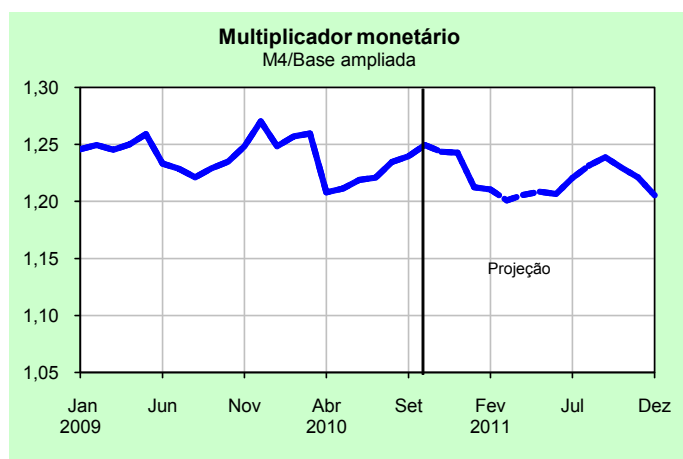
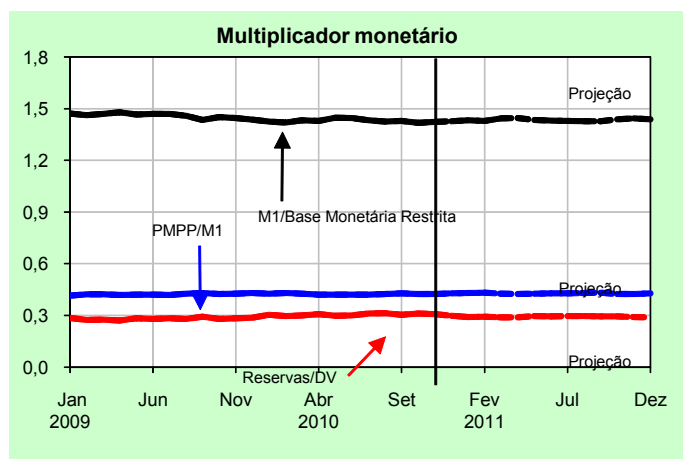
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

44. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do primeiro de 2011.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2010^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	225,9 - 265,2	17,9	247,1	18,7
Base restrita ^{3/}	139,9 - 189,3	13,4	173,0	19,2
Base ampliada ^{4/}	2 002,2 - 2 708,9	16,6	2 332,0	15,5
M4 ^{4/}	2 490,7 - 3 369,8	18,1	2 891,2	16,5

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 2010 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/}	262,3 - 307,9	18,6	253,2	17,8
Base restrita ^{3/}	168,4 - 227,9	18,4	177,8	19,6
Base ampliada ^{4/}	2 059,9 - 2 787,0	18,1	2 390,0	17,0
M4 ^{4/}	2 568,4 - 3 474,9	16,0	2 972,2	16,5

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 2011^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	244,2 - 286,7	16,7	295,7 - 347,1	11,3
Base restrita ^{3/}	156,3 - 211,5	15,8	189,9 - 257,0	10,5
Base ampliada ^{4/}	2 377,2 - 2 790,6	22,3	2 547,8 - 2 990,9	13,5
M4 ^{4/}	2 638,0 - 3 569,1	16,6	2 837,7 - 3 839,2	10,1

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/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	2010		2011 ^{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/}	253,2	17,8	265,5	16,7	321,4	11,3
Base restrita ^{4/}	177,8	19,6	183,9	15,8	223,4	10,5
Base ampliada ^{5/}	2 390,0	17,0	2 583,9	22,3	2 769,4	13,5
M4 ^{5/}	2 972,2	16,5	3 103,6	16,6	3 338,5	10,1

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	2010		2011 ^{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/}	1,424	-1,6	1,444	0,8	1,438	0,7
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,307	8,4	0,289	-3,6	0,289	-3,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,424	-0,4	0,426	-0,1	0,428	-0,1
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,244	-0,4	1,201	-4,6	1,206	-3,0

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.