

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2008

Março – 2008

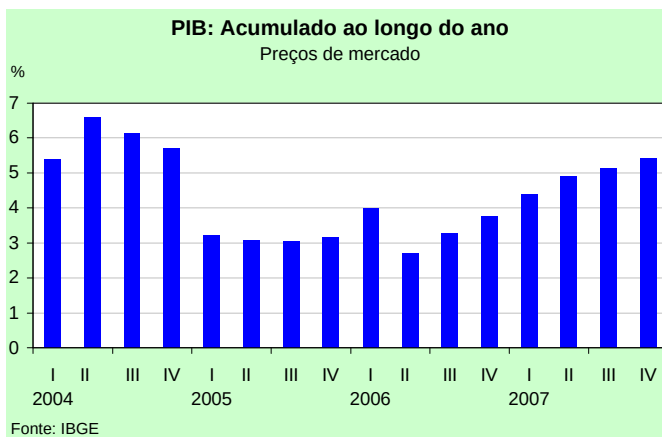


BANCO CENTRAL DO BRASIL

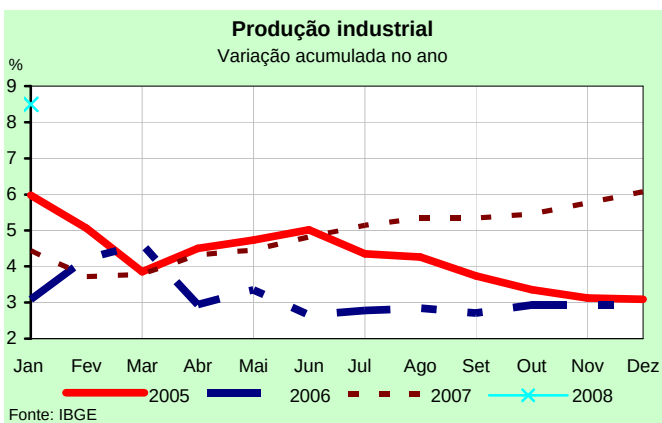
Programação Monetária para o segundo trimestre e para o ano de 2008

A. A economia no primeiro trimestre de 2008

1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 5,4% em 2007, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, maior taxa anual registrada desde 2004, quando o crescimento do produto atingiu 5,7%. Considerada a ótica da oferta, o desempenho positivo do PIB refletiu, mais uma vez, expansões generalizadas em seus componentes, registrando-se elevações de 5,3% na produção agropecuária, impulsionada pelo crescimento de 14,1% da safra de grãos; de 4,9% na atividade industrial, com ênfase na expansão de 5,1% da produção da indústria de transformação; e de 4,7% no setor de serviços, registrando-se expansão generalizada em seus subsetores. Considerada a ótica da demanda, a formação bruta de capital fixo (FBCF) aumentou 13,4% em 2007, seguindo-se as expansões do consumo das famílias, 6,5%, e do governo, 3,1%, proporcionando contribuição de 6,8 p.p. da demanda interna para o crescimento anual do PIB. Em sentido inverso, o setor externo contribuiu negativamente, com 1,4 p.p., resultado de crescimentos de 6,6% das exportações de bens e serviços e de 20,7% das importações, relevantes tanto ao aparelhamento do parque industrial quanto ao equilíbrio entre a demanda e a oferta de bens de consumo. A análise na margem, ratificando a evolução de indicadores antecedentes e coincidentes, indica que o PIB aumentou 1,6% no quarto trimestre do ano, em relação ao período anterior, considerados dados dessazonalizados, constituindo-se no nono resultado positivo, em seqüência, nesse tipo de análise.



2. A produção da indústria cresceu 0,1% no trimestre encerrado em janeiro de 2008, em relação ao finalizado em outubro de 2007, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Registraram-se aumentos em 16 das 27 atividades industriais pesquisadas, com destaque para equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 6%; outros produtos químicos, 4,3%; fumo, 3,8%;



farmacêutica, 3,8%; bebidas, 3,6%; e celulose, papel e produtos de papel, 3,6%. Em sentido oposto, assinalem-se os recuos registrados nas atividades edição, reprodução e impressão, 7%; madeira, 5,5%; calçados, 4,8%; e veículos automotores, 2,5%. Considerada a mesma base de comparação, as produções físicas das categorias de bens de capital, de bens intermediários e de bens de consumo semiduráveis e não duráveis cresceram 2,9%, 1,6% e 0,1%, respectivamente, enquanto a referente a bens de consumo duráveis recuou 0,3%.

3. Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Índice de Volume de Vendas no Varejo aumentou 9,7% em 2007, maior taxa anual registrada desde 2000, quando a pesquisa passou a ter abrangência nacional. As vendas elevaram-se nos oito segmentos que compõem o índice geral, com ênfase para as relativas a equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 29,5%;

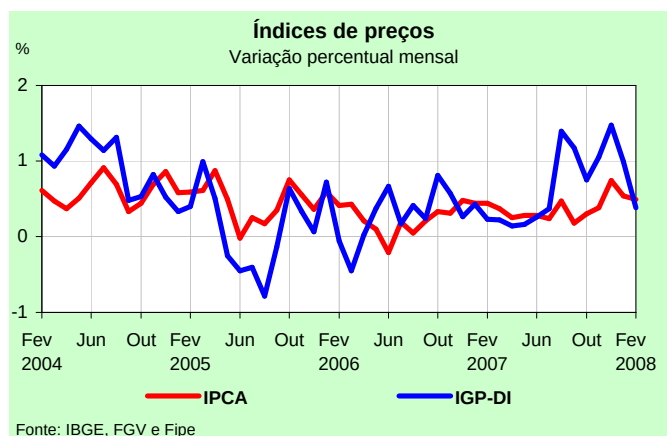


outros artigos de uso pessoal e doméstico, 22,7%; móveis e eletrodomésticos, 15,4%; e tecidos, vestuário e calçados, 10,6%. As vendas do comércio varejista ampliado, conceito que incorpora os segmentos automóveis, motocicletas, partes e peças, e materiais de construção cresceram 13,6%, no ano, evidenciando expansões respectivas de 22,6% e 10,8% nesses dois setores. Os primeiros resultados referentes a 2008 indicam a continuidade do vigor das vendas do varejo, que se elevaram 3,2% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao trimestre finalizado em outubro de 2007, considerados dados dessazonalizados. Registraram-se, nesse período, aumentos nas vendas em todos os segmentos, atingindo 4,6% em equipamentos e materiais para escritório, 4,2% em outros artigos de uso pessoal e doméstico, e 4,1% em tecidos, vestuário e calçados. As vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças recuaram 0,5%, no trimestre, enquanto as relativas a materiais de construção, impulsionadas pelas condições favoráveis nos mercados de crédito e de trabalho, cresceram 0,4%, décimo segundo resultado positivo nesse tipo de comparação, resultando em expansão de 1,5% nas vendas do comércio varejista ampliado.

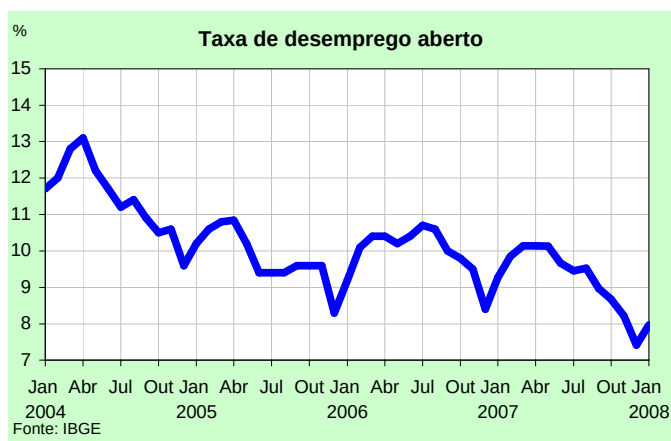
4. Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) da Fundação

Getulio Vargas (FGV) variou 2,95% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 2,99% no finalizado em novembro. Esse comportamento refletiu tanto o recuo registrado nos preços no atacado, em linha com a desaceleração nos preços dos produtos agrícolas, como o aumento na variação dos preços ao consumidor e da construção civil. O Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI),

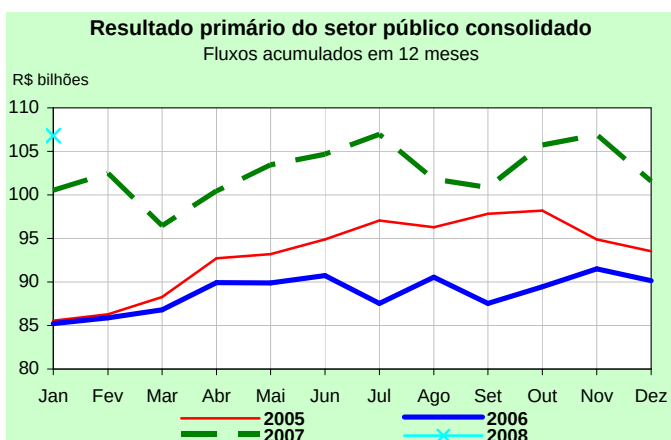
com peso de 60% no IGP-DI, aumentou 3,47% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 4,17% no período setembro a novembro de 2007, recuo associado, fundamentalmente, à desaceleração, de 12,82% para 5,94%, registrada na variação dos preços dos produtos agropecuários. As variações do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) e do Índice Nacional da Construção Civil (INCC), com pesos respectivos de 30% e 10% no IGP-DI, situaram-se, na ordem, em 1,99% e 0,72%, no trimestre encerrado em fevereiro, ante 0,62% e 1,38% no período setembro a novembro de 2007. O IGP-DI cresceu 7,75% em 2007, resultado de variações no IPA-DI, 9,44%; IPC-Br, 4,60%; e INCC, 6,15%. Ressalte-se que a variação do IPA-DI em 2007 refletiu elevações de 24,82% nos preços dos produtos agrícolas e de 4,42% nos preços dos produtos industriais. O IPCA, divulgado pelo IBGE, aumentou 4,46% em 2007, terceira menor variação anual desde o início de sua divulgação, em 1980, ante 3,14% no ano anterior, registrando-se elevações de 1,65% nos preços dos bens e serviços monitorados e administrados por contrato e de 5,73% nos preços livres, ante 4,27% e 2,57%, respectivamente, no ano anterior. A variação do IPCA atingiu 1,79% no trimestre encerrado em fevereiro de 2008, ante 0,86% naquele finalizado em novembro, resultado de acelerações de 0,27% para 0,58%, nos preços monitorados, e de 1,12% para 2,33%, nos preços livres. Esse comportamento, consistente tanto com a sazonalidade do período quanto com o vigor da demanda interna, refletiu, em grande parte, elevações dos preços dos itens ônibus urbano, recreação, plano de saúde e refeição e alimentos *in natura* e cursos.



5. O crescente dinamismo da atividade econômica segue proporcionando desdobramentos positivos, em termos quantitativos e qualitativos, sobre as condições do mercado de trabalho. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, a taxa de desemprego nas seis principais regiões metropolitanas do país atingiu 8% em janeiro, menor percentual registrado no período desde o início da série, em março de 2002. A taxa de ocupação aumentou 3,4% no trimestre terminado em janeiro, em relação ao período correspondente de 2007, correspondendo à criação de 743 mil postos de trabalho na área de abrangência da PME. Esse resultado, ao incorporar 726 mil empregos com carteira assinada, ratifica a continuidade do processo de crescente formalização do mercado de trabalho registrado em períodos recentes. No mesmo período, o número de empregados sem carteira recuou 2,5% e o relativo a trabalhadores por conta-própria cresceu 2%.

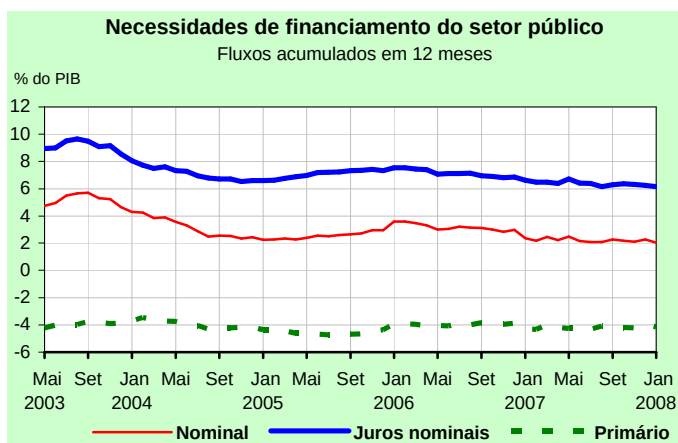


6. O setor público não financeiro registrou superávit primário de R\$101,6 bilhões em 2007, equivalente a 3,98% do PIB. Esse resultado, 0,12 p.p. superior ao assinalado no ano anterior, traduziu elevações respectivas de 0,13 p.p. e 0,33 p.p. do PIB nos superávits do Governo Central e dos governos regionais, e recuo de 0,34 p.p. do PIB no superávit das empresas estatais. As receitas do Governo Central, que inclui o Tesouro Nacional (TN), a Previdência Social e o Banco Central, elevaram-se 0,95 p.p. do PIB em 2007, reflexo, em grande parte, do desempenho favorável das receitas do Tesouro Nacional (TN), que aumentaram 14% em relação a 2006, com ênfase nos aumentos associados ao IRPJ, 25,1%, e à CSLL, 23%, evolução consistente com o ambiente de elevada lucratividade em diversos setores da atividade econômica e de aumento no número de processos de abertura de capital em bolsa de valores. As receitas da Previdência Social aumentaram 13,7% em 2007, para R\$140,4 bilhões, passando a representar 5,5% do PIB, ante 5,29% do PIB no ano anterior, evolução consistente com a expansão da formalização do mercado de trabalho e a elevação da massa salarial. As despesas do governo central cresceram 13,4% em 2007, representando 22% do PIB, ante 21,2% no ano anterior. Desse total, R\$373,6 bilhões corresponderam à despesas do TN;



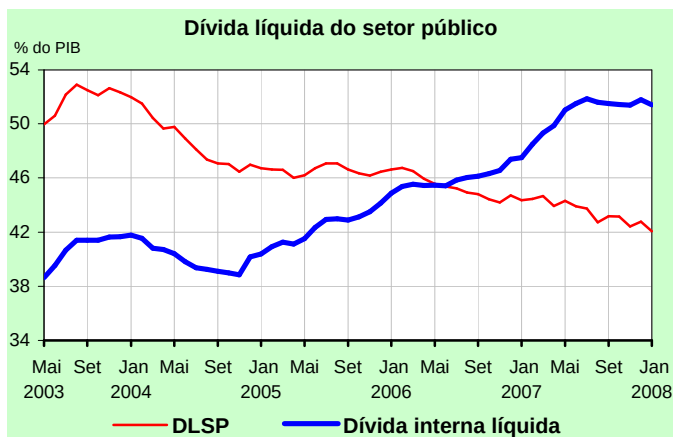
R\$185,3 bilhões, aos encargos da Previdência Social; e R\$2 bilhões às despesas primárias de responsabilidade do Banco Central. O crescimento do resultado primário dos governos regionais foi favorecido pelas elevações da arrecadação do ICMS, 9,1%, e do volume das transferências constitucionais, 13,8%, principais fontes de receitas desse segmento. Ressalte-se que as transferências constitucionais passaram de R\$92,8 bilhões, em 2006, para R\$105,6 bilhões, em 2007, refletindo a elevação nos tributos partilhados com os entes da federação (Imposto de Renda e IPI). O superávit primário do setor público não financeiro alcançou R\$18,7 bilhões em janeiro, melhor resultado já assinalado no mês, registrando-se superávits no Governo Central, R\$16,7 bilhões, e nos governos regionais, R\$3,5 bilhões, e déficit de R\$1,5 bilhão nas empresas estatais. Considerados doze meses encerrados em janeiro, o superávit atingiu R\$106,8 bilhões, 4,15% do PIB, ante 4,27% do PIB no período correspondente de 2007.

7. Os juros nominais, apropriados pelo critério de competência, totalizaram R\$159,5 bilhões em 2007, correspondendo a 6,25% do PIB, ante 6,86% do PIB em 2006, redução associada à trajetória declinante da taxa Selic durante o ano. As necessidades de financiamento do setor público no conceito nominal, que compreendem o superávit primário e os juros nominais apropriados, registraram déficit de R\$57,9 bilhões no ano, equivalente a 2,27% do PIB, a menor relação desde o

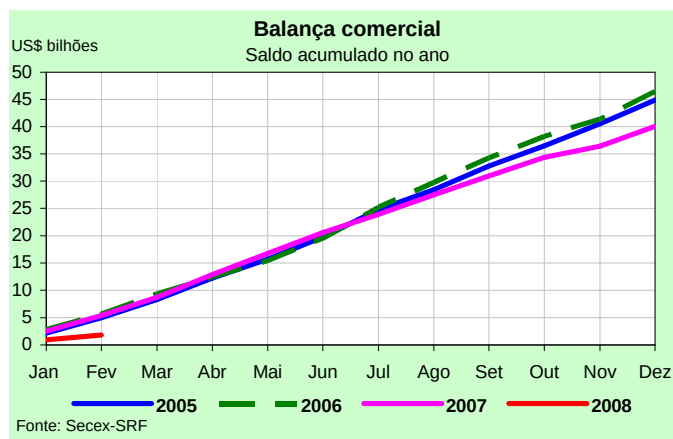


início da série, em 1991. Esse resultado foi financiado, em especial, pela expansão da dívida mobiliária, enquanto o financiamento externo manteve-se na trajetória decrescente iniciada em 2003. Os juros nominais totalizaram R\$13,1 bilhões em janeiro, ante R\$13,9 bilhões no período correspondente do ano anterior, recuo consistente com a redução na taxa Selic. Os juros nominais apropriados nos doze meses finalizados em janeiro somaram R\$158,7 bilhões, 6,17% do PIB, ante R\$156 bilhões, 6,63% do PIB, no mesmo período de 2007. As necessidades de financiamento do setor público no conceito nominal foram superavitárias em R\$5,5 bilhões em janeiro, constituindo-se no primeiro resultado positivo registrado no primeiro mês do ano, e acumularam déficit de R\$51,9 bilhões, 2,02% do PIB, se considerados os doze meses encerrados em janeiro, melhor percentual já registrado nessa base de comparação.

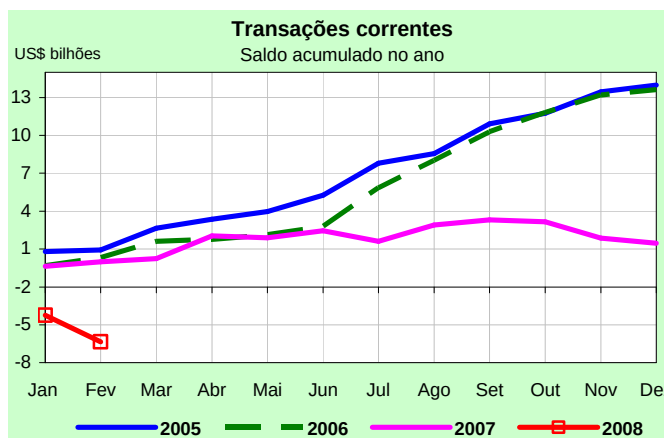
8. A dívida líquida do setor público atingiu 42,8% do PIB em dezembro de 2007, recuando 1.94 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior, mantendo-se na trajetória declinante observada nos últimos anos. A redução dessa proporção em 2007 esteve associada, fundamentalmente, ao resultado primário expressivo e ao crescimento do PIB valorizado. A participação das parcelas da dívida líquida pré-fixada, indexada à taxa Selic, e a índices de preços elevaram-se no decorrer de 2007, atingindo, na ordem, 40,6%, 48,7% e 28,9%, em dezembro, ante 37,6%, 42,6% e 24,8%, no mesmo mês de 2006. Em oposição, a dívida líquida indexada ao câmbio registrou aumento da participação credora, passando de -7,1% para -22,3%, no período. A dívida líquida totalizou R\$1.140,9 bilhões, em janeiro, 42,1% do PIB, recuando 0,7 p.p. comparativamente a dezembro, menor patamar registrado desde dezembro de 1998, quando alcançou 38,9%.



9. As exportações totalizaram US\$26,1 bilhões e as importações, US\$24,3 bilhões, no bimestre encerrado em fevereiro, proporcionando superávit de US\$1,8 bilhão, ante US\$5,4 bilhões no período correspondente de 2007. Essa redução evidenciou o dinamismo das importações que, consideradas as médias diárias, elevaram-se 50,7% no período, enquanto as exportações cresceram 20,5%. A corrente de comércio aumentou 33,4%, na mesma base de comparação. O desempenho das vendas externas no bimestre finalizado em fevereiro, em relação ao período correspondente de 2007, refletiu as elevações registradas nas vendas médias diárias de produtos básicos, 24,5%; manufaturados, 19%; e semimanufaturados, 18,4%, enquanto o das importações traduziu expansões nas aquisições de bens de consumo duráveis, 74,2%, impulsionadas pelo crescimento de 168,4% nas compras de automóveis; bens de capital, 57,6%; matérias-primas, 53%; combustíveis e lubrificantes, 37,5%; e bens de consumo não duráveis, 25,6%. De acordo com a Fundação Centro de Estudos de Comércio Exterior (Funcex), a elevação de 23,5% das exportações no primeiro bimestre de 2008, em relação ao período de 2007, refletiu crescimentos de 21,2% nos preços e de 2% na quantidade exportada, enquanto o aumento de 54,5% das importações evidenciou elevações de 18,1% nos preços e de 30,7% no *quantum* importado.



10. O superávit em transações correntes atingiu US\$1,5 bilhão, 0,11% do PIB, em 2007. Esse resultado, embora represente o quinto superávit anual consecutivo, seguiu em trajetória declinante, constituindo-se no menor valor acumulado em doze meses desde junho de 2003. A redução de US\$12 bilhões em relação ao superávit registrado em 2006 evidenciou tanto a ampliação das remessas líquidas nas contas de serviços e rendas, que passaram de US\$37,1 bilhões para US\$42,6 bilhões,



quanto o desempenho da balança comercial, consistente com o aquecimento da demanda interna. Em fevereiro, as transações correntes registraram déficit de US\$2,1 bilhões, comparado ao superávit de US\$376 milhões no mesmo mês de 2007. O saldo comercial totalizou US\$882 milhões, com redução de 69,6% no período. Adicionalmente, contribuíram para esse resultado as despesas líquidas da conta de rendas, US\$1,9 bilhões, e as remessas líquidas na conta de serviços, US\$1,4 bilhão, com ampliação de 69% neste último. As transferências unilaterais atingiram US\$321 milhões, o que representou elevação de 10,5% na mesma base de comparação. O resultado em transações correntes foi deficitário em US\$4,9 bilhões quando considerados doze meses encerrados em fevereiro, com as despesas líquidas da conta de rendas totalizando US\$30,9 bilhões e as remessas líquidas na conta de serviços, US\$14,4 bilhões, 14,5% e 41,2%, respectivamente, superiores às assinaladas no período correspondente de 2007. O superávit comercial e as transferências unilaterais, que somaram, na ordem, US\$36,4 bilhões e US\$4,1 bilhões, recuaram 21,2% e 6,6%, na mesma base de comparação.

11. A conta capital e financeira do balanço de pagamentos acumulou ingressos líquidos de US\$84,9 bilhões em doze meses finalizados em fevereiro, ante US\$28,9 bilhões no período correspondente de 2007. Esse crescimento vigoroso refletiu ingressos líquidos relativos a investimentos em carteira da ordem de US\$43,6 bilhões, seguindo-se os referentes a investimentos diretos, US\$23,8 bilhões, e a outros investimentos, US\$17,5 bilhões. Ressalte-se que os fluxos de IBD ao



exterior, evidenciando a significativa ampliação do processo de expansão de empresas brasileiras em direção a mercados externos, somaram US\$12,7 bilhões no período de doze

meses encerrado em fevereiro, enquanto os ingressos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED), refletindo ingressos líquidos em participação no capital da ordem de US\$27,1 bilhões, totalizaram US\$36,5 bilhões. Em fevereiro, a conta financeira do balanço de pagamentos apresentou ingressos líquidos de US\$4 bilhões, ante US\$9,6 bilhões no período correspondente de 2007.

12. As reservas internacionais cresceram US\$12,6 bilhões no primeiro bimestre de 2008, totalizando US\$193 bilhões, com destaque para as compras de US\$5,5 bilhões pelo Banco Central no mercado de câmbio. Entre as operações externas, sobressaíram as amortizações de US\$359 milhões referentes às operações de recompra de títulos da dívida externa por parte do Tesouro Nacional e a despesa líquida de juros de US\$230 milhões, resultado de despesas brutas de US\$1,5 bilhão com juros de bônus e de receita de US\$1,3 bilhão com a remuneração das reservas. As liquidações de compras do Tesouro Nacional somaram US\$1,8 bilhão, enquanto as demais operações perfizeram receita de US\$5,8 bilhões.



B. Política Monetária no quarto trimestre de 2007

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

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$143,6 bilhões em dezembro, com alta de 12,8% no mês e de 21,4% em doze meses. O papel-moeda emitido somou R\$98,6 bilhões, resultando em elevação de 14,5% no mês e de 19% em relação a dezembro do ano anterior. As reservas bancárias alcançaram R\$45 bilhões, expandindo 9,1% no mês e 27,1% em doze 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 20,9% nos doze meses encerrados em dezembro, totalizando R\$1,62 trilhão, no conceito de saldos em final de período. Esse resultado refletiu aumentos de 21,1% na base restrita, de 20,8% no saldo de títulos públicos federais e de 22,9% nos depósitos compulsórios em espécie.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	170,6-230,8	20,1	210,5	25,9
Base restrita ^{3/}	121,3-164,1	20,6	143,6	21,4
Base ampliada ^{4/}	1496,6-1756,9	21,7	1616,6	20,9
M4 ^{4/}	1620,3-2192,2	22,3	1884,8	20,9

^{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\$210,5 bilhões em dezembro, elevando-se 14,6% no mês e 25,9% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$79,3 bilhões, com aumentos de 14,2% no mês e 18,2% em doze meses, ao passo que os depósitos à vista alcançaram R\$131,2 bilhões, com acréscimos respectivos de 14,8% e de 31,1%.

17. O agregado monetário M4, em final de período, apresentou elevação mensal de 1,5% em dezembro, totalizando R\$1,88 trilhão. O aumento acumulado em doze meses totalizou 20,9%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$31 bilhões no último trimestre de 2007, resultante de resgates líquidos de R\$15,9 bilhões e R\$15,1 bilhões, respectivamente, nos mercados primário e secundário.

19. Em outubro, o Copom avaliou que a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias inicialmente localizadas viesse a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica havia se elevado, uma vez que o aquecimento da demanda poderia traduzir-se em aumento no repasse de pressões sobre os preços no atacado para os preços ao consumidor. Adicionalmente, foi considerado que, embora o setor externo tivesse o efeito de moderar a inflação no setor transacionável, o aquecimento da demanda doméstica poderia desencadear pressões inflacionárias no setor não transacionável. O Comitê observou, ainda, que ao longo dos próximos meses, tanto os crescimentos do crédito e da massa salarial real quanto os efeitos da expansão das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais devem continuar impulsionando a atividade econômica, que já cresce a taxas robustas. Nesse ambiente, e diante das incertezas associadas ao mecanismo de transmissão da política monetária e ao ritmo de crescimento prospectivo da oferta e demanda agregadas, o Copom resolveu fazer uma pausa no processo de flexibilização da política monetária. Assim, o Comitê decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 11,25% ao ano, sem viés. Em

dezembro, o Copom avaliou que a evolução da conjuntura macroeconômica e o cenário prospectivo para a inflação justificavam a manutenção da taxa Selic em 11,25% ao ano, sem viés.

C. Política monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2008

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$132,5 bilhões em fevereiro, com redução de 6,6% em relação a janeiro e expansão de 18,4% em doze meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as reservas bancárias recuaram 11,4% no mês e aumentaram 23,6% na base anualizada, situando-se em R\$41,4 bilhões, enquanto o saldo de papel-moeda emitido diminuiu 4,2% no mês e aumentou 16,2% em doze meses, atingindo R\$91,2 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,66 trilhão em fevereiro, com aumentos de 0,4% no mês e de 19,3% em doze meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 22,7% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie, de 20,2% na base restrita e de 19% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$187,4 bilhões em fevereiro, com queda de 6,1% no mês e expansão de 18,9% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$73,4 bilhões, apresentando redução de 4,3% no mês e crescimento de 16,8% em doze meses. Os depósitos à vista somaram R\$114 bilhões, com redução mensal de 7,2% e aumento de 20,3% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$1,92 trilhão em fevereiro, registrando aumentos de 1,4% no mês e de 19,9% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2008 e ocorridos no período janeiro/fevereiro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	161,7-218,7	21,0	187,4	18,9
Base restrita ^{3/}	113,6-153,8	22,6	132,5	18,4
Base ampliada ^{4/}	1574,2-1848,0	20,5	1655,1	19,3
M4 ^{4/}	1677,3-2269,3	21,3	1923,3	19,9

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 contracionista de R\$22,7 bilhões no bimestre encerrado em fevereiro. Esse resultado decorreu da diferença entre os resgates líquidos de R\$7,6 bilhões, no mercado primário, e as colocações líquidas de R\$30,3 bilhões, no mercado secundário, de títulos do Tesouro Nacional.

25. Em janeiro, o Copom avaliou que, diante dos sinais de aquecimento da economia e da elevação das expectativas de inflação, haviam se elevado os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas, tal como consubstanciado nas suas projeções. Nesse contexto, mesmo considerando que, naquele momento, a manutenção da taxa básica de juros se constituía na decisão mais adequada, o Comitê reiterou que poderia adotar uma postura diferente, por meio do ajuste dos instrumentos de política monetária, caso se consolidasse um cenário de divergência entre a inflação projetada e a trajetória das metas. Assim, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 11,25% ao ano, sem viés, e acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária. Na reunião de março, o

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
19.01.2005	-	18,25
16.02.2005	-	18,75
16.03.2005	-	19,25
20.04.2005	-	19,50
18.05.2005	-	19,75
15.06.2005	-	19,75
20.07.2005	-	19,75
17.08.2005	-	19,75
14.09.2005	-	19,50
19.10.2005	-	19,00
23.11.2005	-	18,50
14.12.2005	-	18,00
18.01.2006	-	17,25
08.03.2006	-	16,50
19.04.2006	-	15,75
31.05.2006	-	15,25
19.07.2006	-	14,75
30.08.2006	-	14,25
18.10.2006	-	13,75
29.11.2006	-	13,25
24.01.2007	-	13,00
07.03.2007	-	12,75
18.04.2007	-	12,50
06.06.2007	-	12,00
18.07.2007	-	11,50
05.09.2007	-	11,25
17.10.2007	-	11,25
05.12.2007	-	11,25
23.01.2008	-	11,25
05.03.2008	-	11,25

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

Copom voltou a considerar que, diante dos sinais de aquecimento da economia e da continuidade da elevação das expectativas de inflação, a despeito de desenvolvimentos de curto prazo favoráveis, eram relevantes os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno. Ademais, a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas tendia a elevar a probabilidade de cenário de divergência entre a inflação projetada e a trajetória das metas. Nesse contexto, embora o Comitê tenha discutido a opção de realizar, naquele momento, um ajuste na taxa básica de juros que reforçasse a ancoragem das expectativas, não apenas para 2008, mas também no médio prazo, e reduzisse o descompasso entre as trajetórias da demanda e oferta agregadas, prevaleceu o entendimento de que o balanço dos riscos para a trajetória prospectiva central da inflação justificava a manutenção da taxa básica em seu patamar atual. Dessa forma, o Comitê decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 11,25% a.a., sem viés.

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

26. O crescimento do PIB em 2007, além de se constituir no mais representativo desde 2004, ratificou a importância do processo de fortalecimento da demanda interna como propulsor do dinamismo da economia brasileira. Esse fortalecimento, ao ampliar a resistência da economia do país aos movimentos registrados no cenário externo, cria as condições para a manutenção da expansão dos investimentos ainda que o cenário de desaceleração moderada no crescimento de economias maduras se materialize.

27. A análise da evolução da demanda interna evidencia o crescimento expressivo da FBCF em relação ao desempenho do consumo das famílias, sugerindo o início de um ciclo de crescimento mais intenso e de longo prazo, perspectiva fortalecida pelo otimismo dos empresários registrado em distintas sondagens conjunturais. Ressalte-se que o consumo das famílias segue apresentando expansão relevante, trajetória consistente com a expansão do mercado de crédito e as melhores condições no mercado de trabalho, e que deverá prosseguir no atual cenário de sustentabilidade do crescimento da economia.

28. A projeção relativa à continuidade da trajetória expansionista dos investimentos em 2008 envolve uma conjunção de fatores. Nesse sentido, o cenário de fortalecimento dos fundamentos da economia brasileira concorre para a manutenção do risco-país em patamar reduzido, estimulando o ingresso de investimentos externos no país. Adicionalmente, a apreciação do real favorece a intensificação das importações de bens de capital, relevantes para o aparelhamento do parque industrial, que vem operando com alto nível de utilização da capacidade instalada. No mesmo sentido, deverão contribuir os desembolsos relativos às obras de infra-estrutura previstas no cronograma do PAC.

29. O crescente dinamismo da atividade econômica segue proporcionando desdobramentos positivos, em termos quantitativos e qualitativos, sobre as condições do mercado de trabalho. Essa trajetória deverá persistir em 2008, conforme antecipado pelos resultados de janeiro, quando a taxa de desemprego nas seis principais regiões metropolitanas do país atingiu 8%, menor percentual registrado no período desde o início da série, em março de 2002, e a taxa de desemprego situou-se, pelo quinto mês consecutivo, no menor patamar já registrado nos respectivos períodos.

30. O cenário favorável registrado em relação ao mercado de trabalho, assim como a manutenção, em patamar elevado, das expectativas dos consumidores em relação à manutenção do emprego e à evolução da economia, seguem estimulando decisões relativas ao comprometimento da renda futura, com desdobramentos sobre a demanda por crédito para a compra de bens duráveis. Nesse ambiente, em que as necessidades de recursos, por parte das empresas, para recompor estoques e ampliar sua capacidade produtiva mostrasse, igualmente, crescente, os empréstimos destinados a pessoas jurídicas registraram expressiva aceleração.

31. A demanda por crédito, mesmo incorporada a sazonalidade do período, permaneceu aquecida no início de 2008, desempenho particularmente consistente se considerado o contexto de elevação das taxas de juros das principais modalidades de crédito, decorrente tanto do recrudescimento das incertezas nos mercados financeiros internacionais quanto das alterações introduzidas na estrutura tributária do país. Esse comportamento reforça a percepção de que o mercado de crédito tende a continuar oferecendo suporte fundamental à sustentação do nível de atividade econômica.

32. A condução da política fiscal segue garantindo a manutenção da trajetória descendente da razão DLSP/PIB. No início do ano, objetivando assegurar a continuidade dessa trajetória, foram introduzidas alterações na estrutura tributária que favorecessem a minimização da perda de arrecadação decorrente da extinção da CPMF e garantissem o alcance das metas de superávit fiscal definidas anteriormente. Ressalte-se que o maior dinamismo da economia segue impulsionando o crescimento da arrecadação de impostos e contribuições, com desdobramentos favoráveis quanto ao cumprimento das metas fiscais estipuladas para 2008. Paralelamente, registra-se menor vulnerabilidade do endividamento público, traduzida em elevação dos prazos de maturação da dívida, redução do custo financeiro e menor exposição aos riscos externos.

33. O ano de 2008 deverá registrar o primeiro déficit em transações correntes dos últimos cinco anos. Esse resultado, influenciado pelas reduções do saldo comercial e pelo aumento nas remessas líquidas de serviços e rendas, em especial de lucros e dividendos, deverá ser financiado com os ingressos líquidos da conta financeira do balanço de pagamentos, com ênfase para os investimentos estrangeiros diretos. Dessa maneira, o retorno de pequenos déficits em transações correntes, considerados como percentual do PIB, não causarão alterações de vulto na situação externa do país. Note-se, em particular, que a taxa

de câmbio flutuante deve contribuir de forma importante para mitigar qualquer movimento excessivo nas contas externas do país.

34. As perspectivas relativas à evolução da economia mundial seguem indefinidas, com as incertezas do ambiente internacional podendo impactar os cenários projetados para os preços das *commodities*, os fluxos de capitais e as taxas de crescimento das exportações e do produto mundiais. Ainda assim, as perspectivas para 2008 incorporam a permanência das condições favoráveis de financiamento do balanço de pagamentos, expectativa fundamentada, em parte, pela experiência vivenciada pela economia brasileira na segunda metade de 2007, quando a volatilidade nos mercados financeiros internacionais, decorrente da inadimplência no mercado *subprime*, exerceu impacto residual sobre a economia do país.

35. A expressiva acumulação de reservas segue reduzindo a exposição do país a riscos associados a choques de origem externa. Nesse contexto, é razoável concluir que, mantida a consistência das políticas macroeconômicas, traduzida no fortalecimento da demanda interna, mesmo em cenário de crise externa moderada a economia brasileira reúne os requisitos para a manutenção do ciclo expansivo iniciado em 2004.

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

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

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

Discriminação	R\$ bilhões			
	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	164,0-221,9	18,7	211,5-286,0	18,2
Base restrita ^{3/}	113,3-153,3	17,8	149,2-201,8	22,2
Base ampliada ^{4/}	1639,8-1924,9	17,5	1759,6-2065,6	18,3
M4 ^{4/}	1726,7-2336,1	17,6	1887,0-2553,0	17,8

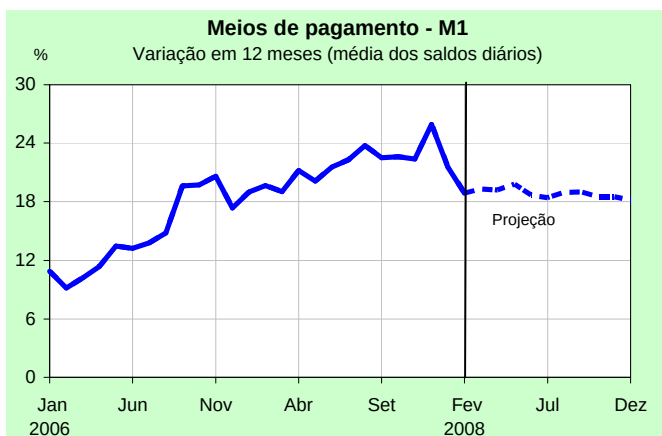
^{1/} Refere-se ao último mês do período.

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

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

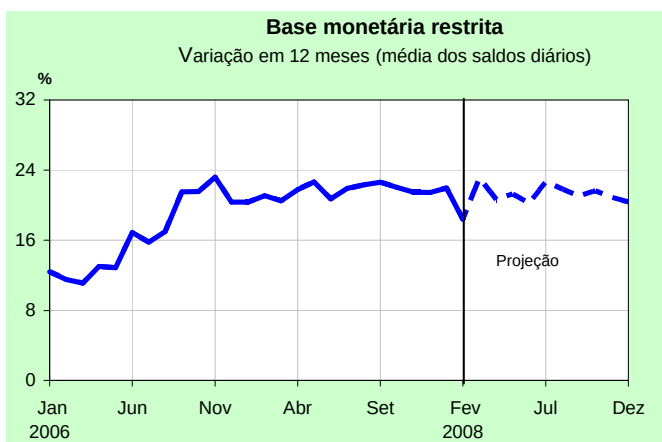
^{4/} Saldos em fim de período.

37. 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 doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 18,7% para junho e em 18,2% para dezembro de 2008.

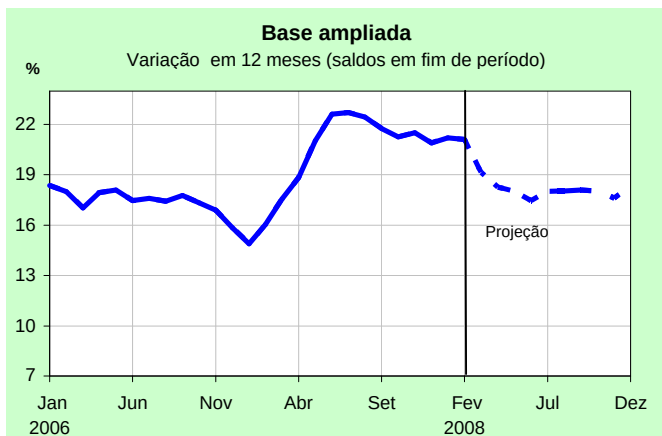


38. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições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

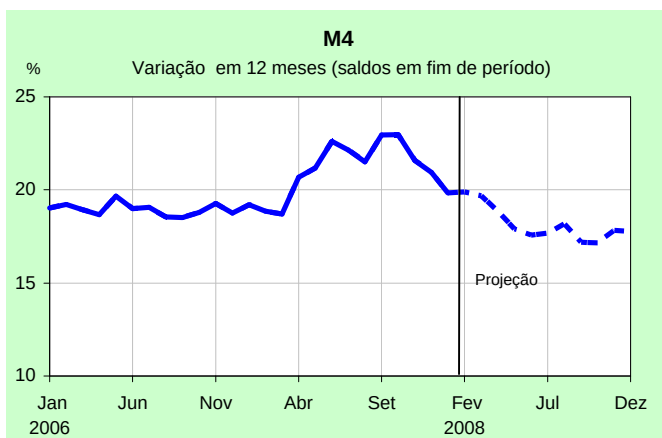
39. Tendo em vista as projeções feitas para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em doze meses para o saldo médio da base monetária de 17,8% em junho e de 22,2% em dezembro de 2008.



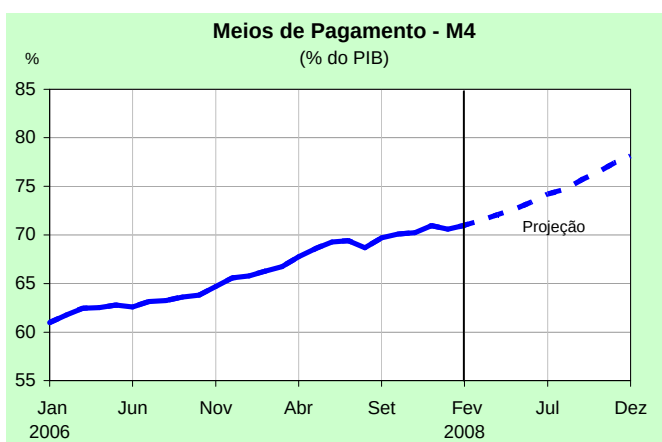
40. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 17,5% em junho e 18,3% em dezembro de 2008.



41. 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 doze meses esperado para o M4 corresponde a 17,6% em junho e 17,8% em dezembro de 2008.



42. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar, em 2008, expansão semelhante à registrada ao longo de 2007, trajetória consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



43. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre janeiro/fevereiro de 2008, bem como os valores previstos para o segundo trimestre e para o ano de 2008.

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

Discriminação	2008		2008 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo 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/}	187,4	18,9	193,0	18,7	248,8	18,2
Base restrita ^{4/}	132,5	18,4	133,5	17,9	176,1	20,9
Base ampliada ^{5/}	1655,1	19,3	1782,4	17,5	1912,6	18,3
M4 ^{5/}	1923,3	19,9	2031,4	17,6	2 220,0	17,8

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2008		2008 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro ^{1/}		Segundo Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,414	0,4	1,447	0,7	1,448	-1,2
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,363	2,8	0,335	-6,4	0,328	-4,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,391	-1,7	0,380	-1,8	0,376	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,162	0,5	1,140	0,1	1,161	-0,4

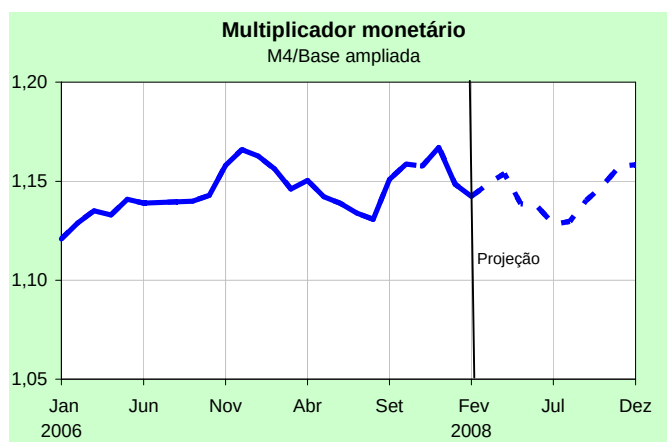
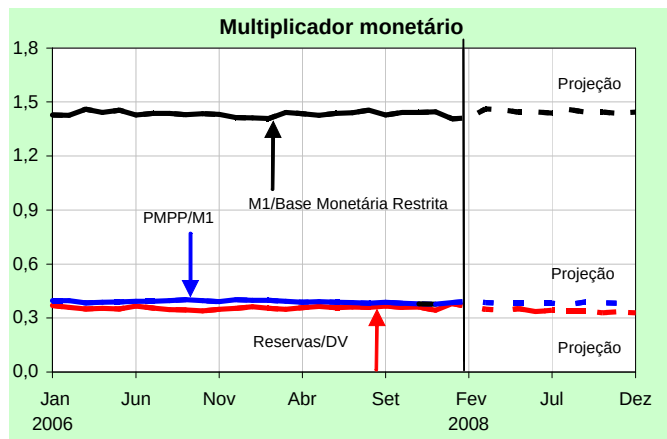
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	170,6-230,8	20,1	210,5	25,9
Base restrita ^{3/}	121,3-164,1	20,6	143,6	21,4
Base ampliada ^{4/}	1496,6-1756,9	21,7	1616,6	20,9
M4 ^{4/}	1620,3-2192,2	22,3	1884,8	20,9

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 primeiro trimestre de 2008 e ocorridos no período janeiro/fevereiro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	161,7-218,7	21,0	187,4	18,9
Base restrita ^{3/}	113,6-153,8	22,6	132,5	18,4
Base ampliada ^{4/}	1574,2-1848,0	20,5	1655,1	19,3
M4 ^{4/}	1677,3-2269,3	21,3	1923,3	19,9

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 segundo trimestre e para ano de 2008^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões			
	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	164,0-221,9	18,7	211,5-286,0	18,2
Base restrita ^{3/}	113,3-153,3	17,8	149,2-201,8	22,2
Base ampliada ^{4/}	1639,8-1924,9	17,5	1759,6-2065,6	18,3
M4 ^{4/}	1726,7-2336,1	17,6	1887,0-2553,0	17,8

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		2008 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo 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/}	187,4	18,9	193,0	18,7	248,8	18,2
Base restrita ^{4/}	132,5	18,4	133,5	17,9	176,1	20,9
Base ampliada ^{5/}	1655,1	19,3	1782,4	17,5	1912,6	18,3
M4 ^{5/}	1923,3	19,9	2031,4	17,6	2 220,0	17,8

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		2008 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro ^{1/}		Segundo Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,414	0,4	1,447	0,7	1,448	-1,2
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,363	2,8	0,335	-6,4	0,328	-4,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,391	-1,7	0,380	-1,8	0,376	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,162	0,5	1,140	0,1	1,161	-0,4

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.