

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2010

Março – 2010

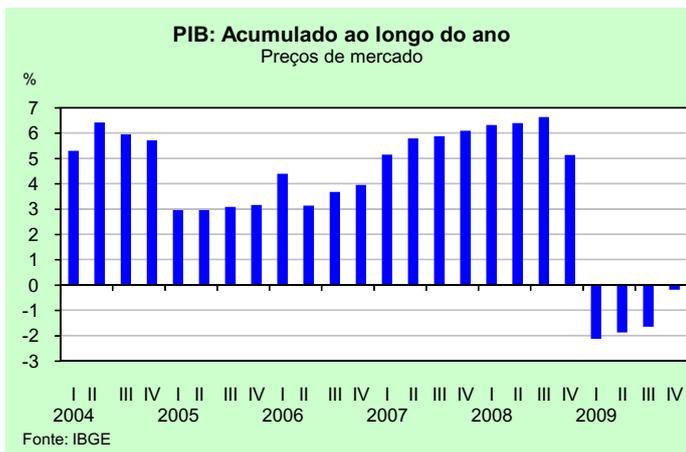


BANCO CENTRAL DO BRASIL

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

A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2010

1. O PIB, embora registrasse recuperação vigorosa, na margem, no último trimestre de 2009, apresentou recuo anual de 0,2% em 2009, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, resultado consistente com os dois períodos distintos experimentados pela economia brasileira após a intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais e passível de revisão – os números finais sobre a atividade em 2009 serão divulgados em 2011.



O breve período recessivo que sucedeu à forte deterioração do ambiente econômico internacional se traduziu – consideradas estatísticas dessazonalizadas e variações em relação ao trimestre anterior – em retrações respectivas do PIB de 3,5% e 0,9% nos trimestres encerrados em dezembro de 2008 e em março de 2009. A partir do segundo trimestre de 2009, o nível da atividade da economia passou a registrar recuperação progressiva, expressa nos aumentos respectivos de 1,4%, 1,7% e 2% assinalados pelo PIB nos trimestres finalizados em junho, setembro e dezembro. Considerada a ótica do produto, o desempenho anual do PIB em 2009 refletiu as retrações respectivas de 5,2% e 5,5% assinaladas nos setores primário e secundário e o crescimento de 2,6% registrado no setor de serviços. O exame dos componentes da demanda evidencia a importância do consumo das famílias e do governo para a sustentação do PIB em 2009. Nesse sentido, os gastos das famílias, em cenário de crescimento da massa salarial real e do volume das operações de crédito do sistema financeiro destinado a pessoas físicas, aumentaram 4,1% no ano, enquanto o consumo do governo cresceu 3,7%. Em oposição, os investimentos, em linha com o desempenho da construção civil e da produção e importação de máquinas e equipamentos, apresentaram retração anual de 9,9%, contribuindo decisivamente para que o impacto exercido pela demanda interna para o desempenho anual do PIB em 2009 fosse negativo em 0,3 p.p. As importações recuaram 11,4% no ano e as exportações, 10,3%, determinando que a contribuição da demanda externa para a evolução do PIB em 2009 atingisse 0,1 p.p.

2. A produção da indústria geral cresceu 1,9% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2009, de acordo com estatísticas dessazonalizadas da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. Esse resultado refletiu os aumentos assinalados nas indústrias extrativa, 2,4%, e de transformação, 3,5%, este decorrente de resultados positivos em 19 das 26 atividades pesquisadas, com ênfase nos relativos aos segmentos

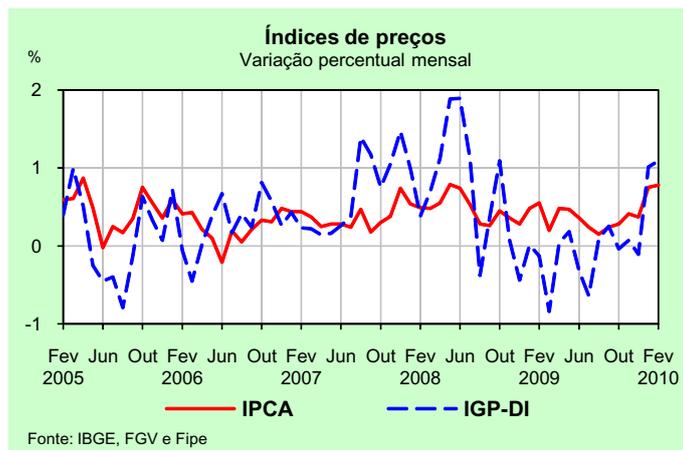


produtos de metal, 19,5%, máquinas e equipamentos, 9,5%, e madeira, 7,7%, contrastando com o recuo de 8% registrado na produção de eletrônicos, aparelhos e equipamentos de comunicações. A análise por categorias de uso revela a sustentação da recuperação da indústria de bens de capital, que aumentou 11,4% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2009, quando havia crescido 8,5%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. A indústria de bens intermediários experimentou aumentos respectivos de 5,1% e 4,5%, nos períodos considerados, enquanto nos segmentos de bens de consumo semi e não duráveis, e de bens de consumo duráveis ocorreram, na ordem, variações trimestrais de 1% e 1,4%, e de -1,4% e 9,2%.

3. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), as vendas no comércio ampliado aumentaram 0,7% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro, considerados dados dessazonalizados. Registraram-se, no período, resultados positivos em oito dos dez segmentos pesquisados, com ênfase nas expansões assinaladas nas vendas de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 8,4%; móveis e eletrodomésticos, 7,7%; material de construção, 4,5%; e combustíveis e lubrificantes, 3,7%. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, aumentaram 2,9% no período.



4. A variação acumulada do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da Fundação Getulio Vargas (FGV), atingiu 2,00% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 0,28% naquele finalizado em novembro. Esse comportamento refletiu o impacto do aumento nos preços industriais sobre a inflação no segmento atacadista e as acelerações experimentadas nas variações dos preços ao consumidor e da construção civil. O Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade



Interna (IPA-DI) assinalou variações de 2,06% e 0,17%, respectivamente, nos trimestres considerados, enquanto as variações do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) e do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) situaram-se, na ordem, em 2,23% e 1,10% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 0,46% e 0,50%, respectivamente, naquele finalizado em novembro de 2009. A variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, atingiu 1,91% no trimestre encerrado em fevereiro de 2010, ante 0,93% naquele finalizado em novembro, resultado de acelerações, de 1,20% para 1,77%, nos preços monitorados, e de 0,82% para 1,96%, nos preços livres. Esse comportamento, consistente com a sazonalidade do período e com o maior vigor da demanda interna, refletiu, em grande medida, as elevações assinaladas nos preços dos itens ônibus urbano, álcool, açúcar, alimentos *in natura* e cursos.

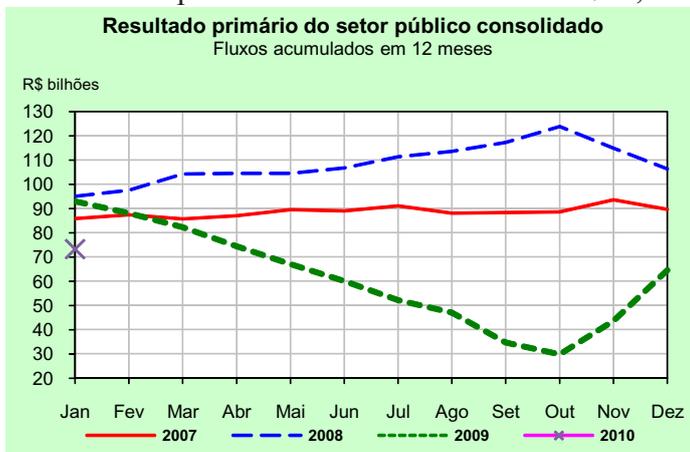
5. A taxa média de desemprego, medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, atingiu 7,1% no trimestre encerrado em janeiro – menor nível para o período desde o início da pesquisa, em março de 2002, ante 7,8% no trimestre encerrado em outubro e 7,5% em igual período de 2009. Vale ressaltar que, considerados dados dessazonalizados pelo Banco Central, a taxa de desemprego registrou recuo trimestral de 0,2 p.p., para 7,7%, no trimestre encerrado



em janeiro. A retração de 0,4 p.p. observada na comparação em doze meses refletiu a aceleração assinalada na ocupação, que cresceu 1,4% no período, refletindo, em parte, os aumentos observados nas atividades serviços domésticos, 5,7%, e construção civil, 5,2%, e a retração de 1,1% assinalada na indústria. Adicionalmente, o número de empregos com carteira assinada no setor privado cresceu 1,9% no período, contrastando com a retração 2,4% registrada nos postos sem carteira assinada. Nesse cenário, a taxa de formalização,

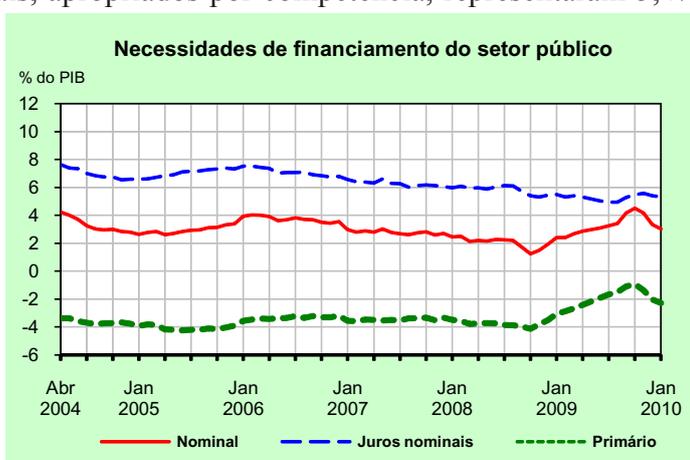
definida como a razão entre o número de empregados com carteira assinada e o número total de ocupados atingiu o máximo de 50,3% em janeiro.

6. O superávit primário do setor público consolidado totalizou R\$64,5 bilhões em 2009, registrando recuo anual de 1,48 p.p., para 2,06% do PIB, mas atendendo, descontados os investimentos do PAC, da ordem 0,57% do PIB, a meta de superávit primário ajustada para o ano, de 1,93% do PIB. A receita bruta do Tesouro Nacional representou 18,2% do PIB em 2009, ante 18,8% no ano anterior, com ênfase nos recuos nas arrecadações relativas ao IPI, 22,1%, e à Cofins,



2,4%, enquanto as despesas experimentaram aumento anual de 1,14 p.p. do PIB. O déficit da Previdência Social registrou, após duas reduções anuais consecutivas, crescimento em 2009. As receitas, em cenário de elevação da massa salarial, aumentaram 0,37 p.p. do PIB, enquanto as despesas com benefícios, impulsionadas pelos reajustes do salário mínimo e dos benefícios acima do piso e pelas elevações na quantidade média mensal de benefícios pagos e no total de precatórios judiciais pagos, elevaram-se 0,53 p.p. do PIB. As transferências para os governos regionais, evidenciando recuos na arrecadação dos tributos compartilhados, particularmente do IPI, no repasse de *royalties* e participações especiais, e nas transferências da Cide-combustíveis, reduziram-se 0,36 p.p., para 4,07% do PIB, em 2009. Os superávits primários dos governos regionais e das empresas estatais totalizaram, na ordem, 0,67% e 0,03% do PIB em 2009, recuando 0,35 p.p. e 0,12 p.p., respectivamente, em relação ao ano anterior.

7. Os juros nominais, apropriados por competência, representaram 5,4% do PIB, em 2009, recuando, em linha com a trajetória da taxa Selic média, 0,05 p.p. do PIB no ano. Nesse contexto, o déficit nominal do setor público equivaleu a 3,34% do PIB, comparativamente a 1,9% do PIB, em 2008. O financiamento desse resultado ocorreu, seguindo padrão semelhante ao assinalado no ano anterior, mediante expansões da dívida mobiliária e das demais fontes de financiamento interno,



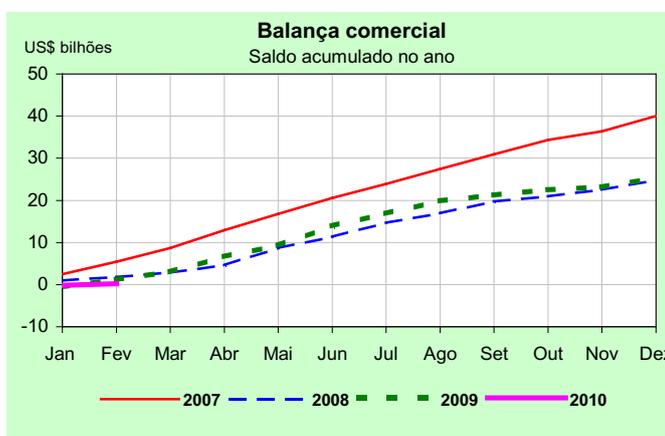
que incluem a base monetária, e reduções da dívida bancária líquida e do financiamento externo líquido.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.345,3 bilhões em 2009, representando 42,9% do PIB, ante 38,4% em 2008, o primeiro aumento na relação anual DLSP/PIB desde 2002. A DLSP reduziu-se para 41,7% do PIB, em janeiro, com ênfase no impacto da depreciação cambial de 7,7% ocorrida no mês. É importante enfatizar que a evolução da taxa de câmbio tem-se constituído em variável relevante para a trajetória do nível de endividamento. Nesse



sentido, a depreciação cambial de 32% observada em 2008 exerceu contribuição de 2,6 p.p. do PIB para a redução anual do endividamento líquido, enquanto a apreciação de 25,5% assinalada em 2009 exerceu impacto de 2,5 p.p. do PIB para o aumento da relação DLSP/PIB. Nesse ano, devem ser destacadas, adicionalmente, as contribuições respectivas de 5,4 p.p. e 0,3 p.p. inerentes à apropriação dos juros nominais e ao ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, parcialmente neutralizadas pelos efeitos associados ao superávit primário, ao crescimento do PIB e às privatizações, que atingiram, na ordem, 2,1 p.p., 1,6 p.p. e 0,1 p.p. do PIB.

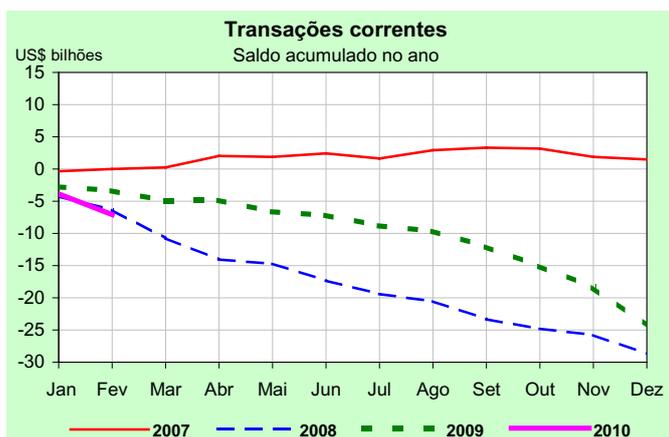
9. A balança comercial foi superavitária em US\$228 milhões no primeiro bimestre de 2010, resultado 81,5% inferior ao registrado em igual período do ano anterior, reflexo de expansões de 28,3% nas importações e de 21,3% nas exportações, que somaram US\$23,3 bilhões e US\$23,5 bilhões, respectivamente. O crescimento de 24,7% assinalado na corrente de comércio evidenciou a aceleração do crescimento da demanda interna e o início da recuperação econômica observada



nos principais parceiros comerciais do país. A média diária das exportações de produtos básicos aumentou 28,6% no bimestre, seguindo-se as expansões assinaladas nos embarques médios de produtos semimanufaturados, 21,6%, e de manufaturados, 20,6%. A média diária das importações aumentou 31,7% no período, com ênfase no crescimento de 65,1% assinalado na categoria de bens de consumo duráveis, impulsionado pelo aumento de 97,1% nas aquisições de automóveis. As aquisições médias diárias de combustíveis e lubrificantes elevaram-se 34,4% no período, seguindo-se as expansões relacionadas às compras de matérias-primas e produtos intermediários, 33,8%; bens de consumo não-duráveis, 26,9%; e a bens de capital, 17,2%. De acordo com a Fundação Centro de Estudos de Comércio

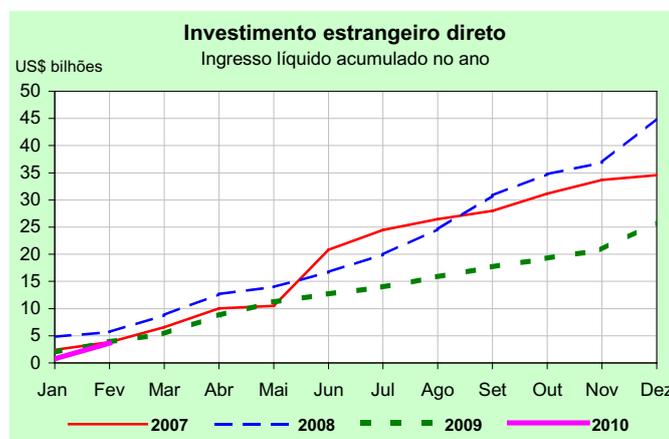
Exterior (Funcex), a expansão de 21,3% observada nas exportações no bimestre encerrado em fevereiro, em relação a igual período de 2009, resultou de crescimentos de 12,9% nos preços e de 7,7% no *quantum* exportado, enquanto o crescimento de 28,3% assinalado nas importações foi determinado pelas variações respectivas de 32,1% e -2,6% assinaladas na quantidade importada e nos preços.

10. O déficit em transações correntes, após atingir US\$28,2 bilhões em 2008 e reduzir-se para US\$24,3 bilhões em 2009, totalizou US\$7,1 bilhões no bimestre encerrado em fevereiro de 2010, ante US\$3,4 bilhões em igual período do ano anterior. As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$3,3 bilhões, elevando-se 130,2% no bimestre, com ênfase na expansão de 208%, para US\$1,1 bilhão, assinalada nas despesas líquidas com viagens internacionais.



As despesas líquidas de juros, que cresceram 20,8% no bimestre, somaram US\$2,5 bilhões, com os pagamentos ao exterior mantendo-se no patamar de US\$3,4 bilhões e as receitas, refletindo a redução das taxas de juros internacionais no contexto da crise mundial, recuando 29,9%, para US\$874 milhões. As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$2,1 bilhões no bimestre encerrado em fevereiro, aumentando 15,3% em relação a igual período do ano anterior. As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$504 milhões nos dois primeiros meses de 2010, recuando 14,5% em relação a igual período do ano anterior. Os ingressos líquidos decorrentes de remessas para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo das economias dos principais países de destino de migrantes brasileiros, somaram US\$234 milhões, recuando 24,7%, no período.

11. As contas capital e financeira apresentaram superávit de US\$10,3 bilhões nos dois primeiros meses do ano, ressaltando-se a contribuição expressiva, para esse resultado, dos investimentos estrangeiros em carteira, incluindo elevadas taxas de rolagem e significativos ingressos líquidos positivos em ações e títulos de renda fixa negociados no país. O cenário de influxo líquido de capitais permanece em linha com a trajetória descendente dos prêmios de risco para o País e com as melhores condições do mercado de crédito internacional.



12. As reservas internacionais no conceito liquidez, que incorpora as operações de empréstimo em moedas estrangeiras, totalizaram US\$241,3 bilhões em fevereiro, elevando-se US\$2,3 bilhões no ano. Considerado o conceito caixa, as reservas atingiram US\$241,1 bilhões, elevando-se US\$2,6 bilhões, no mesmo período. As compras líquidas do Banco Central no mercado de câmbio somaram US\$2,3 bilhões no primeiro bimestre de 2010, dos quais US\$2,1 bilhões no mercado



à vista e US\$278 milhões referentes a retornos de operações de empréstimos em moedas estrangeiras. A receita relativa à remuneração das reservas somou US\$585 milhões, enquanto as demais operações reduziram o estoque em US\$359 milhões. As operações de empréstimo em moedas estrangeiras contra garantias, modalidade a ser integralmente liquidada em 2010, apresentaram, em fevereiro, saldo de US\$256 milhões.

B. Política monetária no quarto trimestre de 2009

13. Os saldos da base monetária restrita, da 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 2009.

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$167,4 bilhões em dezembro, elevando-se 12,6% no mês e 14,9% em doze meses. O papel-moeda emitido somou R\$128,2 bilhões, resultando em elevação de 12,7% no mês e de 14,3% em relação a dezembro do ano anterior, enquanto as reservas bancárias totalizaram R\$39,2 bilhões, crescendo 12,2% no mês e 16,8% 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 16% no período de doze meses encerrado em dezembro, totalizando R\$2,05 trilhões. Esse resultado refletiu os aumentos assinalados nos saldos da base restrita, 12,6%; e dos títulos públicos federais, 16,6%; e a retração de 7,6% observada nos depósitos compulsórios em espécie.

16. Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, somaram R\$240,3 bilhões em dezembro, elevando-se 11,7% no mês e 10,1% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$103,3 bilhões, com aumentos de 12,7% no mês e 14% em doze meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram

R\$137,1 bilhões, com acréscimos respectivos de 11% e 7,3%, nas bases de comparação mencionadas.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2009^{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	240,3	10,1
Base restrita ^{3/}	139,7-189,0	12,8	167,4	14,9
Base ampliada ^{4/}	1885,0-2212,9	15,9	2051,4	16
M4 ^{4/}	2127,5-2878,4	11,6	2602,1	16,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$2,6 trilhões, registrando aumentos de 2% no mês e de 16,1% em doze meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$34,4 bilhões no último trimestre de 2009, resultante de resgates líquidos de R\$23,4 bilhões no mercado primário e de R\$11 bilhões, no secundário.

19. 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 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.

C. Política monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2010

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$161,9 bilhões em fevereiro, registrando recuo de 2,1% em relação a janeiro e aumento de 19,2% em doze meses. As reservas bancárias totalizaram R\$38,8 bilhões, registrando variações respectivas de -5,4% e 23,1%, nas bases de comparação mencionadas, enquanto o saldo de papel-moeda emitido somou R\$123 bilhões, recuando 1% no mês e aumentando 18% em doze meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,1 trilhões em fevereiro, elevando-se 0,2% no mês e 15,7% em doze meses. O resultado anual refletiu os aumentos assinalados nos saldos dos depósitos compulsórios em espécie, 11%; da base restrita, 13,3%; e dos títulos públicos federais, 16%.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$229,8 bilhões em fevereiro, recuando 2,5% no mês e expandindo 15,6% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$98,7 bilhões, apresentando redução de 1,8% no mês e crescimento de 17,4% em doze meses. Os depósitos à vista totalizaram R\$131,1 bilhões, com redução mensal de 2,9% e aumento de 14,2% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$2,6 trilhões em fevereiro, registrando aumentos de 1,9% no mês e de 15,6% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2010 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/}	206,6-242,4	15.5	229.8	15.6
Base restrita ^{3/}	130,9-177,1	16.5	161.9	19.2
Base ampliada ^{4/}	1817,1-2458,4	17.1	2083.9	15.7
M4 ^{4/}	2186,7-2958,5	13.2	2602.6	15.6

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\$8,9 bilhões no bimestre encerrado em fevereiro. Esse resultado decorreu da diferença entre os resgates líquidos de R\$29,8 bilhões, registrados no mercado primário, e as colocações líquidas de R\$38,7 bilhões, observadas no mercado secundário.

25. O Copom avaliou, na reunião realizada em janeiro de 2010, que diante dos sinais de retomada acentuada da demanda doméstica, ocasionando redução da margem de ociosidade dos fatores de produção – evidenciada pela evolução dos indicadores de utilização da capacidade na indústria e do mercado de trabalho – e do comportamento recente das expectativas de inflação, poderiam aumentar os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual a inflação seguiria consistente com a trajetória das metas. Nesse ambiente, em que cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 8,75% a.a., sem viés. Na reunião de março, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Comitê decidiu manter a taxa Selic em 8,75% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela elevação da taxa Selic em 0,5 p.p.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
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
27.1.2010	-	8,75
17.3.2010	-	8,75

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

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

26. A intensificação na retomada da atividade econômica mundial nos últimos meses refletiu os aumentos observados nos gastos relativos a consumo e investimentos e o maior dinamismo do comércio internacional, ressaltando-se que esta trajetória, com desdobramentos favoráveis sobre a normalização do mercado de trabalho, mostra-se de-

pendente, ainda, das medidas transitórias adotadas pelas principais economias maduras e emergentes, em resposta ao ambiente recessivo que sucedeu o agravamento da crise mundial. Vale ressaltar que os questionamentos recentes em relação à sustentabilidade fiscal de alguns países europeus, em especial Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha, traduziram-se em aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros, expresso tanto na valorização do dólar em relação às principais moedas, quanto na interrupção da trajetória de ganhos registrada, nos últimos meses, nos mercados acionários das economias maduras.

27. A retomada da atividade econômica brasileira, mais consistente e acentuada do que a observada em âmbito mundial, foi ratificada pelo aumento trimestral do PIB registrado no último trimestre de 2009. Este resultado, que se constituiu no terceiro crescimento consecutivo, nesta base de comparação, torna-se mais relevante na medida em que refletiu, em grande parte, o crescimento expressivo assinalado nos gastos com investimentos, trajetória que deverá ser favorecida, nos próximos meses, pela melhora continuada das expectativas dos empresários.

28. É importante enfatizar que a continuidade do dinamismo envolvendo este componente da demanda agregada se constitui em elemento fundamental para adequar a capacidade instalada da indústria ao nível crescente da demanda interna – impulsionado pela melhora nas expectativas e pela disposição dos consumidores em comprometer parcela mais representativa da renda – e, portanto, para inibir pressões de origem doméstica sobre os preços.

29. Vale ressaltar, entretanto, que a taxa de investimento da economia, que atingiu 17,1% no último trimestre de 2009, segue em patamar inferior ao necessário para sustentar taxas de crescimento do produto próximas àquelas observadas nas mais dinâmicas economias emergentes.

30. O ambiente de recuperação da atividade interna mostra-se consistente com a trajetória das operações de crédito, que evidenciando o cenário de declínio da inadimplência e das taxas de juros, alongamento dos prazos médios, e de melhoras consistentes no mercado de trabalho e nas expectativas de consumidores e empresários, segue em expansão e se constitui em determinante importante para a aceleração da demanda agregada.

31. Nesse cenário, a recente recuperação registrada no nível da arrecadação deverá acompanhar a retomada da atividade econômica e se favorecer, adicionalmente, do esgotamento dos efeitos das medidas temporárias de incentivo fiscal adotadas em resposta ao agravamento da crise mundial. Esta perspectiva, tendo em vista o crescimento anual projetado para as despesas, se constitui em elemento essencial para o cumprimento das metas fiscais em 2010, com desdobramentos favoráveis em relação à sustentabilidade do nível do endividamento no longo prazo.

32. O déficit em transações correntes, evidenciando, igualmente, o processo de recuperação acentuada da atividade econômica, deverá se ampliar em 2010, ressaltando-se a relevância do setor externo para amortecer parcialmente as pressões associadas ao crescente dinamismo da demanda interna. Deve ser enfatizado, no entanto, que o nível atual do déficit deverá ser financiado, com folga, pelos ingressos relativos a investimentos estrangeiros diretos (IED) e a investimentos estrangeiros em carteira, bem como pelo acesso de empresas residentes aos mercados internacionais. Adicionalmente, a dinâmica do déficit em transações correntes deverá ser beneficiada, no médio prazo, pela perspectiva de maturação dos investimentos no setor de bens comercializáveis e pela recuperação das receitas líquidas do comércio exterior.

33. Neste início de 2010, observa-se redução no saldo comercial, que deverá perdurar durante o ano, enquanto a ampliação projetada para o déficit da conta de serviços considera o impacto das elevações da renda real e do emprego sobre a trajetória das saídas líquidas em viagens internacionais. Os lucros e dividendos deverão apresentar remessas líquidas crescentes ao longo do ano, alinhados com a expansão do estoque de investimentos estrangeiros no país e com o aumento da rentabilidade das empresas residentes.

34. O déficit em transações correntes deverá ser financiado, em especial, pelos ingressos líquidos de IED, que deverão revelar, neste ano, os primeiros impactos dos investimentos relacionados à exploração do pré-sal. Adicionalmente, os investimentos em portfólio no país deverão permanecer significativos, reforçando a atual estrutura dos passivos externos brasileiros, com os investimentos superando a dívida, ainda que a taxa de rolagem deste ano deva superar 100%.

35. Neste ambiente de fortalecimento da demanda interna, expansão das operações de crédito e aumentos nas expectativas de consumidores e empresários, a aceleração recente registrada na variação dos índices de preços ao consumidor, embora sensibilizada pelas pressões sazonais exercidas pelos aumentos nos preços dos alimentos *in natura*, nos custos associados à educação e nas tarifas de transportes públicos, evidenciou a continuidade do processo de elevação das variações dos núcleos de inflação e da difusão dos aumentos de preços.

36. Vale ressaltar que a variação dos índices gerais de preços, após registrar arrefecimento no bimestre finalizado em novembro, apresentou aceleração no trimestre encerrado em fevereiro, movimento que, traduzindo a trajetória dos preços industriais por atacado, deverá exercer pressão adicional sobre os preços ao consumidor nos próximos meses.

37. Nesse cenário, a trajetória dos preços ao consumidor no curto prazo, embora deva refletir o esgotamento dos impactos sazonais observados no início do ano, estará condicionada pelas pressões associadas à disseminação dos aumentos dos preços dos bens e serviços não comercializáveis, ao carregamento dos aumentos recentes dos preços no atacado e ao impacto da recuperação da economia mundial sobre os preços das *commodities*.

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

38. A programação dos agregados monetários para o segundo trimestre 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 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 2010^{1/}

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	207,0-243,0	12,3	244,9-287,5	10,8
Base restrita ^{3/}	131,1-177,4	13,2	158,8-214,9	11,6
Base ampliada ^{4/}	1909,1-2582,9	18,3	2033,9-2751,7	16,6
M4 ^{4/}	2335,4-3159,6	17,3	2575,5-3484,4	16,4

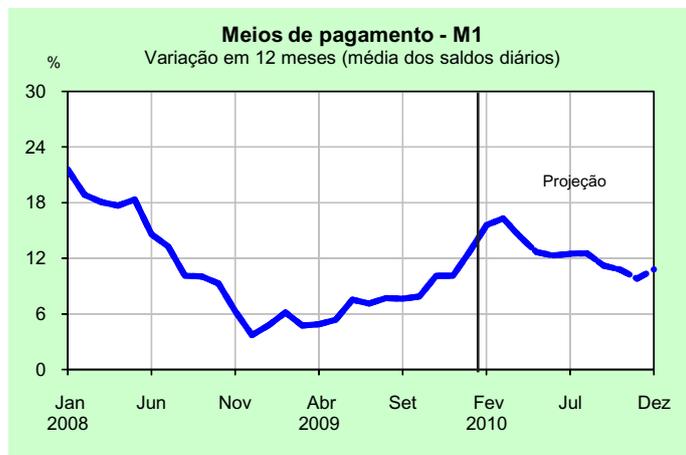
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

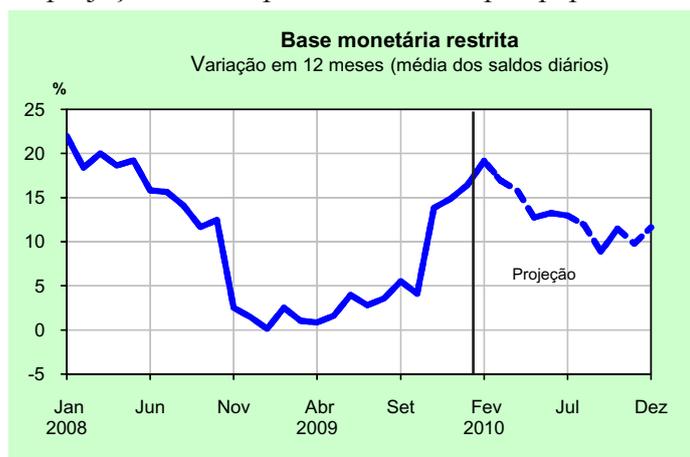
4/ Saldos em fim de período.

39. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados. A variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 12,3% para junho e em 10,8% para dezembro de 2010.

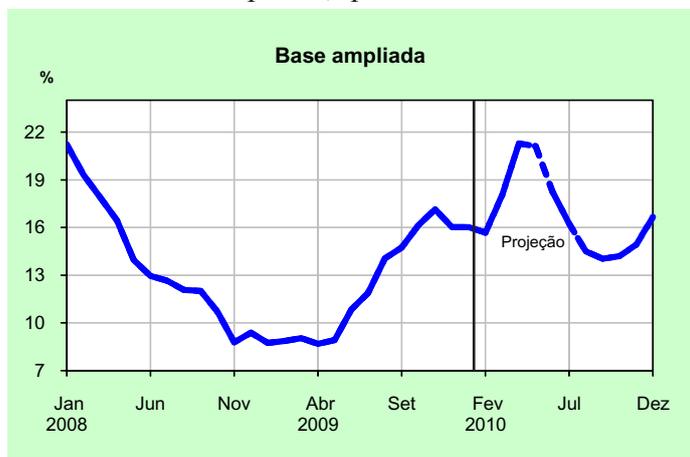


40. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições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

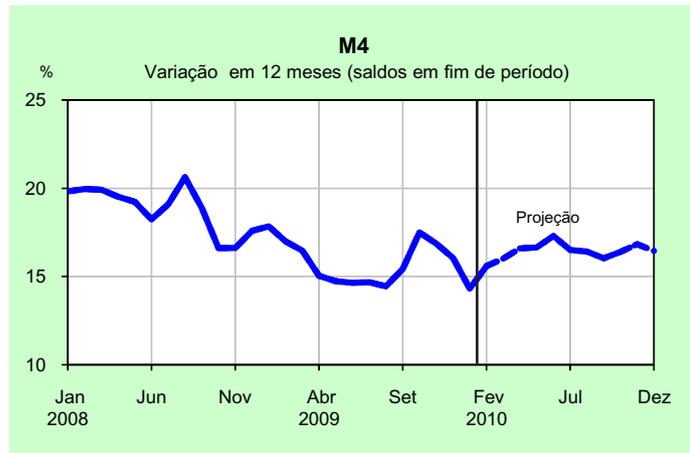
41. Tendo em vista as projeções feitas para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se ampliação em doze meses para o saldo médio da base monetária de 13,2% em junho e de 11,6% em dezembro de 2010.



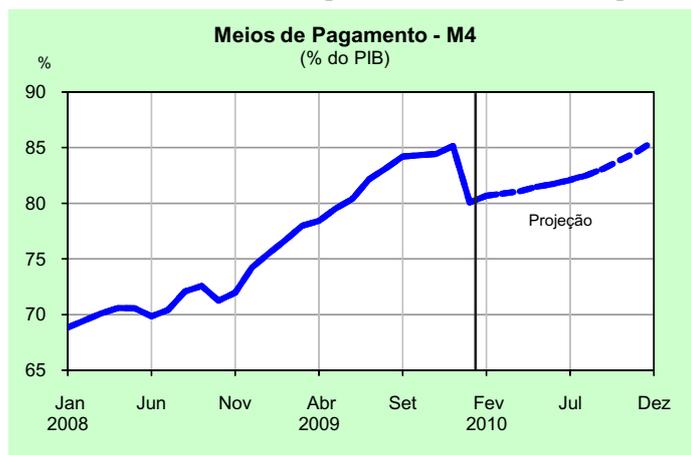
42. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 18,3% em junho e 16,6% em dezembro de 2010.



43. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em doze meses esperado para o M4 corresponde a 17,3% em junho e 16,4% em dezembro de 2010.



44. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar, em 2010, expansão semelhante à registrada ao longo de 2009, trajetória consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



45. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre janeiro/fevereiro de 2010, bem como os valores previstos para o segundo trimestre e para o ano de 2010.

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

Discriminação	2010		2010 ^{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/}	229.8	15.6	225.0	12.3	266.2	10.8
Base restrita ^{4/}	161.9	19.2	154.3	13.2	186.8	11.6
Base ampliada ^{5/}	2083.9	15.7	2246	18.3	2392.8	16.6
M4 ^{5/}	2602.6	15.6	2747.5	17.3	3 030.0	16.4

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2010		2010 ^{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/}	1,419	-3,2	1,458	-0,8	1,425	-0,7
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,296	7,8	0,276	-1,3	0,289	1,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,429	1,6	0,424	1,0	0,433	0,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,249	-0,1	1,223	-0,8	1,266	-0,8

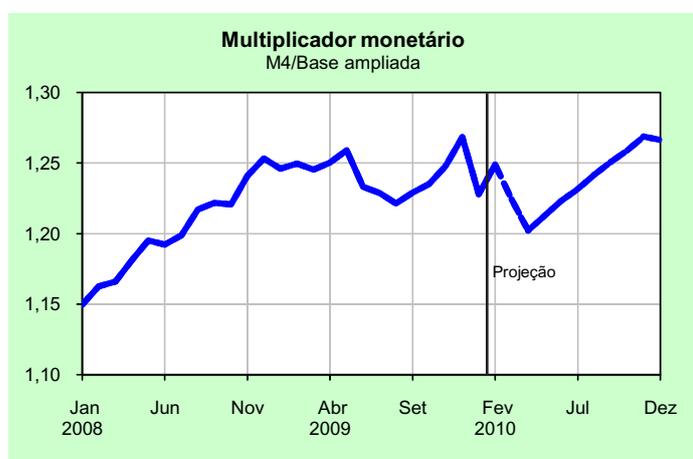
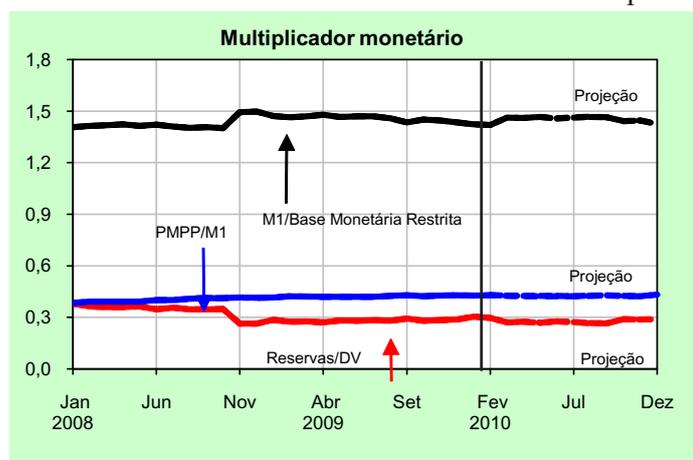
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

47. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do primeiro trimestre e do ano de 2010.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2009^{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	240,3	10,1
Base restrita ^{3/}	139,7-189,0	12,8	167,4	14,9
Base ampliada ^{4/}	1885,0-2212,9	15,9	2051,4	16
M4 ^{4/}	2127,5-2878,4	11,6	2602,1	16,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2010 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/}	206,6-242,4	15,5	229,8	15,6
Base restrita ^{3/}	130,9-177,1	16,5	161,9	19,2
Base ampliada ^{4/}	1817,1-2458,4	17,1	2083,9	15,7
M4 ^{4/}	2186,7-2958,5	13,2	2602,6	15,6

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 2010^{1/}

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	207,0-243,0	12,3	244,9-287,5	10,8
Base restrita ^{3/}	131,1-177,4	13,2	158,8-214,9	11,6
Base ampliada ^{4/}	1909,1-2582,9	18,3	2033,9-2751,7	16,6
M4 ^{4/}	2335,4-3159,6	17,3	2575,5-3484,4	16,4

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		2010 ^{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/}	229.8	15.6	225.0	12.3	266.2	10.8
Base restrita ^{4/}	161.9	19.2	154.3	13.2	186.8	11.6
Base ampliada ^{5/}	2083.9	15.7	2246	18.3	2392.8	16.6
M4 ^{5/}	2602.6	15.6	2747.5	17.3	3 030.0	16.4

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		2010 ^{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/}	1,419	-3,2	1,458	-0,8	1,425	-0,7
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,296	7,8	0,276	-1,3	0,289	1,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,429	1,6	0,424	1,0	0,433	0,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,249	-0,1	1,223	-0,8	1,266	-0,8

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.