

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2011

Março – 2011

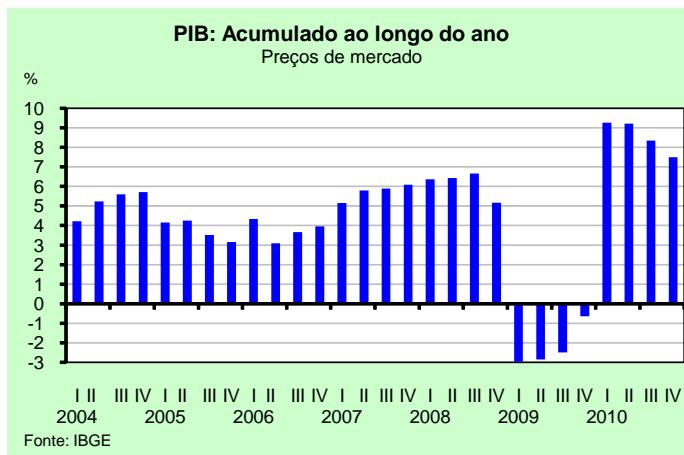


BANCO CENTRAL DO BRASIL

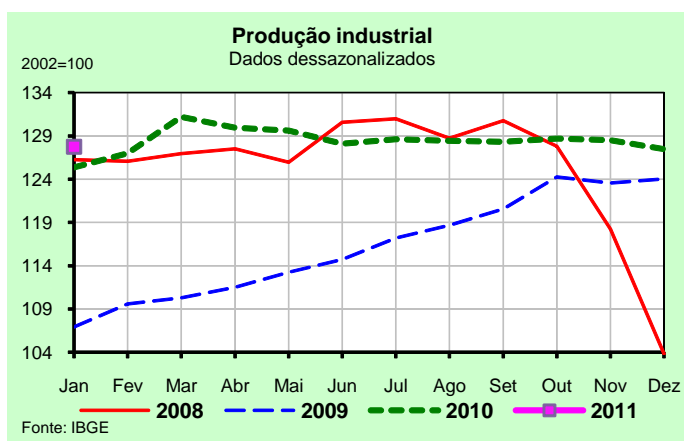
Programação Monetária para o segundo trimestre e para o ano de 2011

A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2011

1. O PIB cresceu 7,5% em 2010, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, registrando-se, no âmbito da demanda, contribuições de 10,3 p.p. do componente doméstico e de -2,8 p.p do setor externo. Sob a ótica da oferta, ocorreram aumentos anuais no valor adicionado dos três setores da economia, atingindo 10,1% no segmento secundário, 6,5% no primário e 5,4% no de serviços. A análise na margem, considerados dados dessazonalizados, revela que o crescimento do PIB arrefeceu na segunda metade de 2010, quando se registraram taxas de crescimento respectivas de 0,4% e 0,7% no terceiro e quarto trimestres do ano, ante expansões de 2,2% no trimestre encerrado em março e de 1,6% naquele finalizado em junho. O desempenho do agregado no trimestre encerrado em dezembro refletiu o crescimento de 1% observado no setor de serviços e as retrações de 0,6% na agropecuária e na indústria. Sob a ótica da demanda, o consumo das famílias aumentou 2,5% no trimestre, enquanto a formação bruta de capital fixo (FBCF) desacelerou para 0,7%, mas mesmo assim configurou o sétimo resultado positivo desde o segundo trimestre de 2009.

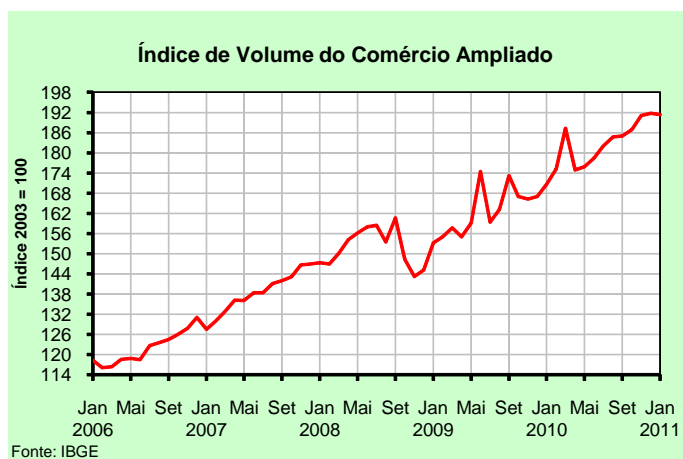


2. A produção física da indústria recuou 0,4% no trimestre encerrado em janeiro, relativamente ao finalizado em outubro de 2010, quando decrescera 0,2%, neste tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. As retrações mais acentuadas ocorreram nas atividades calçados e couro, 4,1%; têxtil, 3,8%; e alimentos, 3,2%, contrastando com os aumentos nas indústrias de máquinas para escritório e equipamentos de informática, 11,9%; máquinas, aparelhos e materiais elétricos e mobiliário, ambos de 6%. A análise por categorias de uso revela que a indústria de bens de consumo duráveis cresceu 3,3%; a de bens de capital, 2,4%; e a de bens intermediários, 0,5%; enquanto a de bens de consumo semi e não duráveis recuou 0,5%, no trimestre.



3. As vendas do comércio ampliado cresceram 12,2% em 2010, de acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE,

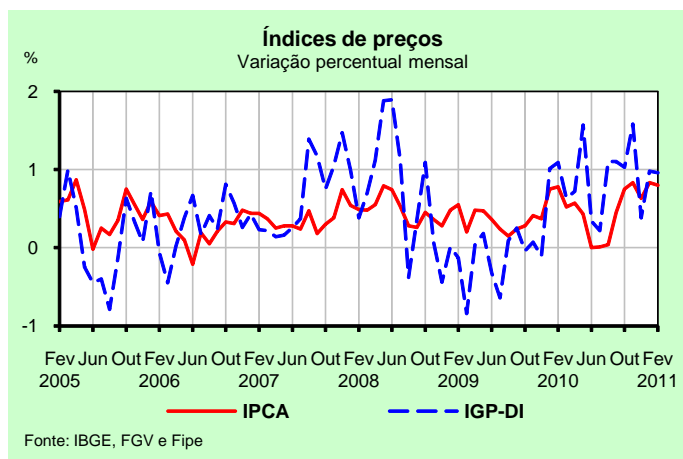
segundo melhor resultado da série iniciada em 2003. Esse resultado refletiu a expansão das vendas de bens duráveis e semiduráveis, mais sensíveis às condições de crédito, e em menor escala, a evolução do consumo de bens não duráveis, condicionada, principalmente, pela melhora das condições do



mercado de trabalho. Os indicadores do comércio continuaram apresentando bom desempenho no início de 2011, consistente com o nível de confiança elevado dos consumidores. Nesse contexto, considerados dados dessazonalizados, as vendas no comércio ampliado aumentaram 3,2% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2010, quando haviam crescido 3,7%, nesse tipo de comparação. Ocorreram aumentos nas vendas em sete dos dez segmentos pesquisados, com ênfase nos relativos a livros, jornais, revistas e papelaria, 12,6%; automóveis, motocicletas, partes e peças, 7,1%; e móveis e eletrodomésticos, 6,8%. Em oposição, assinalem-se as retrações nos segmentos outros artigos de uso pessoal e doméstico, 1,3%, tecidos, vestuário e calçados, 0,6%; e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 0,1%, esse último influenciado pelo aumento dos preços dos alimentos, em especial no final de 2010.

4. A variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), atingiu 2,33% no trimestre encerrado em fevereiro,

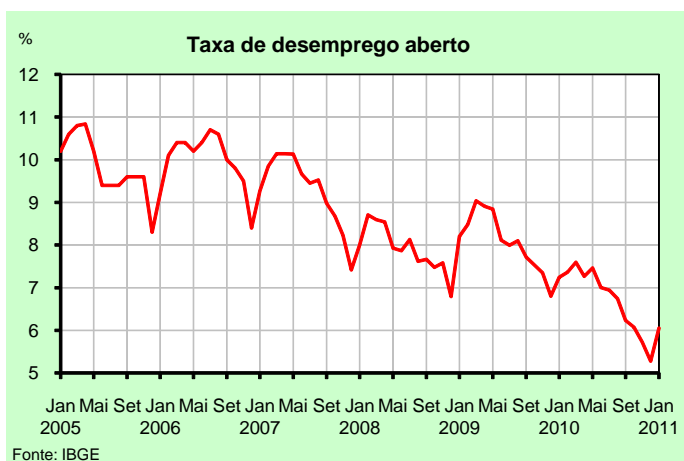
ante 3,75% naquele finalizado em novembro. Essa redução, em cenário de aumentos dos preços ao consumidor e da construção civil, traduziu a desaceleração dos preços ao produtor, favorecida pelo arrefecimento dos preços agrícolas. O IGP-DI variou 11,30% em



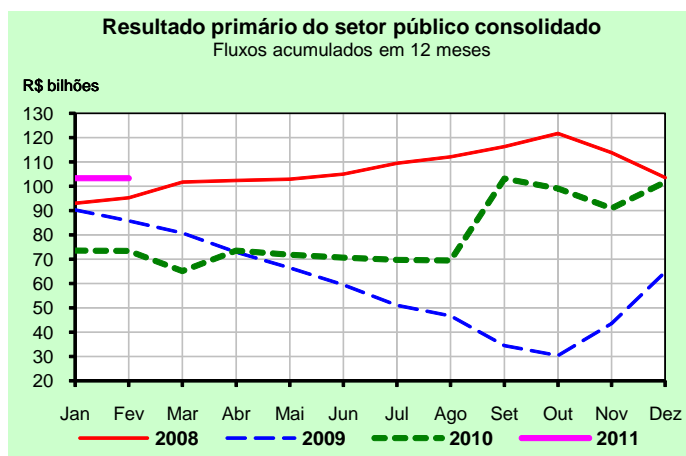
2010, maior variação desde 2004, ante -1,43% no ano anterior, registrando-se aceleração na variação anual de seus três componentes. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, aumentou 5,91% em 2010, ante 4,31% no ano anterior, registrando-se elevações de 3,13% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 7,09% nos preços livres, ante 4,74% e 4,13%, respectivamente, em 2009. A varia-

ção do IPCA atingiu 2,28% no trimestre encerrado em fevereiro de 2011, ante 2,04% naquele finalizado em novembro de 2010, ressaltando-se que, excluído o grupo alimentação e bebidas, o indicador registrou elevações respectivas de 2,14% e 1,10% nos trimestres considerados. O comportamento do indicador geral no trimestre resultou da aceleração, de 0,82% para 1,68%, nos preços monitorados, e do arrefecimento, de 2,56% para 2,52%, nos preços livres.

5. A taxa média de desemprego, após situar-se em 5,3% em dezembro de 2010, menor patamar da série iniciada em março de 2002, atingiu 6,1% em janeiro, ante 7,2% em igual período do ano anterior, de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas no país. A taxa média relativa ao trimestre encerrado em janeiro totalizou 5,7%, ante 7,1% em igual intervalo de 2010. Considerados dados dessazonalizados, a taxa média de desemprego atingiu 6,1% no período, ante 6,5% no trimestre encerrado em outubro de 2010, resultado de aumento de 0,3% no pessoal ocupado e de estabilidade na população economicamente ativa (PEA).

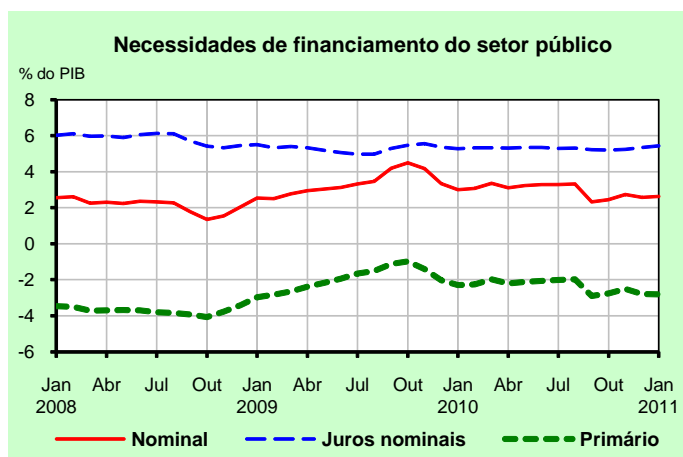


6. O superávit primário do setor público consolidado somou R\$101,7 bilhões em 2010, representando 2,79% do PIB, ante 2,03% do PIB no ano anterior. Esse desempenho refletiu os aumentos dos superávits do Governo Central e das empresas estatais, contrabalançados, em parte, pela redução do resultado dos governos regionais. Descontados os investimentos do PAC, 0,6% do PIB, a meta de superávit ajustada para ano, de 2,5% do PIB, foi cumprida. A receita bruta do Governo Federal registrou crescimento anual de 26,3% e as despesas do Tesouro Nacional, de 28,4%, com os gastos com pessoal e encargos crescendo 9,8% e os relativos a custeio e capital, 43,3%. O déficit da Previdência Social recuou 0,17 p.p. do PIB no ano e as transferências para os governos regionais elevaram-se 10,2%. O superávit primário do setor público totalizou R\$17,7 bilhões em janeiro, ante R\$16,1 bilhões em igual período de 2010. O Governo Central registrou



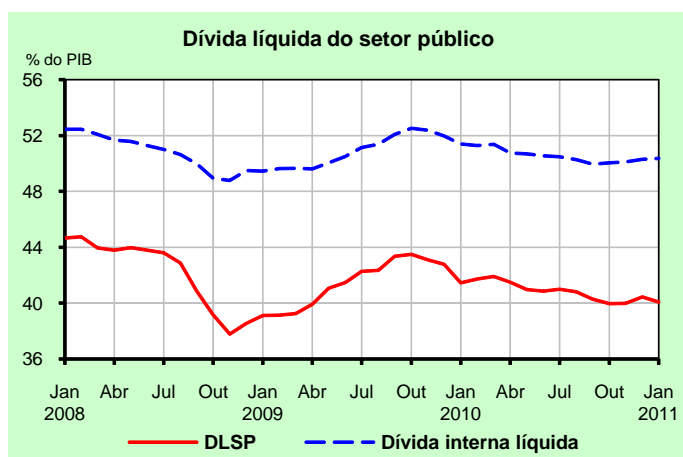
superávit de R\$13,8 bilhões no mês, ante R\$13,5 bilhões em janeiro de 2010, reflexo do impacto mais acentuado do recuo no déficit da Previdência Social em relação ao decorrente na redução no superávit do Governo Federal. Em doze meses, o superávit acumulou 2,81% do PIB em janeiro, ante 2,83% do PIB em janeiro de 2010.

7. Os juros nominais apropriados totalizaram R\$195,4 bilhões, 5,35% do PIB, em 2010, reduzindo-se 0,02 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. O déficit nominal do setor público atingiu R\$93,7 bilhões, reduzindo-se 0,77 p.p. no período, resultado financiado 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. Os juros nominais apropriados, evidenciando os aumentos da taxa Selic e das variações dos índices de preços, somaram R\$19,3 bilhões em janeiro, ante R\$14,1 bilhões em igual mês de 2010. O déficit nominal atingiu R\$1,5 bilhão no mês, acumulando 2,64% do PIB em doze meses, ante 2,57% do PIB em 2010.



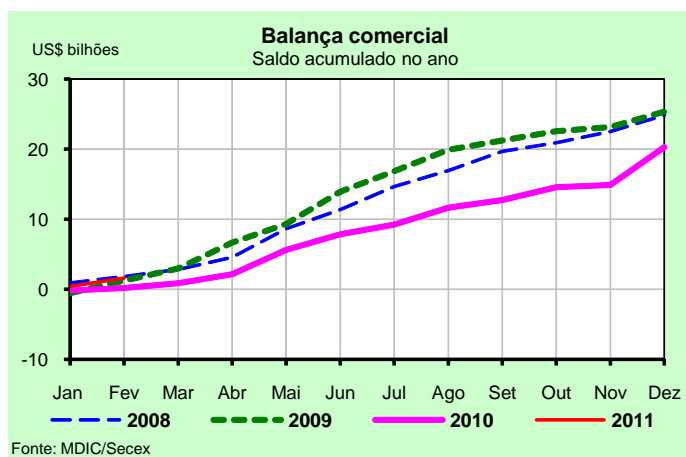
Os juros nominais apropriados, evidenciando os aumentos da taxa Selic e das variações dos índices de preços, somaram R\$19,3 bilhões em janeiro, ante R\$14,1 bilhões em igual mês de 2010. O déficit nominal atingiu R\$1,5 bilhão no mês, acumulando 2,64% do PIB em doze meses, ante 2,57% do PIB em 2010.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) somou R\$1.475,8 bilhões em 2010, 40,4% do PIB, reduzindo-se 2,3 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. A relação registrou retrações em todos os segmentos do setor público, com destaque para o recuo de 1,8 p.p. no âmbito do Governo Central. Em janeiro, a DLSP atingiu R\$1.476,1 bilhões, 40,1% do PIB. A redução anual da relação DLSP/PIB refletiu o impacto mais intenso



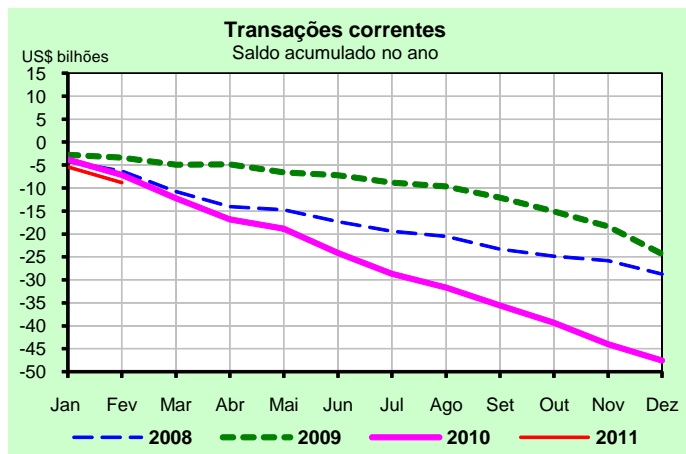
das contribuições do superávit primário, 2,8 p.p. do PIB; do crescimento do PIB corrente, 5,4 p.p.; e do efeito das privatizações, 0,1 p.p., em relação aos derivados da apropriação de juros nominais, 5,4 p.p. do PIB; e da apreciação cambial de 4,31% registrada no período. Em relação à composição da DLSP em 2010, vale mencionar os crescimentos de 6,6 p.p. na parcela credora vinculada à TJLP - resultado da elevação dos ativos da União junto ao BNDES, com contrapartida no aumento da dívida mobiliária federal - e de 6,5 p.p. na parcela pré-fixada.

9. As exportações totalizaram US\$31,9 bilhões e as importações, US\$30,3 bilhões, no primeiro bimestre de 2011, elevando-se 35,9% e 30,2%, respectivamente, em relação a mesmo período de 2010. As exportações médias diárias aumentaram 26% no período, resultado de crescimentos em todas as categorias de fator agregado, ressaltando-se que a participação das vendas de produtos básicos nas exportações totais cresceu 6,4



p.p., para 44% no período, contrastando com a retração de 5,4 p.p., para 39,4%, na referente a manufaturados, cujas vendas externas elevaram-se 10,8%, no período. A média diária das importações cresceu 20,7% no primeiro bimestre deste ano, em relação ao mesmo período de 2010, registrando-se aumentos em todas as categorias de uso final. As importações de bens de consumo duráveis cresceram 35,5%, impulsionadas pelo crescimento de 46,2% nas aquisições de automóveis de passageiros, enquanto as relativas a bens de consumo não duráveis e a bens de capital elevaram-se 24,9% e 23,6%, respectivamente.

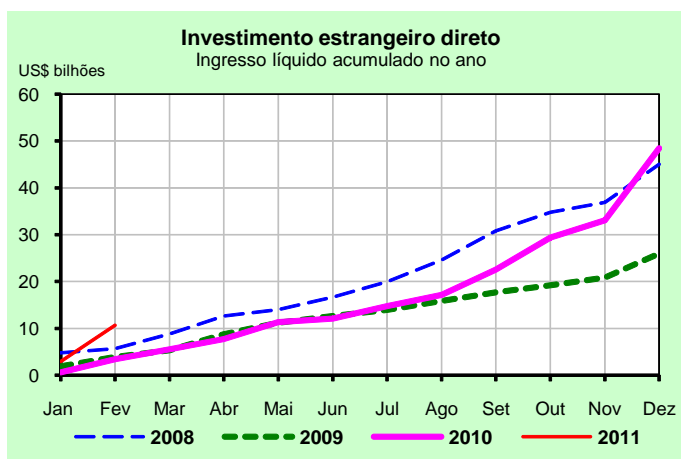
10. O déficit em transações correntes totalizou US\$47,5 bilhões em 2010, ante US\$24,3 bilhões no ano anterior. Nos dois primeiros meses de 2011, o déficit atingiu US\$8,8 bilhões, elevando-se 23,8% em relação ao mesmo período de 2010. As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$4,5 bilhões, elevando-se 37,5% em relação ao primeiro bimestre de 2010, com ênfase na expansão de 66,7%, para US\$1,9 bilhão, nas despesas



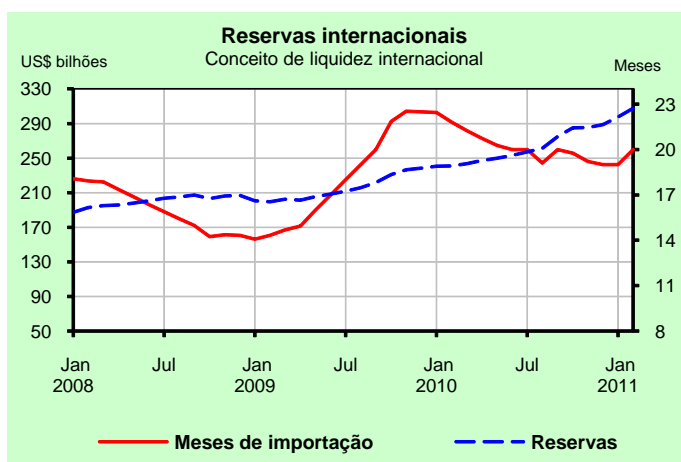
líquidas com viagens internacionais. A evolução das importações e das viagens de brasileiros ao exterior impactaram os gastos com fretes e passagens, contribuindo para que as despesas líquidas com transportes atingissem US\$865 milhões no primeiro bimestre, elevando-se 23,2% em relação a igual período de 2010. As despesas líquidas de juros recuaram 22,8% em relação ao primeiro bimestre de 2010 e somaram US\$2 bilhões. Os pagamentos ao exterior totalizaram US\$3,3 bilhões e as receitas, refletindo a elevação recente das taxas de juros internacionais, aumentaram 55,9%, para US\$1,4 bilhão. As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$4,7 bilhões nos dois primeiros meses do ano, aumentando 125,5% em relação a igual período de 2010, com as empre-

sas do setor industrial respondendo pelo envio de 54,6% do total. As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$673 milhões, elevando-se 33,7% em relação ao primeiro bimestre de 2010. 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\$203 milhões, recuando 7,4%, no período.

11. As contas capital e financeira totalizaram superávit de US\$26,8 bilhões no bimestre encerrado em fevereiro de 2011, com ênfase no impacto dos investimentos estrangeiros diretos, das amortizações líquidas de empréstimos recebidas por matrizes de empresas brasileiras de suas filiais no exterior, e das captações privadas de títulos no mercado externo. Os ingressos líquidos de IED somaram US\$10,7 bilhões nos dois primeiros meses do ano, dos quais US\$7,5 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$3,1 bilhões relativos a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em 12 meses atingiu o recorde histórico de US\$55,7 bilhões em fevereiro, 2,62% do PIB. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$4,5 bilhões no primeiro bimestre de 2011, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somando US\$1,3 bilhão. Evidenciando o impacto da elevação do IOF, os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa registraram saídas líquidas de US\$524 milhões, constituindo o quarto resultado mensal negativo em sequência.



12. As reservas internacionais do Brasil totalizaram US\$307,5 bilhões em fevereiro, aumentando US\$18,9 bilhões em relação a dezembro de 2010. No bimestre, as compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$16,1 bilhões; as liquidações de compras a termo, US\$973 milhões; as despesas líquidas de juros, US\$383 milhões, resultado de receita de US\$1 bilhão com a remuneração das reservas e de despesa



de US\$1,4 bilhão com os juros de bônus; as despesas de amortização, US\$2 bilhões; e as demais operações exerceram impacto de US\$894 milhões para o aumento do estoque das reservas.

B. Política monetária no quarto trimestre de 2010

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 2010.

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$197,4 bilhões em dezembro, elevando-se 11% no mês e 17,9% em doze meses. O papel-moeda emitido somou R\$148,1 bilhões, aumentando 11,2% e 15,5%, respectivamente, enquanto as reservas bancárias totalizaram R\$49,3 bilhões, crescendo 10,3% no mês e 25,7% 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 16,8% no período de doze meses encerrado em dezembro, totalizando R\$2,4 trilhões. Esse resultado refletiu os aumentos assinalados nos saldos da base restrita, 24,6%; e dos títulos públicos federais, 2,3%; e a elevação de 415% observada nos depósitos compulsórios em espécie.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2010^{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 | 279,6 | 16,3 |
| Base restrita ^{3/} | 168,4 - 227,9 | 18,4 | 197,4 | 17,9 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 059,9 - 2 787,0 | 18,1 | 2 394,9 | 16,8 |
| M4 ^{4/} | 2 568,4 - 3 474,9 | 16,0 | 3 038,8 | 16,6 |

^{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.

16. Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, somaram R\$279,6 bilhões em dezembro, elevando-se 10,4% no mês e 16,3% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$119,6 bilhões, com aumentos respectivos de 11,3% e 15,8%, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$160 bilhões, aumentando 9,7% e 16,6% nas bases de comparação mencionadas.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$3 trilhões, registrando aumentos de 1,7% no mês e de 16,6% 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\$108,2 bilhões no último trimestre de 2010, resultante de colocações líquidas de R\$19,5 bilhões no mercado primário e de resgates líquidos de R\$127,7 bilhões, no secundário.

19. 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.

C. Política monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2011

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$183,9 bilhões em fevereiro, registrando retração de 4,3% em relação a janeiro e aumento de 13,6% em doze meses. As reservas bancárias totalizaram R\$46,3 bilhões, registrando variações respectivas de -6,7% e 19,2% nas bases de comparação mencionadas, enquanto o saldo de papel-moeda emitido somou R\$137,6 bilhões, recuando 3,4% no mês e aumentando 11,8% em doze meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,5 trilhões em fevereiro, elevando-se 0,9% no mês e 18,5% em doze meses. O resultado anual refletiu os aumentos assinalados nos saldos dos depósitos compulsórios em espécie, 425,7%; da base restrita, 20,3%; e dos títulos públicos federais, 4,3%.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$257,2 bilhões em fevereiro, recuando 4,1% no mês e expandindo 11,9% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$111,4 bilhões, apresentando redução de 3,4% no mês e crescimento de 12,9% em doze meses. Os depósitos à vista totalizaram R\$145,8 bilhões, com redução mensal de 4,6% e aumento de 11,2% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$3,1 trilhões em fevereiro, registrando aumentos de 1,7% no mês e de 18,1% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2011 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/} | 244,2 - 286,7 | 16,7 | 257,2 | 11,9 |
| Base restrita ^{3/} | 156,3 - 211,5 | 15,8 | 183,9 | 13,6 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 377,2 - 2 790,6 | 22,3 | 2 468,7 | 18,5 |
| M4 ^{4/} | 2 638,0 - 3 569,1 | 16,6 | 3 095,1 | 18,1 |

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, apresentaram impacto contracionista de R\$41,6 bilhões no bimestre encerrado em fevereiro. Esse resultado decorreu de resgates líquidos de R\$55,1 bilhões, no mercado primário, e colocações líquidas de R\$96,7 bilhões no mercado secundário.

25. Em reunião realizada em janeiro, o Copom reconheceu um ambiente econômico em que prevalecia nível de incerteza acima do usual, e identificou riscos crescentes à concretização de um cenário em que a inflação convergisse tempestivamente para o valor central da meta. Foi considerado que desde a última reunião, no âmbito externo, os níveis extraordinários de liquidez, a introdução de novos estímulos fiscais nos Estados Unidos e seus reflexos sobre preços de ativos apontavam menor probabilidade de reversão do processo de recuperação em que se encontram as economias do G3. No âmbito interno, foi considerado que as ações macroprudenciais recentemente anunciadas, um instrumento rápido e potente para conter pressões localizadas de demanda, ainda terão seus efeitos incorporados à dinâmica dos preços, e que teve seguimento a materialização de riscos de curto prazo com os quais o Copom trabalhava naquela oportunidade. Embora as incertezas que cercam o cenário global e, em menor escala, o doméstico, não permitissem identificar com clareza o grau de perenidade de pressões recentes, o Comitê avaliou que o cenário prospectivo para a inflação evoluiu desfavoravelmente e decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés, dando início a um processo de ajuste da taxa básica de juros, cujos efeitos, somados aos de ações macroprudenciais, contribuirão para que a inflação convirja para a trajetória de metas. Em março, o Copom julgou que persistiam as condições que justificaram o aumento da taxa básica de juros na reunião anterior e, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 11,75% a.a., sem viés.

| Reunião do Copom | Aplicação do viés de baixa | Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/} |
|------------------|----------------------------|---|
| 23.01.2008 | - | 11,25 |
| 5.03.2008 | - | 11,25 |
| 16.04.2008 | - | 11,75 |
| 4.06.2008 | - | 12,25 |
| 23.07.2008 | - | 13,00 |
| 10.09.2008 | - | 13,75 |
| 29.10.2008 | - | 13,75 |
| 10.12.2008 | - | 13,75 |
| 21.01.2009 | - | 12,75 |
| 11.03.2009 | - | 11,25 |
| 29.04.2009 | - | 10,25 |
| 10.6.2009 | - | 9,25 |
| 22.07.2009 | - | 8,75 |
| 2.09.2009 | - | 8,75 |
| 21.10.2009 | - | 8,75 |
| 9.12.2009 | - | 8,75 |
| 27.01.2010 | - | 8,75 |
| 17.03.2010 | - | 8,75 |
| 28.04.2010 | - | 9,50 |
| 9.06.2010 | - | 10,25 |
| 21.07.2010 | - | 10,75 |
| 1.09.2010 | - | 10,75 |
| 8.12.2010 | - | 10,75 |
| 19.1.2011 | - | 11,25 |
| 2.3.2011 | - | 11,75 |

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 2011

26. A continuidade das divergências no ritmo de crescimento acentuou a polarização na atuação dos bancos centrais das economias emergentes e do G3, onde, apesar dos sinais de melhora na atividade, o hiato do produto segue aberto e as taxas de desemprego elevadas, contribuindo para a extensão do período de afrouxamento monetário. Nas economias emergentes, em resposta às pressões inflacionárias decorrentes das elevações nos preços de *commodities*, em especial agrícolas e petróleo, e ao ambiente de maior utilização dos fatores de produção, a retirada dos estímulos monetários foi intensificada e, em certos casos, já está avançado o processo de aperto monetário.

27. No Brasil, objetivando mitigar riscos identificados no mercado de crédito, foram editadas, em dezembro, medidas macroprudenciais visando aumentar a segurança de operações com prazos mais longos, em especial nas modalidades aquisição de bens e crédito pessoal. Ao impacto dessas medidas, expresso em elevação das taxas de juros e redução dos prazos nas novas operações, serão adicionados os efeitos das elevações da meta para a taxa Selic, decididas pelo Copom em janeiro e em março.

28. Vale ressaltar, entretanto, que as condições gerais de crédito permanecem positivas, com expansão das contratações, reduzidos índices de inadimplência e taxas de juros em patamares historicamente baixos. Nesse ambiente, embora em ritmo mais moderado, a evolução das operações de crédito em 2011 deverá seguir favorecendo o consumo das famílias e a sustentação dos investimentos.

29. O atual ciclo de expansão da economia do país, expresso nos sete resultados positivos consecutivos do PIB trimestral, registrou relativo arrefecimento nos dois últimos trimestres de 2010. Prospectivamente, a tendência de acomodação da atividade econômica deve persistir nos próximos meses, refletindo as ações de política monetária mencionadas e a base de comparação mais elevada após a forte recuperação registrada ao longo de 2010, constituindo, assim, cenário favorável ao crescimento sustentável.

30. Esta sustentabilidade vem sendo favorecida, adicionalmente, pela trajetória das importações, relevante para atenuar o descompasso entre demanda e oferta agregadas.

31. Nesse sentido, o aumento registrado no déficit em transações correntes em 2010 refletiu o impacto da recuperação da atividade econômica interna sobre a demanda por bens importados e os efeitos da recuperação da economia mundial sobre as exportações do país. Adicionalmente, assinalem-se os desdobramentos da trajetória da taxa de câmbio e da massa salarial sobre as despesas líquidas da conta serviços, em especial, das contas associadas ao turismo de residentes no exterior.

32. Para 2011, projeta-se moderação no crescimento do déficit em conta corrente. O saldo deverá ser financiado essencialmente por ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED). O comportamento desses fluxos deverá refletir a liquidez internacional e, em grande medida, as perspectivas favoráveis em relação ao crescimento da economia brasileira. Os investimentos em portfólio no país deverão permanecer significativos, não obstante a redução dos investimentos estrangeiros em renda fixa, decorrente da elevação do IOF em outubro passado. A taxa de rolagem da dívida externa de médio e longo prazos em 2011 deverá situar-se em 150%, aumentando a participação do endividamento externo como fonte de financiamento do balanço, sem, no entanto, alterar a estrutura dos passivos externos brasileiros, com os investimentos superando a dívida.

33. A trajetória do déficit em transações correntes poderá ser influenciada, ainda, pela maturação de investimentos no setor de bens comercializáveis e pela recuperação das receitas líquidas do comércio exterior, em cenário de expectativas mais favoráveis para a economia mundial.

34. Nesse ambiente, as taxas de inflação ao consumidor no início de 2011 refletiram o impacto de fatores sazonais, como a elevação de preços dos alimentos in natura, de reajustes nas tarifas de transporte público e nos custos com educação, e os descompassos entre oferta e demanda agregadas, evidenciados, sobretudo, na evolução dos preços de serviços. A trajetória da inflação nos próximos meses deverá refletir os impactos da postura mais restritiva adotada na condução da política monetária, das ações macroprudenciais e do esgotamento de fatores sazonais, persistindo, todavia, incertezas oriundas do cenário externo, em especial quanto a evolução dos preços de *commodities*.

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

35. A programação dos agregados monetários para o segundo trimestre e para o ano 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 segundo trimestre e para ano de 2011^{1/}

| Discriminação | R\$ bilhões | | | |
|-----------------------------|-------------------|----------------------------------|-------------------|----------------------------------|
| | Segundo Trimestre | | Ano | |
| | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses ^{2/} | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses ^{2/} |
| M1 ^{3/} | 240,2 - 282,0 | 11,5 | 277,3 - 325,6 | 7,8 |
| Base restrita ^{3/} | 156,8 - 212,1 | 13,8 | 183,3 - 248,0 | 9,2 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 336,3 - 2 742,7 | 13,0 | 2 412,9 - 2 832,5 | 9,5 |
| M4 ^{4/} | 2 687,6 - 3 636,1 | 15,4 | 2 835,7 - 3 836,6 | 10,4 |

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

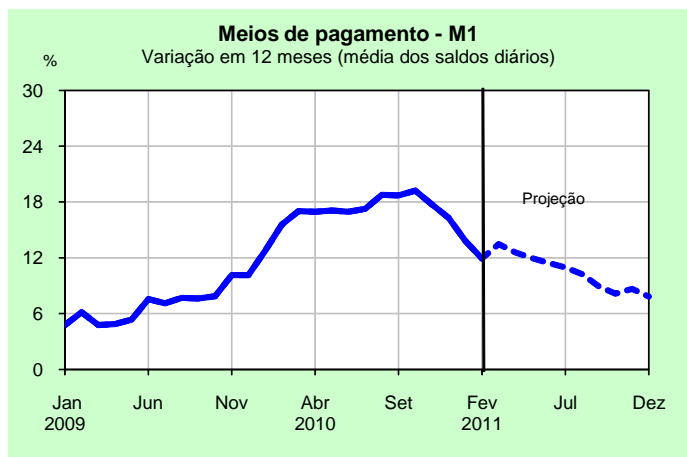
^{2/} Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

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

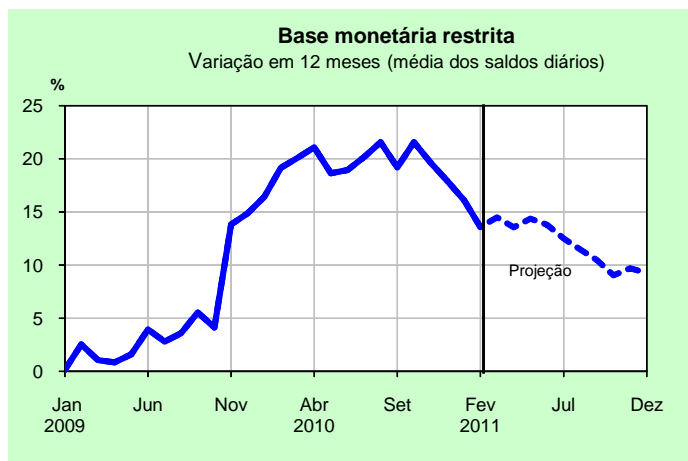
^{4/} Saldos em fim de período.

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. A variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 11,5% para junho e em 7,8% para dezembro de 2011.

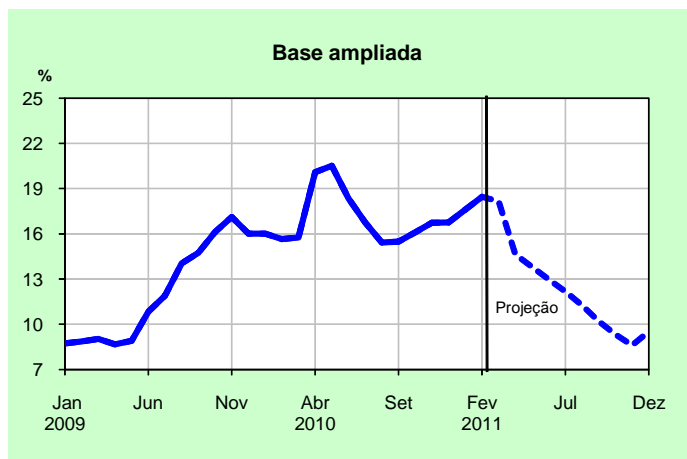
37. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições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



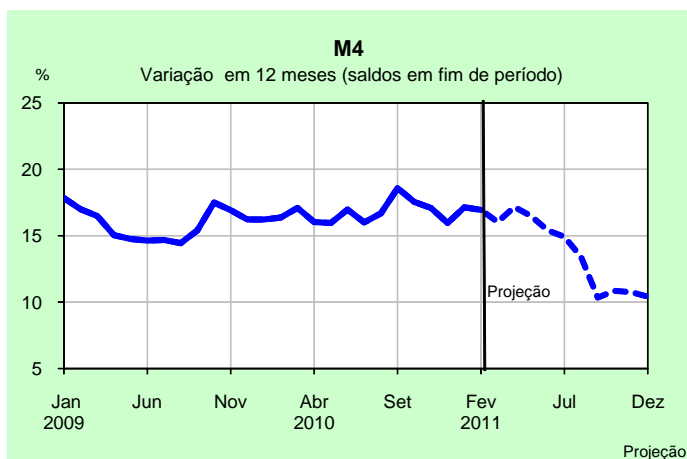
38. Tendo em vista as projeções realizadas para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se ampliação em doze meses para o saldo médio da base monetária de 13,8% em junho e de 9,2% em dezembro de 2011.



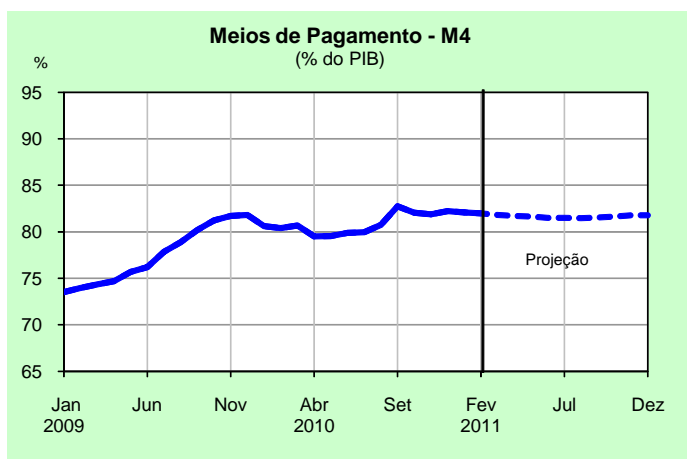
39. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 13% em junho e 9,5% 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 doze meses esperado para o M4 corresponde a 15,4% em junho e 10,4% em dezembro de 2011.



41. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar, em 2011, estabilidade em relação à registrada ao longo de 2010, trajetória consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



42. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre janeiro/fevereiro de 2011, bem como os valores previstos para o segundo trimestre e para o ano de 2011.

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

| Discriminação | 2011 | | 2011 ^{2/} | | | |
|-----------------------------|---------------------|--------------------|---------------------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| | Janeiro - Fevereiro | | Segundo Trimestre ^{3/} | | Ano ^{3/} | |
| | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses |
| M1 ^{4/} | 257,2 | 11,9 | 261,1 | 11,5 | 301,5 | 7,8 |
| Base restrita ^{4/} | 183,9 | 13,6 | 184,4 | 13,8 | 215,6 | 9,2 |
| Base ampliada ^{5/} | 2 468,7 | 18,5 | 2 539,5 | 13,0 | 2 622,7 | 9,5 |
| M4 ^{5/} | 3 095,1 | 18,1 | 3 161,8 | 15,4 | 3 336,2 | 10,4 |

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

| Discriminação | 2011 | | 2011 ^{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/} | 1,399 | -1,5 | 1,416 | -2,1 | 1,398 | -1,3 |
| Res.bancárias / dep.vista ^{3/} | 0,318 | 7,2 | 0,295 | -1,7 | 0,306 | -0,8 |
| Papel-moeda / M1 ^{3/} | 0,433 | 0,9 | 0,437 | 4,2 | 0,440 | 2,9 |
| M4 / Base ampliada ^{4/} | 1,254 | -0,3 | 1,245 | 2,1 | 1,272 | 0,8 |

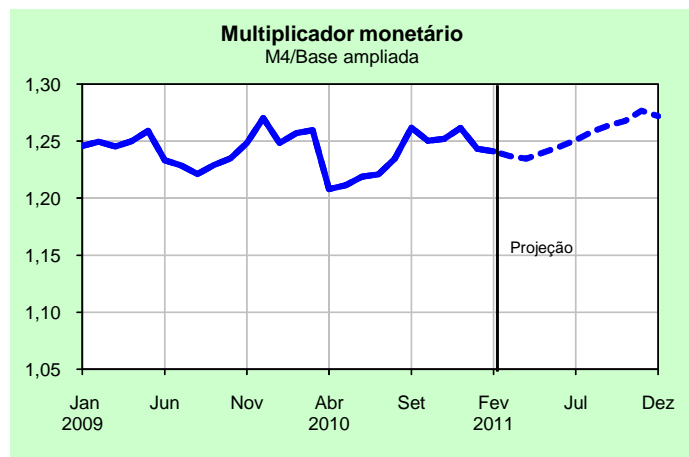
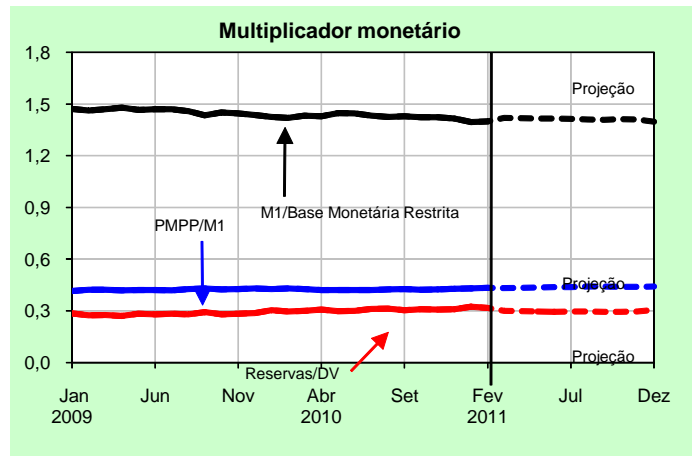
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2010^{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 | 279,6 | 16,3 |
| Base restrita ^{3/} | 168,4 - 227,9 | 18,4 | 197,4 | 17,9 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 059,9 - 2 787,0 | 18,1 | 2 394,9 | 16,8 |
| M4 ^{4/} | 2 568,4 - 3 474,9 | 16,0 | 3 038,8 | 16,6 |

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 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2011 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/} | 244,2 - 286,7 | 16,7 | 257,2 | 11,9 |
| Base restrita ^{3/} | 156,3 - 211,5 | 15,8 | 183,9 | 13,6 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 377,2 - 2 790,6 | 22,3 | 2 468,7 | 18,5 |
| M4 ^{4/} | 2 638,0 - 3 569,1 | 16,6 | 3 095,1 | 18,1 |

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

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

| Discriminação | R\$ bilhões | | | |
|-----------------------------|-------------------|----------------------------------|-------------------|----------------------------------|
| | Segundo Trimestre | | Ano | |
| | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses ^{2/} | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses ^{2/} |
| M1 ^{3/} | 240,2 - 282,0 | 11,5 | 277,3 - 325,6 | 7,8 |
| Base restrita ^{3/} | 156,8 - 212,1 | 13,8 | 183,3 - 248,0 | 9,2 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 336,3 - 2 742,7 | 13,0 | 2 412,9 - 2 832,5 | 9,5 |
| M4 ^{4/} | 2 687,6 - 3 636,1 | 15,4 | 2 835,7 - 3 836,6 | 10,4 |

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 | 2011 | | 2011 ^{2/} | | | |
|-----------------------------|---------------------|--------------------|---------------------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| | Janeiro - Fevereiro | | Segundo Trimestre ^{3/} | | Ano ^{3/} | |
| | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses |
| M1 ^{4/} | 257,2 | 11,9 | 261,1 | 11,5 | 301,5 | 7,8 |
| Base restrita ^{4/} | 183,9 | 13,6 | 184,4 | 13,8 | 215,6 | 9,2 |
| Base ampliada ^{5/} | 2 468,7 | 18,5 | 2 539,5 | 13,0 | 2 622,7 | 9,5 |
| M4 ^{5/} | 3 095,1 | 18,1 | 3 161,8 | 15,4 | 3 336,2 | 10,4 |

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 | 2011 | | 2011 ^{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/} | 1,399 | -1,5 | 1,416 | -2,1 | 1,398 | -1,3 |
| Res.bancárias / dep.vista ^{3/} | 0,318 | 7,2 | 0,295 | -1,7 | 0,306 | -0,8 |
| Papel-moeda / M1 ^{3/} | 0,433 | 0,9 | 0,437 | 4,2 | 0,440 | 2,9 |
| M4 / Base ampliada ^{4/} | 1,254 | -0,3 | 1,245 | 2,1 | 1,272 | 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.