

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2012

Março – 2012

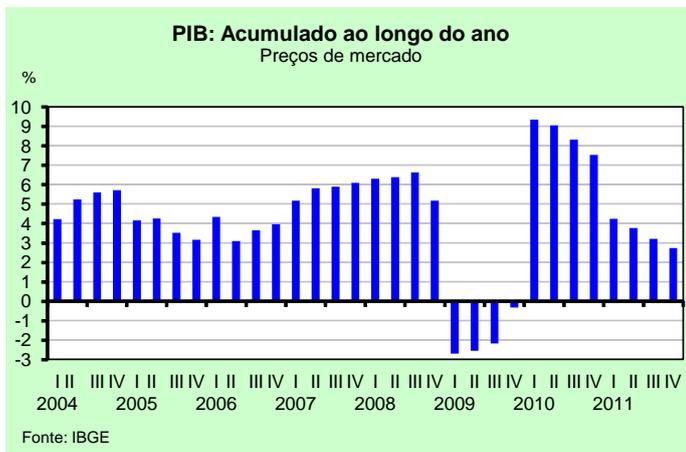


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o segundo trimestre e para o ano de 2012

A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2012

1. O PIB cresceu 1,4% no quarto trimestre de 2011, em relação a igual intervalo de 2010, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, acumulando expansão anual de 2,7%. Na margem, o agregado aumentou 0,3% em relação ao terceiro trimestre do ano, de acordo com dados dessazonalizados. A expansão do PIB entre os trimestres encerrados em dezembro de 2011 e do ano anterior decorreu de crescimentos na agropecuária, 8,4%; e no setor de serviços, 1,4%, e de retração de 0,4% na indústria, sensibilizada pela retração de 3,1% na indústria de transformação. No âmbito da demanda, as contribuições dos componentes doméstico e externo atingiram, na ordem, 1,7 p.p. e -0,4 p.p., ocorrendo elevações respectivas de 2,1%, 2,0% e 1,3% no consumo das famílias, na FBCF e no consumo do governo, e aumentos de 6,4% nas importações e de 3,7% nas exportações. A variação anual do PIB decorreu de expansões de 3,9% na agropecuária, influenciada pela safra recorde de grãos; de 2,7% no setor de serviços e de 1,6% na indústria. No âmbito da demanda, ocorreram contribuições de 3,4 p.p. do componente doméstico, com ênfase na variação de 4,7% na FBCF, e de -0,7 p.p. do setor externo. A análise na margem, sob a ótica da produção, evidencia os crescimentos trimestrais de 0,9% na agropecuária e de 0,6% no setor de serviços, contrastando com o recuo de -0,5% na indústria, terceiro resultado negativo do setor em sequencia, nessa base de comparação. Em relação à demanda, o componente doméstico registrou elevações no consumo das famílias, 1,1%; no consumo do governo, 0,4%; e na FBCF, 0,2%, enquanto no âmbito do setor externo ocorreram aumentos de 1,9% nas exportações e de 2,6% nas importações.



2. A produção física da indústria recuou 1,4% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro, quando havia decrescido 1,9%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. Ocorreram retrações na indústria extrativa, 0,9%, e na de transformação, 0,6%, esta



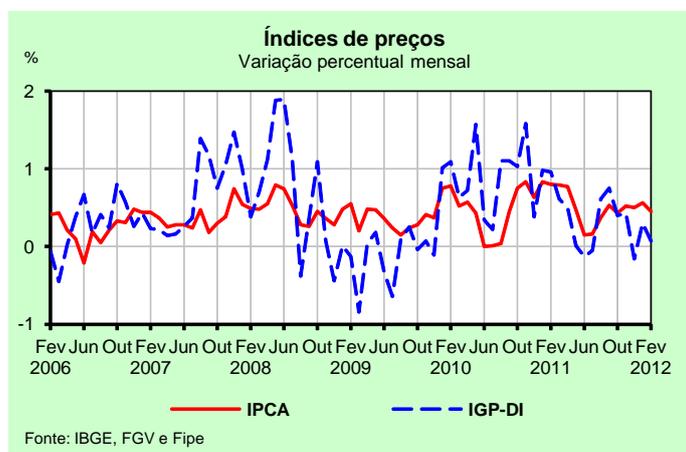
evidenciando, em especial, os decréscimos nas atividades fumo, 19,2%; máquinas para escritório e equipamentos de informática, 11,7%; material eletrônico e equipamentos de comunicação, 7,5%; e veículos automotores, 7,4%. Em oposição, registrem-se os aumentos nas indústrias de equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, 10,2%; farmacêutica, 5,7%; e de perfumaria e produtos de limpeza, 4,5%. A segmentação por categorias de uso revela que a indústria de bens de capital recuou 5% no período, com ênfase na redução acentuada na produção de caminhões e ônibus em janeiro. A produção de bens intermediários decresceu 1%, enquanto as indústrias de bens de consumo semi e não duráveis e de bens de consumo duráveis apresentaram expansões respectivas de 1,2% e 0,6%.

3. As vendas do comércio ampliado cresceram 1,1% no trimestre encerrado em dezembro de 2011, em relação ao finalizado em outubro, quando haviam recuado 0,7%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados desazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Todos os segmentos pesquisados, exceto tecidos, vestuário e calçados, registraram expansão



no trimestre, ressaltando-se as relativas a equipamentos e material para escritório e comunicação, 10,2%; livros, revistas, jornais e papelaria, 7,0%; e móveis e eletrodomésticos, 3,1%. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, registraram elevações respectivas de 1,1% e 1,5% nas bases de comparação mencionadas, destacando-se, no trimestre encerrado em dezembro, os aumentos assinalados no Centro-Oeste, 2,1%, e no Norte, 2,0%.

4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, aumentou 6,50% em 2011, ante 5,91% no ano anterior, registrando-se elevações de 6,20% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 6,63% nos preços livres, ante 3,13% e 7,09%, respectivamente, no ano anterior. A variação do IPCA atingiu 1,52% no trimestre encerrado em fevereiro de 2012, ante 1,49% naquele finalizado em novembro de



2011, resultado de desaceleração, de 1,36% para 0,92%, nos preços monitorados, e de aceleração, de 1,54% para 1,74%, nos preços livres. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da Fundação Getulio Vargas (FGV), variou 5,00% em 2011, ante 11,30% no ano anterior, registrando-se redução nas variações anuais do IPA, de 13,85% para 4,12%, e do INCC, de 7,77% para 7,49%, e elevação na relativa ao IPC, de 6,24% para 6,36%. A variação do IGP-DI atingiu 0,21% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 1,58% naquele finalizado em novembro, ressaltando-se a trajetória do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), que recuou 0,57%, ante elevação de 1,77% no período setembro a novembro de 2011. Ressalte-se que a reversão mencionada refletiu a redução, de 1,76% para 0,60%, na variação dos preços dos produtos agrícolas, e a reversão, de 1,77% para -0,99%, na variação dos preços industriais.

5. A taxa de desemprego, divulgada pela Pesquisa Mensal do Em-

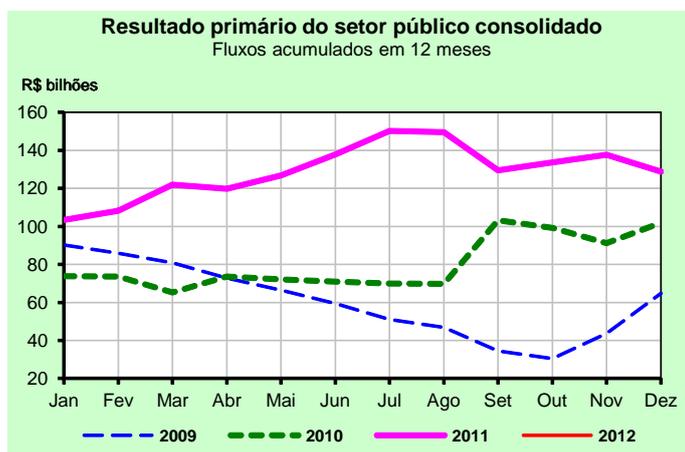
prego (PME) do IBGE, que abrange as seis principais regiões metropolitanas do país, atingiu 5,5% em janeiro de 2012. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, a taxa de desemprego registrou média de 5,6% no trimestre encerrado em janeiro, ante 6,0% naquele encerrado em outubro, resultado de aumento de 0,3% no pessoal ocupado e



recuo de 0,2% na População Economicamente Ativa (PEA). De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram eliminados 246,5 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em janeiro, ante 117,2 mil no mesmo período de 2011. Ocorreram demissões líquidas na indústria de transformação, 162,8 mil; na agropecuária, 104,1 mil; e na construção civil, 58,1 mil, contrastando com as criações respectivas de 63,8 mil e 31,4 mil empregos formais no comércio e no setor de serviços.

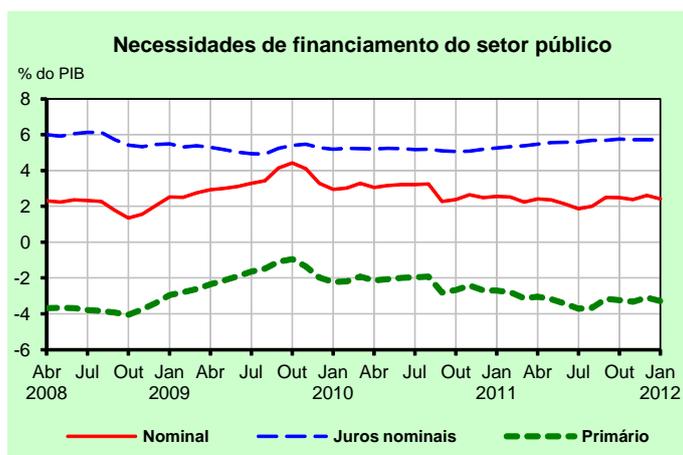
6. O superávit primário do setor público consolidado totalizou R\$128,7

bilhões em 2011, superando a meta de R\$127,8 bilhões fixada para o ano. O resultado, que representou 3,11% do PIB, ante 2,69% do PIB no ano anterior, decorreu de aumentos nos superávits anuais em todos os segmentos do setor público, destacando-se a elevação de 0,25 p.p. do PIB nos governos regio-



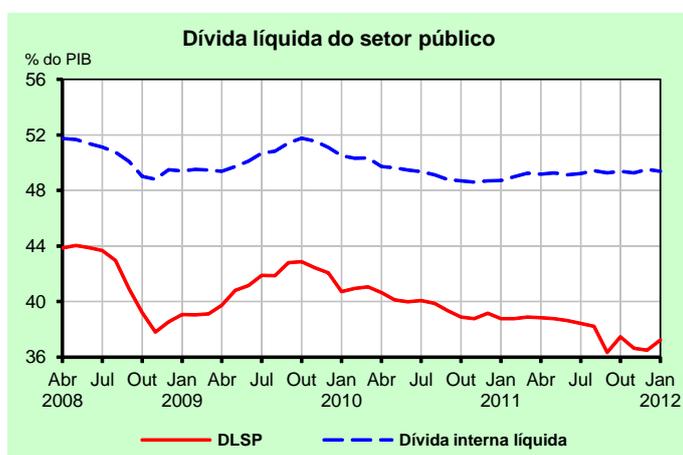
nais. A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$757,4 bilhões em 2011, registrando crescimento anual de 5,3%. Excluindo-se o recolhimento de R\$74,8 bilhões referente à cessão onerosa para exploração de petróleo em 2010, pago pela Petrobras, o crescimento das receitas atinge 17,5%, equivalente a 1,22 p.p. do PIB. As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$439,2 bilhões, reduzindo-se 0,7% no ano. Excluindo-se a despesa de R\$42,9 bilhões referente à capitalização da Petrobras em 2010, a variação anual atinge 9,9%, representando 0,03 p.p. do PIB. O superávit primário do setor público totalizou R\$26 bilhões em janeiro de 2012, melhor resultado para o mês desde o início da série, em 2001. Considerados períodos de doze meses, o superávit representou 3,30% do PIB, elevando-se 0,19 p.p. em relação a dezembro de 2011.

7. Os juros nominais apropriados totalizaram R\$236,7 bilhões em 2011 (5,72% do PIB), elevando-se 0,54 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Essa trajetória evidenciou as elevações anuais na variação do IPCA e na taxa Selic média, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais. O déficit nominal do setor público atingiu R\$108 bilhões em 2011 (2,61% do PIB), reduzindo-se 0,13 p.p. do PIB em relação ao ano anterior.



O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansões da dívida mobiliária e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária, neutralizadas, em parte, por reduções no financiamento externo líquido e na dívida bancária líquida. Os juros nominais apropriados somaram R\$19,7 bilhões em janeiro de 2012, ante R\$19,3 bilhões em igual mês de 2011. O resultado nominal, superavitário em R\$6,4 bilhões no mês, totalizou 3,30% do PIB no período de doze meses encerrado em janeiro, elevando-se 0,19 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011.

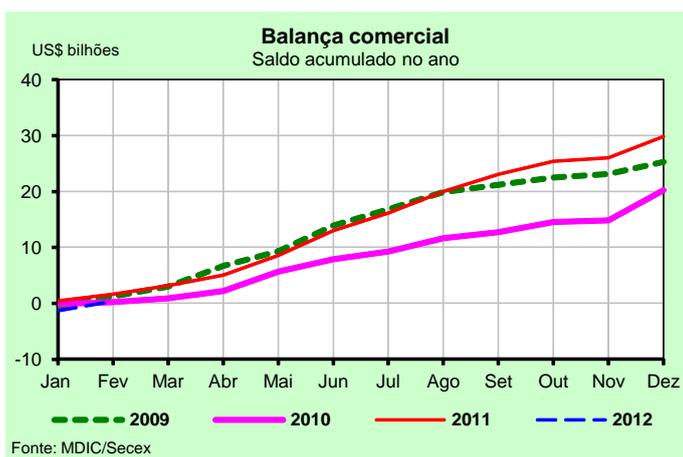
8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.508,5 bilhões em 2011, 36,5% do PIB, reduzindo-se 2,7 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Todos os segmentos do setor público registraram, no período, recuo na relação entre o endividamento líquido e o PIB, com destaque para o Governo Central, 2,1 p.p. Em janeiro, a DLSP atingiu R\$1.544,6 bilhões, 37,2% do PIB, ressaltando-se que a eleva-



ção em relação a dezembro de 2011 refletiu, em especial, o efeito da apreciação cambial de 7,3% no mês. A redução na relação DLSP/PIB em 2011 refletiu, fundamentalmente, os impactos do superávit primário, 3,1 p.p. do PIB; do crescimento do PIB corrente, 3,5 p.p.; da depreciação cambial de 12,6% registrada no ano, 1,6 p.p; e do ajuste da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,2 p.p. Esses efeitos foram parcialmente neutralizados pelo impacto de 5,7 p.p. do PIB decorrente da apropriação de juros nominais.

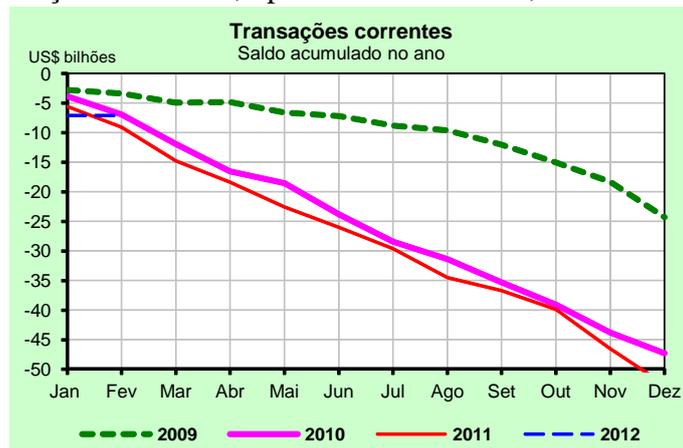
9. O saldo da balança comercial somou US\$423 milhões no primeiro

bimestre do ano, recuando 73,4% em relação ao mesmo período de 2011. As exportações aumentaram 7% e as importações, 11,2%, atingindo US\$34,2 bilhões e US\$33,7 bilhões, respectivamente, no período. As exportações médias diárias cresceram 7% no período, resultado de aumentos nas vendas em todas as categorias de fator agregado. Os embarques de bens semimanufaturados, bens manufaturados e de produtos básicos elevaram-se 13%, 8,6% e 2,6%, respectivamente, e representaram, na ordem, 15,2%, 40% e 42,2% das exportações totais do período, ante 14,4%, 39,4% e 44% no primeiro bimestre de 2011. A média diária das importações cresceu 11,2% nos dois primeiros meses de 2012, em relação a igual período do ano anterior, reflexo de expansões em todas as categorias de uso final. As aquisições de combustíveis e lubrificantes elevaram-se 24,7%, impactadas pelo aumento de 41,4% nas relativas a demais combustíveis, enquanto as referentes a bens de consumo não duráveis, bens de capital, bens de consumo duráveis, e a matérias-primas assinalaram elevações respectivas de 22,7%, 11,1%, 9%, e 6%. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o aumento de 6,1% nas exportações em janeiro deste ano, em relação a igual mês de 2011, resultou da expansão de 3,4% nos preços e de 2,6% no quantum, enquanto a expansão de 17,7% no valor das importações decorreu de crescimentos respectivos de 6,9% e 10%.



10. O déficit em transações correntes, após totalizar US\$52,6 bilhões em

2011, ante US\$47,3 bilhões no ano anterior, atingiu US\$8,9 bilhões nos dois primeiros meses de 2012, comparativamente a US\$9,1 bilhões no mesmo período de 2011. O déficit acumulado em 12 meses totalizou US\$52,4 bilhões em fevereiro, equivalente a 2,1% do



PIB. As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$6,2 bilhões, elevando-se 33,2% em relação ao primeiro bimestre de 2011, com ênfase na expansão de 27,7%, para US\$2,5 bilhões, nas despesas líquidas com viagens internacionais. As despesas líquidas de juros cresceram 20,5% em relação ao primeiro bimestre de 2011, somando US\$2,6 bilhões. Os pagamentos ao exterior totalizaram US\$3,6 bilhões, elevando-se 5,2%, enquanto as receitas, refletindo a evolução das taxas de juros internacionais, atingiram US\$1,1 bilhão, recuando 17,6% no período. Ressalte-se que as receitas de juros provenientes de remunerações das reservas internacionais decresceram 22,4%, para US\$790 milhões, no bimestre. As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$1 bilhão nos dois primeiros meses.

11. Os ingressos líquidos de IED somaram US\$9 bilhões nos dois primeiros meses do ano, dos quais US\$7 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$2 bilhões a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em 12 meses atingiu US\$64,9 bilhões em fevereiro (2,6% do PIB), superando a necessidade de financiamento de transações correntes em US\$13,1 bilhões. Os investimentos brasileiros em carteira



registraram aplicações líquidas de US\$3,9 bilhões no ano, até fevereiro, ressaltando-se a retomada do processo de aplicações em ações de empresas estrangeiras, evidenciada por aplicações líquidas de US\$119 milhões, ante retorno de US\$3,9 bilhões em igual intervalo de 2011. A demanda de residentes por títulos estrangeiros resultou em aplicações líquidas de US\$2 bilhões. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$6 bilhões no primeiro bimestre de 2012, com os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somando US\$5,1 bilhões, sendo US\$1,6 bilhão em retornos líquidos em Depositary Receipts e US\$6,7 bilhões em aplicações líquidas no mercado doméstico. Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país registraram aplicações líquidas de US\$188 milhões, ante saídas líquidas de US\$499 milhões nos dois primeiros meses de 2011.

12. As reservas internacionais totalizaram US\$360,5 bilhões em fevereiro, aumentando US\$4,3 bilhões em relação a dezembro de 2011.

Neste período, as compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$842 milhões; as despesas líquidas de juros, US\$274 milhões; e as demais operações, US\$1,6 bilhão. Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$360,5 bilhões ao final de 2012. Incluindo-se o ocorrido nos dois primeiros meses de 2012, estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$5 bilhões; despesas de juros de US\$3,1 bilhões; amortizações de US\$2,3 bilhões; e as liquidações de compras já ocorridas, de US\$842 milhões do Banco Central e de US\$5,4 bilhões do Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio.



B. Política Monetária no quarto trimestre de 2011

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o quarto trimestre de 2011.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$206 bilhões em dezembro, com crescimentos de 10% no mês e de 4,4% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$160,2 bilhões, elevando-se 10,6% no mês e 8,2% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$45,8 bilhões, variando 7,9% no mês e -7,1% em 12 meses.

15. O saldo da base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, cresceu 12% nos 12 meses encerrados em dezembro, totalizando R\$2,7 trilhões. Esta variação refletiu aumentos de 3,6% na base restrita, de 12% no saldo dos títulos públicos federais e de 15,4% nos depósitos compulsórios em espécie.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2011^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	272,7 - 320,1	6,0	280,5	0,3
Base restrita ^{3/}	181,7 - 245,9	8,3	206,0	4,4
Base ampliada ^{4/}	2505,7 - 2941,4	13,7	2 682,8	12,0
M4 ^{4/}	2924,9 - 3957,2	13,2	3 549,5	16,7

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$280,5 bilhões em dezembro, elevando-se 9,9% no mês e 0,3% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$129,1 bilhões, crescendo 11,3% no mês e 7,9% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$151,4 bilhões, com elevação de 8,7% no mês e retração de 5,4% em 12 meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$3,5 trilhões em dezembro, elevando-se 2,6% no mês e 16,7% em 12 meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$66,7 bilhões no quarto trimestre de 2011, resultante de resgates líquidos de R\$12,2 bilhões no mercado primário e de compra líquida de títulos de R\$54,5 bilhões no mercado secundário.

19. O Copom avaliou, na reunião de outubro, que o impacto sobre a inflação dos choques de oferta domésticos e externos, registrados no início do ano, e que os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda ocorrem em intensidade decrescente. Destacou, ainda, a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho e que, apesar dos sinais de moderação nesse mercado, persistia risco muito importante na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade. O Comitê considerou, adicionalmente, que o nível de utilização da capacidade instalada tem recuado e se encontra abaixo da tendência de longo prazo, contribuindo para a abertura do hiato do produto. Nesse cenário, em que se apresentam como importantes fatores de contenção da demanda agregada, a substancial deterioração do cenário internacional e ações macroprudenciais implementadas, o Copom ponderou que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulara sinais favoráveis e, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 11,50% a.a., sem viés. Na reunião de novembro, o Copom entendeu que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, ajustes mode-

rados no nível da taxa básica são consistentes com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012 e decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 11,00% a.a., sem viés.

C. Política Monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2012

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$194,6 bilhões em fevereiro, recuando 3% no mês e expandindo 5,8% em 12 meses. As reservas bancárias recuaram 7,9% no mês e 7,3% em 12 meses, situando-se em R\$42,9 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido variou -1,5% e 10,2%, respectivamente, somando R\$151,6 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,7 trilhões em fevereiro, aumentando 0,1% no mês e 10,2% em 12 meses. O resultado anual refletiu elevações de 2,7% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie, de 3,2% na base restrita e de 12,2% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$261,3 bilhões em fevereiro, variando -3% no mês e 1,6% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$121,8 bilhões, recuando 2,1% no mês e aumentando 9,3% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$139,5 bilhões, registrando decréscimos respectivos de 3,8% e 4,3%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$3,6 trilhões em fevereiro, registrando aumentos de 1,3% no mês e de 17,3% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2012 e ocorridos no período janeiro/fevereiro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	243,3 - 285,6	4,7	261,3	1,6
Base restrita ^{3/}	166,2 - 224,8	8,2	194,6	5,8
Base ampliada ^{4/}	2507,0 - 2943,0	9,1	2 721,0	10,2
M4 ^{4/}	3039,2 - 4111,9	13,8	3 645,8	17,3

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

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

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

^{4/} Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em contração monetária de R\$39

bilhões no bimestre encerrado em fevereiro. Ocorreram resgates líquidos de R\$73,7 bilhões no mercado primário e colocações líquidas de R\$112,7 bilhões no mercado secundário.

25. Na reunião de janeiro, o Copom reconheceu um ambiente econômico em que prevalecia nível de incerteza muito acima do usual e ponderou que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulava sinais favoráveis. O Comitê considerou, ainda, que a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre de 2011 havia sido maior do que se antecipava e que eventos recentes indicavam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia, naquele momento. Nesse contexto, em que o Copom atribuía elevada probabilidade à concretização de um cenário que contemplasse a taxa Selic se deslocando para patamares de um dígito, foi dado seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias e o Comitê decidiu reduzir a taxa Selic para 10,50% a.a., sem viés. Em março, o Copom ponderou que, desde a última reunião, o cenário central para a inflação havia evoluído, em linhas gerais, conforme esperado pelo Comitê, que, dessa forma, não detectava mudanças substantivas nas estimativas para o ajuste total das condições monetárias subjacente a esse cenário. À vista disso, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 9,75% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
5.3.2008	-	11,25
16.4.2008	-	11,75
4.6.2008	-	12,25
23.7.2008	-	13,00
10.9.2008	-	13,75
29.10.2008	-	13,75
10.12.2008	-	13,75
21.1.2009	-	12,75
11.3.2009	-	11,25
29.4.2009	-	10,25
10.6.2009	-	9,25
22.7.2009	-	8,75
2.9.2009	-	8,75
21.10.2009	-	8,75
9.12.2009	-	8,75
27.1.2010	-	8,75
17.3.2010	-	8,75
28.4.2010	-	9,50
9.6.2010	-	10,25
21.7.2010	-	10,75
1.9.2010	-	10,75
8.12.2010	-	10,75
19.1.2011	-	11,25
2.3.2011	-	11,75
20.4.2011	-	12,00
8.6.2011	-	12,25
20.7.2011	-	12,50
31.8.2011	-	12,00
19.10.2011	-	11,50
30.11.2011	-	11,00
18.1.2012	-	10,50
7.3.2012	-	9,75

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 2012

26. As perspectivas de crescimento para a economia mundial deterioraram-se nos últimos meses. De acordo com as projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI) de janeiro, as taxas de crescimento anuais das economias avançadas e emergentes deverão atingir 1,2% e 5,4%, respectivamente, em 2012, ante 1,9% e 6,1% no relatório de setembro de 2011. No âmbito do primeiro grupo, excetuada a manutenção da estimativa de expansão anual de 1,8% para o PIB dos EUA, ocorreram recuos nas projeções para as economias da Área do Euro, de 1,1% para -0,5%; do Reino Unido, de 1,6% para 0,6%; e do Japão, de 2,3% para 1,7%.

27. A economia brasileira registrou menor dinamismo no decorrer de 2011, desempenho compatível tanto com o processo de adequação das condições de liquidez ao cenário de aceleração dos preços internos, sobretudo na primeira metade do

ano, quanto com as alterações no ambiente externo. As perspectivas de reversão dessa trajetória ao longo de 2012, evidenciadas na projeção de crescimento anual de 3,5% do PIB, estão condicionadas tanto à efetiva retomada da demanda interna quanto à consolidação dos indicativos de recuperação, na margem, da economia global. Internamente, a manutenção de condições favoráveis no mercado de trabalho, a estabilidade da confiança do consumidor em patamar elevado e a melhora nos indicadores de confiança dos empresários sugerem consistência do processo de retomada do crescimento econômico. No mesmo sentido, a continuidade da recuperação, na margem, da economia dos EUA, as perspectivas de recuo nas pressões envolvendo economias da Área do Euro e a relativa acomodação, em patamar ainda elevado, em importantes economias asiáticas poderão favorecer a retomada da atividade nos próximos meses.

28. A moderação da expansão do crédito registrada em meses recentes evidencia, além do aspecto sazonal, traduzido em menores contratações pelas famílias, em dezembro, e pelas empresas, em janeiro, a maior restritividade na oferta de crédito a pessoas físicas, em razão da permanência da taxa de inadimplência em patamar relativamente elevado. Esse comportamento explica também a elevação nas taxas de juros e spreads das principais modalidades de crédito em janeiro. A estabilização da inadimplência nos próximos meses deverá contribuir para a retomada da trajetória declinante das taxas de juros e para a sustentabilidade do mercado de crédito. Nesse contexto, o crescimento do crédito habitacional se mantém robusto, impulsionado pelo dinamismo dos indicadores de emprego e renda, e pelos avanços institucionais que possibilitaram a ampliação da oferta ao longo da última década.

29. O crescimento das receitas públicas em 2011, favorecido pelo impacto da atividade econômica sobre a arrecadação e por programas de recuperação de créditos, em ambiente de maior contenção das despesas, sobretudo de alguns grupamentos de custeio, possibilitou o cumprimento integral da meta de superávit primário fixada para o ano.

30. Para 2012, espera-se a continuidade desse processo, tendo em vista que o crescimento econômico esperado, em ritmo superior ao observado em 2011, e a moderação no ritmo de expansão dos gastos públicos, refletida na programação financeira para o ano, mostram-se em linha com o cumprimento integral da meta anual de superávit primário, em que pese o impacto do reajuste do salário mínimo sobre as contas da previdência. A continuidade desse desempenho apresenta sinergia com a execução da política monetária, além de possibilitar a redução do endividamento e do déficit nominal em relação ao PIB, melhorando a percepção de risco do país.

31. Nesse contexto, o superávit da balança comercial, evidenciando a distinção entre os ritmos de crescimento das importações e das exportações, registrou expressivo recuo no primeiro bimestre de 2012, em relação a igual intervalo do ano anterior. No mesmo sentido, os gastos líquidos com serviços, impulsionados pelas despesas vinculadas à indústria e ao comércio, mantiveram-se em trajetória crescente, contrastan-

do com a acentuada retração nas remessas líquidas de renda, decorrente de recuo nas saídas e aumento de ingressos de lucros e dividendos. Nesse cenário, o déficit em transações correntes manteve-se em patamar semelhante ao registrado no primeiro bimestre de 2011.

32. O financiamento do déficit em transações correntes ocorreu integralmente pelos aportes líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED). Vale mencionar que os investimentos líquidos em ações somaram US\$5,1 bilhões no bimestre, ante US\$6,2 bilhões em todo o ano de 2011, resultado consistente com a eliminação, em dezembro passado, da incidência de IOF sobre investimentos dessa natureza. Ressalte-se que o ingresso líquido de capitais registrado no bimestre refletiu, em grande parte, a ampliação da liquidez global.

33. A inflação, consideradas as variações dos preços ao consumidor, apresentou aceleração, na margem, no trimestre encerrado em fevereiro de 2012, trajetória sensibilizada por pressões sazonais sobre os preços de alimentos in natura, por reajustes de tarifas, especialmente de transportes públicos, e pelo aumento nos custos associados à educação. Em sentido inverso, os índices gerais de preços registraram expressiva desaceleração no período, evidenciando, fundamentalmente, a menor elevação nos preços agrícolas por atacado e a retração de preços dos produtos industriais. Nesse ambiente, considerando o esgotamento, nos próximos meses, das pressões sazonais observadas no início do ano, projeta-se convergência dos preços para a meta estabelecida para a inflação.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o segundo trimestre e para o ano de 2012.

34. A programação dos agregados monetários para o segundo trimestre de 2012 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 2012^{1/}

R\$ bilhões

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	242,9 - 285,1	5,1	276,0 - 324,0	7,0
Base restrita ^{3/}	165,8 - 224,3	8,4	191,4 - 259,0	9,3
Base ampliada ^{4/}	2570,7 - 3017,7	7,8	2740,2 - 3216,8	11,0
M4 ^{4/}	3188,6 - 4314,0	15,6	3332,4 - 4508,6	10,5

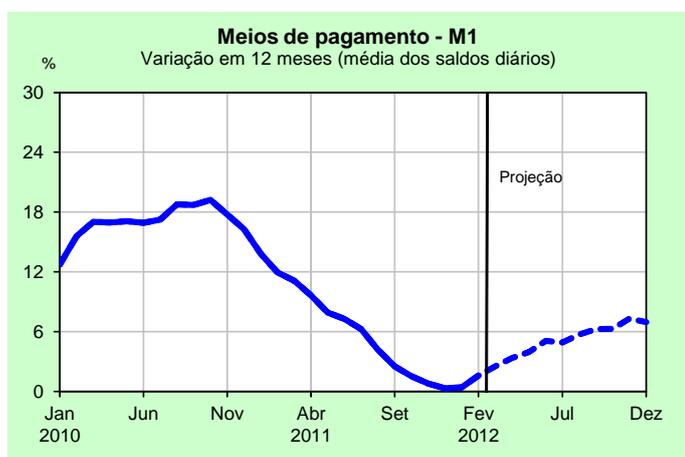
1/ Refere-se ao último mês do período.

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.

35. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 7% para dezembro de 2012.

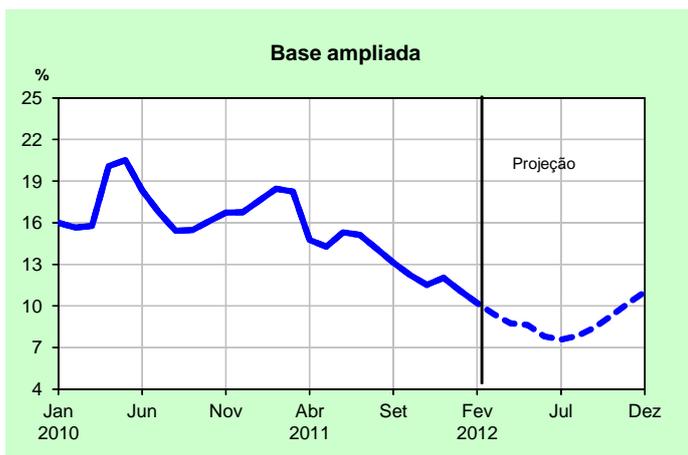


36. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial, a trajetória esperada para a taxa Selic e o crescimento esperado para o produto.

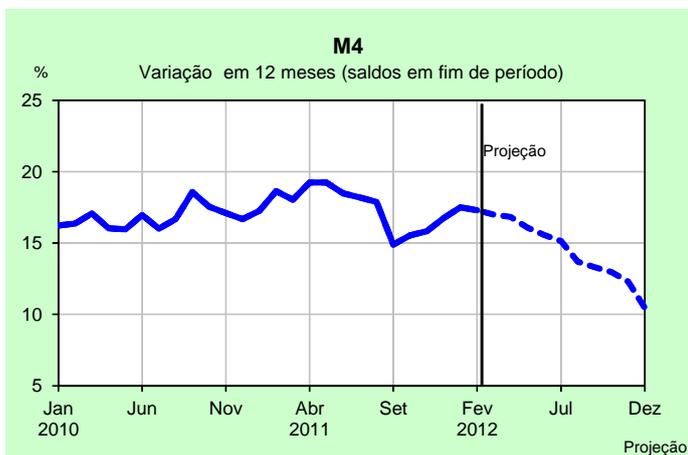
37. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 9,3% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2012.



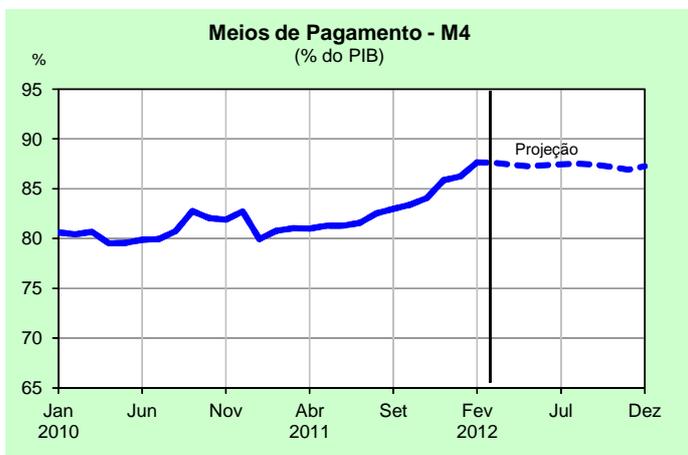
38. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 11% em dezembro de 2012.



39. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em 12 meses esperado para o M4 corresponde a 10,5% em dezembro de 2012.



40. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do segundo trimestre de 2012, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis em 12 meses.



41. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre janeiro/fevereiro de 2012, bem como os valores previstos para o segundo trimestre de 2012.

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

Discriminação	2012		2012 ^{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/}	261,3	1,6	264,0	5,1	300,0	7,0
Base restrita ^{4/}	194,6	5,8	195,1	8,4	225,2	9,3
Base ampliada ^{5/}	2 721,0	10,2	2 794,2	7,8	2 978,5	11,0
M4 ^{5/}	3 645,8	17,3	3 751,3	15,6	3 920,5	10,5

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2012		2012 ^{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/}	1,343	-4,0	1,353	-3,0	1,332	-2,2
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,308	-3,1	0,306	-2,8	0,314	3,8
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,466	7,6	0,462	6,3	0,471	2,3
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,340	6,4	1,343	7,2	1,316	-0,5

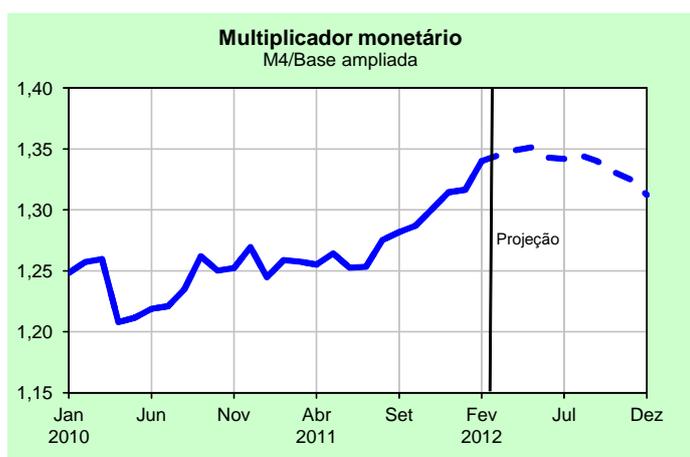
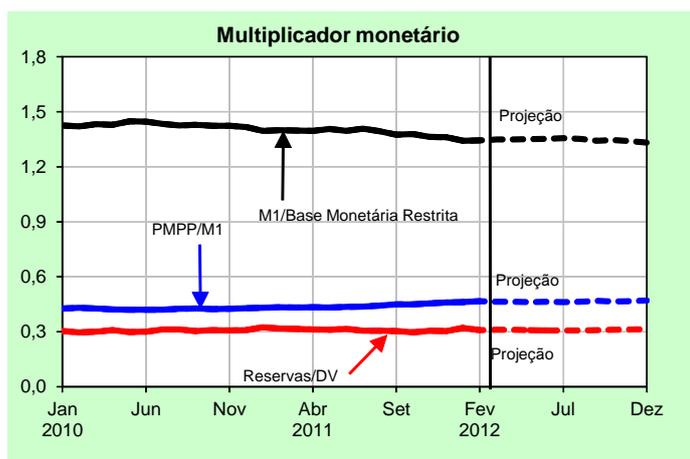
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

43. 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 2012.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2011^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	272,7 - 320,1	6,0	280,5	0,3
Base restrita ^{3/}	181,7 - 245,9	8,3	206,0	4,4
Base ampliada ^{4/}	2505,7 - 2941,4	13,7	2 682,8	12,0
M4 ^{4/}	2924,9 - 3957,2	13,2	3 549,5	16,7

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 2012 e ocorridos no período janeiro/fevereiro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	243,3 - 285,6	4,7	261,3	1,6
Base restrita ^{3/}	166,2 - 224,8	8,2	194,6	5,8
Base ampliada ^{4/}	2507,0 - 2943,0	9,1	2 721,0	10,2
M4 ^{4/}	3039,2 - 4111,9	13,8	3 645,8	17,3

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 2012^{1/}

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	242,9 - 285,1	5,1	276,0 - 324,0	7,0
Base restrita ^{3/}	165,8 - 224,3	8,4	191,4 - 259,0	9,3
Base ampliada ^{4/}	2570,7 - 3017,7	7,8	2740,2 - 3216,8	11,0
M4 ^{4/}	3188,6 - 4314,0	15,6	3332,4 - 4508,6	10,5

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	2012		2012 ^{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/}	261,3	1,6	264,0	5,1	300,0	7,0
Base restrita ^{4/}	194,6	5,8	195,1	8,4	225,2	9,3
Base ampliada ^{5/}	2 721,0	10,2	2 794,2	7,8	2 978,5	11,0
M4 ^{5/}	3 645,8	17,3	3 751,3	15,6	3 920,5	10,5

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		2012 ^{2/}			
	Outubro - Novembro ^{1/}		Primeiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1.363	-4.3	1.353	-3.2	1.341	-0.3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0.305	-0.7	0.311	-1.2	0.316	2.1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0.454	7.0	0.456	5.8	0.460	-0.3
M4 / Base ampliada ^{4/}	1.300	3.8	1.312	4.3	1.291	0.1

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.