

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

**2007**

**Junho – 2007**



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

## Programação Monetária para o terceiro trimestre e para o ano de 2007

### A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2007

1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 0,8% no primeiro trimestre de 2007, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, segundo estatísticas dessazonalizadas das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE.

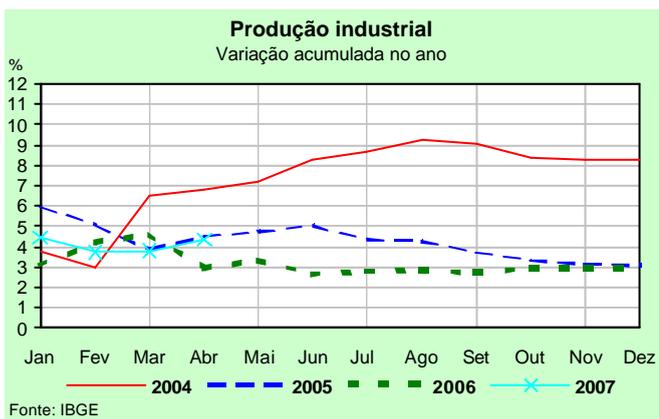
A taxa de crescimento do PIB na margem ratificou a percepção de recuperação do ritmo de crescimento da economia, influenciada, principalmente, pelo crescimento contínuo da renda real e do emprego, pelo bom desempenho do setor agrícola e pelos reflexos da flexibilização da política monetária.

Registraram-se aumentos de 0,3% na indústria e de 1,7% no setor de serviços, e redução de 2,4% na produção agropecuária. Em relação aos componentes da demanda, ressaltou-se, no período, a continuidade do crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), atingindo 2,1%. O consumo das famílias aumentou 0,9% e o do governo, 3,5%, enquanto as exportações elevaram-se 1,2% e as importações, em linha com o processo de aceleração do nível da atividade, 4,1%.



2. A produção industrial, segundo a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE, vem apresentando crescimento mais acelerado no início de 2007. De acordo com dados dessazonalizados, a produção industrial aumentou 1,5% no trimestre terminado em abril, em relação ao trimestre encerrado em janeiro, quando crescera 1%, na mesma base de comparação. Em 2006, a produção industrial apresentou variação

média trimestral de 0,8%. O incentivo proporcionado pela redução do custo do crédito de médio e de longo prazos, ocorrida ao longo de 2006, tornou-se mais evidente no início deste ano. A produção de bens de capital, que apresentou taxa de crescimento trimestral média de 1,9% em 2006, aumentou 2,9% no trimestre terminado em abril, em relação ao trimestre encerrado em janeiro, considerados dados dessazonalizados. No mesmo sentido, as produções de bens de consumo duráveis, de bens intermediários, e de bens de consumo

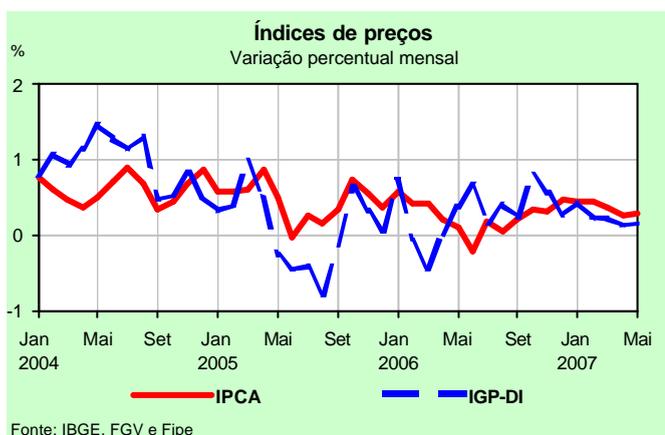


semiduráveis e não-duráveis, que haviam apresentado taxas médias de crescimento trimestral de 1,2%, 0,6% e 0,8%, em 2006, elevaram-se 4,3%, 1,6% e 0,7%, respectivamente, no trimestre terminado em abril.

3. O volume de vendas no varejo, de acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cresceu 9,2% nos primeiros quatro meses de 2007, em relação ao mesmo período do ano anterior. No conceito comércio varejista ampliado, que incorpora os segmentos materiais de construção e automóveis, motocicletas, partes e peças, a aceleração das vendas mostrou-se mais evidente, com elevação de 12,6% no período. A análise na margem, considerando dados dessazonalizados, sugere a continuidade do desempenho favorável. Nesse sentido, as vendas cresceram 2,6% no trimestre encerrado em abril, em relação ao trimestre finalizado em janeiro, com aumentos de 3,8% nas vendas de móveis e eletrodomésticos, de 2,4% em combustíveis e lubrificantes, e de 2,2% em hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo. Na mesma base de comparação, as vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças cresceram 7,9%. A evolução das vendas nesse segmento, que atingiram níveis recordes nos últimos meses, e no de móveis e eletrodomésticos refletiu, em parte, a relevância do crédito para o atual ciclo de crescimento das vendas do comércio.



4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela Fundação Getulio Vargas (FGV-RJ) registrou inflação de 0,16% em maio, comparativamente a 0,14% em abril. No ano, o IGP-DI acumulou alta de 1,18%, ante 0,61% nos primeiros cinco meses de 2006. A variação mensal do IGP-DI em maio refletiu reduções nas variações do IPA-DI e do IPCA e elevação, decorrente de aumento no item mão-de-obra, na relativa ao INCC. A variação acumulada em doze meses do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), utilizado como indicador no sistema de metas de inflação, vem registrando relativa estabilidade, no patamar de 3%, desde outubro de 2006. Em maio, o IPCA variou 0,28%, ante 0,25% em abril, acumulando 1,79% nos primeiros cinco meses do ano, ante 1,75% em igual período de 2006.



5. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, que abrange

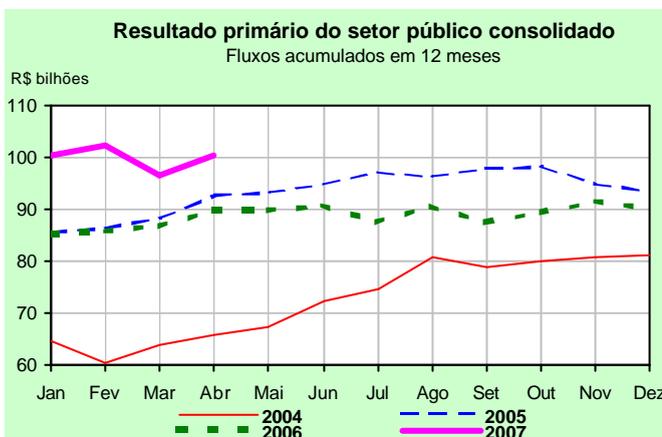
seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto manteve-se em trajetória ascendente, mas esperada, no primeiro quadrimestre de 2007, alcançando 10,1% em abril, ante 8,4% em dezembro de 2006. Esse aumento refletiu, fundamentalmente, a sazonalidade desfavorável do período, quando foi registrada a eliminação de 258 mil postos de trabalho. A taxa média de desemprego recuou 0,17 p.p.,



em relação ao mesmo período de 2006, reflexo de expansões de 2,9% no número de ocupados e de 0,9% no de desocupados. Considerando estatísticas relativas a abril de 2007 e igual mês do ano anterior, registrou-se a criação de 640 mil vagas, com melhoria da qualidade das ocupações, tendo em vista o aumento de 361 mil postos de trabalho no segmento com carteira assinada, ante a criação de 90 mil empregos no mercado informal.

6. O superávit primário do setor público não financeiro totalizou R\$23,5

bilhões em abril, o melhor resultado mensal desde o início da série, em 1991, acumulando R\$50,7 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, 6,51% do PIB, ante 5,62% do PIB em igual período de 2006. Esse resultado refletiu os aumentos nos superávits do governo central, 0,31 p.p. do PIB, e dos governos regionais, 0,61 p.p., e a redução de 0,03 p.p. do PIB no superávit das empresas estatais, registrados no quadrimestre.



O superávit do Governo Central atingiu R\$33,3 bilhões no quadrimestre, registrando-se resultado positivo de R\$47,5 bilhões no Governo Federal e déficit de R\$14 bilhões nas contas da Previdência Social. Assinale-se que o superávit alcançado pelo setor público consolidado no primeiro quadrimestre, que representou 53% do resultado previsto para 2007, evidenciou crescimento mais acentuado das receitas do Tesouro Nacional, 0,88 p.p. do PIB, do que das despesas, 0,34 p.p.

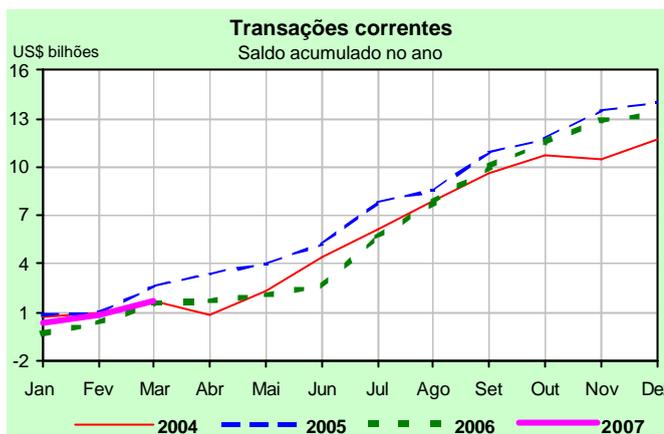
7. Os juros nominais, incorporados pelo critério de competência, totalizaram R\$51,1 bilhões no primeiro quadrimestre de 2007, 6,56% do PIB, comparativamente a R\$57 bilhões, 7,93% do PIB, no mesmo período de 2006. Esse menor volume de juros apropriados decorreu, basicamente, da trajetória declinante da taxa Selic. O déficit nominal do setor público não financeiro, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$405 milhões no quadrimestre encerrado em abril, 2,26 p.p. do PIB, ante 2,31 p.p. do PIB no mesmo período do ano anterior.



8. A dívida líquida do setor público alcançou R\$1.079,5 bilhões em abril, 44,4% do PIB, ante R\$1.067,4 bilhões, 44,9% do PIB, em dezembro de 2006. A redução da relação dívida/PIB foi favorecida pelos impactos associados ao resultado primário, 2,1 p.p., e ao crescimento do PIB valorizado, 1 p.p., enquanto, em sentido contrário, concorreram os impactos associados à apropriação de juros nominais, 2,1 p.p. do PIB; os ajustes de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,3 p.p. do PIB; e o ajuste decorrente da apreciação cambial acumulada no ano, 0,2 p.p. do PIB. Excetuando-se novembro de 2006, a relação dívida líquida/PIB atingiu o nível mais baixo desde abril de 1999, traduzindo, especialmente, a trajetória declinante da taxa Selic e a continuidade do equilíbrio fiscal em todas as esferas de governo.

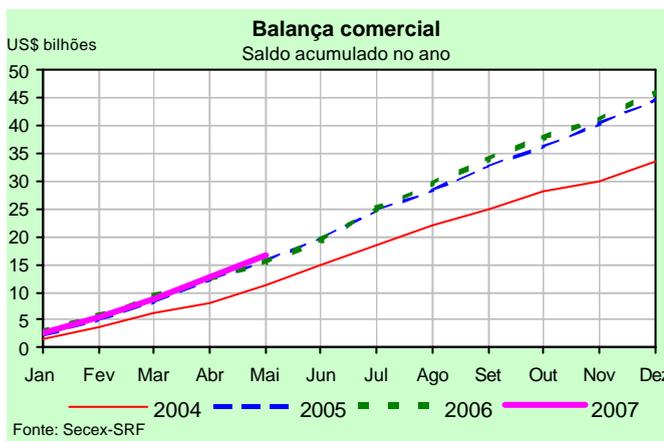


9. As transações correntes acumularam saldo positivo de US\$1,7 bilhão no primeiro trimestre de 2007. As remessas líquidas com serviços atingiram US\$2,2 bilhões, elevando-se 29,5% em relação ao mesmo período do ano anterior, e os gastos líquidos de rendas, US\$5,8 bilhões, com recuo de 16,3% no período. As transferências correntes atingiram US\$982 milhões no trimestre, elevando-se 4,1%. O superávit em transações correntes acumulado em doze meses totalizou



US\$13,4 bilhões em março, representando 1,23% do PIB, ante US\$14,1 bilhões no período correspondente de 2006. Assinale-se que o desempenho das transações correntes em doze meses vem apresentando estabilidade ao redor de US\$13,5 bilhões desde agosto de 2006, evidenciando tanto a manutenção de expressivos superávits comerciais como a estabilidade das remessas líquidas nas contas de serviços e rendas.

10. As exportações somaram US\$13,6 bilhões em maio e as importações, US\$9,8 bilhões, valores recordes para o mês. Os valores médios diários cresceram 32,4% e 34,2%, respectivamente, em relação ao mesmo mês do ano anterior. O superávit comercial de US\$3,9 bilhões, assinalado em maio, situou-se 28,2% acima do ocorrido em maio de 2006. Considerados os doze meses encerrados em maio, o superávit comercial totalizou US\$47,5 bilhões, crescimento de 7% em relação ao período correspondente no ano anterior, com as exportações totalizando US\$148 bilhões e as importações, US\$100,5 bilhões.



11. Os ingressos de investimentos estrangeiros diretos (IED) líquidos somaram US\$6,6 bilhões nos três primeiros meses do ano, ante US\$4 bilhões de janeiro a março de 2006. Considerado o período de doze meses encerrado em março de 2007, os ingressos líquidos de IED somaram US\$21,4 bilhões, comparativamente a US\$15,6 bilhões, no período equivalente do ano anterior.



12. As reservas internacionais cresceram US\$36 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, ante a posição de final de 2006, atingindo US\$121,8 bilhões, equivalentes a 14,9 meses de importações.



## B. Política Monetária no primeiro trimestre de 2007

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 primeiro trimestre de 2007.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$109 bilhões em março, com redução de 2,6% no mês e expansão de 20,5% em 12 meses. O papel-moeda emitido alcançou R\$75,7 bilhões, apresentando redução mensal de 3,6% e expansão de 22,1% em relação a março do ano anterior. As reservas bancárias atingiram R\$33,3 bilhões, recuando 0,4% no mês e elevando-se 17,1% em 12 meses.

15. O saldo da base monetária ampliada em final de período, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, cresceu 17,6% em 12 meses, alcançando R\$1,42 trilhão ao final de março. Essa

evolução refletiu expansões na base restrita, 20,8%; no saldo de títulos públicos federais, 17,4%; e nos depósitos compulsórios em espécie, 15,1%.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2007 <sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	127,1-172,0	13,3	157,1	19,0
Base restrita <sup>3/</sup>	86,9-117,5	13,0	109,0	20,5
Base ampliada <sup>4/</sup>	1262,6-1482,2	13,6	1419,8	17,6
M4 <sup>4/</sup>	1338,4-1810,8	14,9	1625,4	18,6

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), mensurados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$157,1 bilhões em março, apresentando redução mensal de 0,4% e aumento de 19% em 12 meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$61,5 bilhões, recuando 2,1% no mês e elevando-se 21,5% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$95,5 bilhões, com acréscimos de 0,8% e 17,4%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$1,62 trilhão em março, registrando aumentos de 1,5% no mês e de 18,6% em relação a março de 2006.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$55,9 bilhões no primeiro trimestre de 2007. No mercado primário, ocorreram colocações líquidas de R\$11 bilhões em títulos, resultado de emissões líquidas do mesmo valor do Tesouro Nacional, enquanto no mercado secundário o impacto contracionista atingiu R\$42,9 bilhões.

19. Em janeiro, o Copom avaliou que a elevação da inflação no curto prazo estava sendo liderada por pressões de caráter transitório, que deverão arrefecer ao longo do tempo. Foi considerado, adicionalmente, que, ao longo dos próximos meses, a expansão do nível de emprego e da renda e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a atividade econômica, e que a esses fatores devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais ocorridos em 2006 e esperados para este ano. Dessa forma, os efeitos defasados dos cortes de juros sobre uma demanda agregada que já cresce a taxas robustas, se somarão a outros fatores que continuarão contribuindo de maneira importante para a sua expansão. À luz dessas considerações, o Copom voltou a avaliar, tal como nas últimas três reuniões, a conveniência de reduzir a taxa

Selic em 25 p.b. Nesse sentido, tendo em vista os estímulos já existentes para a expansão da demanda agregada, as incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária, a menor distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo e os cortes já implementados desde setembro de 2005, a maioria dos membros do Copom concordou em alterar o ritmo de flexibilização da meta para a taxa Selic, reduzindo-a em 0,25 p.p., para 13% a.a. Em março, o Copom avaliou que a despeito da perspectiva de consolidação de um ambiente de menor liquidez global, em virtude dos efeitos dos processos de elevação das taxas de juros nas economias industrializadas, e do recente, e possivelmente temporário, aumento de volatilidade nos mercados globais, o cenário externo continua favorável. Particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento externo para a economia brasileira, o Comitê continuou atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais. Nesse cenário, tal como na reunião de janeiro, foi enfatizado que o principal desafio da política monetária consiste em garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro. Diante disso, dando prosseguimento ao processo de flexibilização da política monetária, iniciado na reunião de setembro de 2005, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 12,75% ao ano, sem viés.

### **C. Política monetária no bimestre abril-maio de 2007**

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$111,3 bilhões em maio, com expansões de 0,5% no mês e de 22,6% em 12 meses. Nas mesmas bases de comparação, as reservas bancárias aumentaram 1,3% e 24,8%, respectivamente, situando-se em R\$35,2 bilhões, e o papel-moeda emitido cresceu 0,2% e 21,7%, atingindo R\$76,1 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,49 trilhão em maio, com aumentos de 2,7% no mês e de 21% em 12 meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 17,8% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie; 25,6% na base restrita; e 20,9% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$158,5 bilhões em maio, com contração de 0,2% no mês e elevação de 20,1% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$61,9 bilhões, elevando-se 0,8% no mês e 20,8% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$96,7 bilhões, com redução mensal de 0,9% e aumento de 19,6% em 12 meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$1,7 trilhão em maio, registrando aumentos de 2,1% no mês e de 21,4% em 12 meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2007 e ocorridos no período abril/maio<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	131,3-177,6	15,4	158,5	20,1
Base restrita <sup>3/</sup>	94,5-127,8	18,5	111,3	22,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	1331,8-1563,4	17,0	1486,4	21,0
M4 <sup>4/</sup>	1402,7-1897,8	17,1	1701,3	21,4

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\$38,2 bilhões no bimestre abril-maio, traduzindo operações contracionistas do Tesouro Nacional da ordem de R\$8,8 bilhões no mercado primário e de R\$29,5 bilhões no mercado secundário.

25. Em abril, a maioria dos membros do Copom avaliou que, tendo em vista a extensão do processo de flexibilização já implementado, as incertezas remanescentes quanto aos impactos defasados do estímulo monetário já injetado na economia, o comportamento esperado dos outros fatores de sustentação do dispêndio, como o crescimento da renda, em um quadro de sólida expansão da demanda doméstica por bens e serviços transacionáveis e não transacionáveis, e de fortalecimento da atividade econômica, seria conveniente a manutenção do ritmo de redução da taxa básica de juros em 25 p.b. Diante disso, dando prosseguimento ao processo de flexibilização da política monetária, iniciado na reunião de setembro de 2005, o Copom decidiu, por quatro votos a três, reduzir a taxa Selic para 12,50% ao ano, sem viés. Em junho, o Copom avaliou que o comportamento mais benigno da inflação nos últimos meses, em contraste com as taxas mensais relativamente elevadas que vinham persistindo desde o final de 2006, confirmava a convergência da inflação para a trajetória das metas. Adicionalmente, foi argumentado que a contribuição do setor externo para a consolidação de um cenário benigno para a inflação poderá ser maior do que a inicialmente contemplada, especialmente pela disciplina exercida sobre os preços de bens transacionáveis e por meio da ampliação dos investimentos, em ambiente de demanda aquecida. Tal contribuição estaria ampliando o escopo para que as taxas de crescimento da demanda agregada e da oferta doméstica voltem a se equilibrar em um prazo relevante para as decisões de política monetária, sem comprometer a convergência para a trajetória das metas de inflação. Diante disso, avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, naquele momento, reduzir a taxa Selic para 12% a.a., sem viés.

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

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

#### **D. Perspectivas para o terceiro trimestre e para o ano de 2007**

26. O desempenho robusto da economia brasileira registrado no primeiro trimestre de 2007 refletiu, em grande medida, o comportamento da demanda interna, favorecido pelo dinamismo do consumo das famílias e, mais recentemente, pela expansão dos investimentos. O ciclo de crescimento registrado no consumo das famílias vem sendo sustentado tanto pelos aumentos da renda e do emprego quanto pelas melhores condições de crédito.

27. O crescimento expressivo apresentado pelos investimentos nos primeiros meses de 2007 evidencia a recuperação da renda agrícola, os altos níveis de confiança dos empresários, o patamar reduzido do risco-Brasil, o volume de importações de bens de capital, assim como a continuidade do processo de flexibilização da política monetária. Nesse contexto, o aumento recente da utilização da capacidade instalada da indústria, desdobramento compatível com o maior dinamismo da produção, não deverá constituir-se em restrição à continuidade do crescimento da atividade econômica no curto prazo. As perspectivas para o médio prazo também parecem ser benignas, haja vista a postura aparentemente favorável dos empresários, em especial nos segmentos com menor grau de ociosidade, em relação ao aumento da capacidade produtiva.

28. O mercado de trabalho segue apresentando evolução virtuosa, com aumentos do emprego formal e da massa salarial real, essa última explicitando, também, as reduzidas taxas de inflação. A continuidade da melhora no mercado de trabalho e os efeitos da flexibilização da política monetária constituem-se em fatores determinantes para a consolidação da expansão da atividade ao longo de 2007.

29. No âmbito externo, as importações continuam crescendo de forma mais acelerada do que as exportações, evolução associada tanto ao dinamismo do mercado interno quanto à oportunidade de ampliação da capacidade produtiva, ressaltando-se que o crescimento das importações de bens de capital vem superando, em volume, o aumento médio total das importações, o que fortalece as perspectivas de adequação da capacidade instalada ao cenário de manutenção do crescimento da demanda interna.

30. O crescimento das operações de crédito, favorecido pela continuidade do processo de flexibilização da política monetária, assim como o desempenho dos agregados monetários, seguem evidenciando a importância da contribuição desse canal de difusão da política monetária na composição da demanda interna. Nesse contexto, enquanto as novas contratações por parte das famílias mantêm-se em patamar elevado, a demanda por recursos por parte das empresas se situa em linha com a intensificação do nível da atividade econômica.

31. A evolução do crédito para pessoas físicas permanece sustentada, em grande parte, pela modalidade de crédito pessoal. As operações relativas a esse segmento seguem traduzindo o desempenho dos empréstimos consignados em folha de pagamento, enquanto o crédito para pessoas jurídicas, seguindo o padrão observado nos primeiros meses de 2006, esteve vinculado de forma mais acentuada às modalidades lastreadas em moeda estrangeira.

32. A evolução do cenário fiscal permanece favorável em 2007, com perspectivas de redução dos juros nominais apropriados, em linha com a continuidade da trajetória declinante da taxa Selic e da relação DLSP/PIB.

33. A consolidação do processo de ajuste fiscal persiste como meta prioritária, observando-se o cumprimento das metas de superávit primário, inclusive no que se refere aos governos subnacionais, esfera cujos resultados vêm se mostrando favoráveis. Ressalte-se que as metas fiscais estabelecidas são compatíveis com a redução consistente da relação DLSP/PIB, mesmo considerando as deduções do superávit primário previstas para os investimentos prioritários incluídos no PPI, e que as perspectivas de elevação do investimento público, por meio da implantação progressiva dos projetos incluídos no PAC, favorecem o crescimento do produto, criando condições suplementares à geração de um círculo econômico virtuoso.

34. O comportamento favorável dos preços nos últimos meses refletiu, especialmente, o fim das pressões sazonais de alimentos “*in natura*” e de cursos. Ressalte-se que a inflação acumulada em 12 meses tem-se mantido no patamar de 3% desde o quarto trimestre de 2006, apesar das pressões altistas, registradas no final daquele ano e nos primeiros meses de 2007, associadas aos preços dos alimentos, em cenário tanto de adversidades climáticas quanto de aquecimento da demanda internacional.

35. As perspectivas para os próximos meses em relação ao comportamento da inflação continuam favoráveis, mesmo considerando a aceleração do crescimento da economia. Ressalte-se, no cenário interno, os aspectos positivos da redução dos preços de alguns itens importantes, a exemplo de energia elétrica. Entretanto, a continuidade do crescimento da economia mundial deverá seguir pressionando os preços internacionais de alimentos e de energia, enquanto a expansão da demanda doméstica deve pressionar os preços de bens e serviços não comercializáveis.

36. O setor externo da economia brasileira permanece sólido e superavitário, adicionando graus de liberdade à gestão da política econômica. Os saldos da balança comercial continuam expressivos, devendo alcançar, pelo terceiro ano consecutivo, patamar de US\$40 bilhões, estimulados pela sustentação do dinamismo das exportações, em cenário de crescimento das importações. Dessa maneira, os superávits comerciais elevados coexistem com a ampliação da corrente de comércio do país, aumentando, ainda que de uma base limitada, o grau de abertura da economia brasileira.

37. Esse desempenho da balança comercial se traduz em seguidos superávits das contas correntes do país que, neste ano, deverá atingir US\$10,7 bilhões. Adicionalmente, o fortalecimento dos fundamentos macroeconômicos do país, como a estabilização da inflação e a aceleração do crescimento, deverão estimular expressivos ingressos de divisas oriundas de investimentos estrangeiros diretos, de aplicações em ações e em títulos de renda fixa negociados no país, contribuindo juntamente com as transações correntes para a manutenção de elevado superávit global no balanço de pagamentos.

38. Nesse cenário, permanecem em curso medidas destinadas a melhorar a capacidade do país resistir a cenários externos adversos. A acumulação das reservas internacionais cresce a ritmo acentuado, com a aquisição de divisas pelo Banco Central refletindo os saldos positivos no mercado cambial e obedecendo à política anunciada de não impor tendência nem pisos à flutuação cambial nem adicionar volatilidade ao mercado. Seguem-se as emissões de bônus soberanos no mercado internacional denominados em moeda nacional, com taxas de juros decrescentes a cada nova emissão, reduzindo a exposição da dívida externa às variações cambiais. Assinale-se, ainda, a continuidade da política do Tesouro Nacional relativa à recompra da dívida externa, melhorando o perfil desse endividamento para os próximos anos, além de adquirir em mercado as divisas necessárias ao pagamento do serviço da dívida vincenda em 2007.

**E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o terceiro trimestre e para o ano de 2007.**

39. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre de 2007 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 terceiro trimestre e para o ano de 2007<sup>1/</sup>**

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	146,3-197,9	19,9	169,8-229,7	19,5
Base restrita <sup>3/</sup>	100,3-135,8	17,5	119,1-161,1	18,4
Base ampliada <sup>4/</sup>	1426,0-1674,0	20,1	1467,8-1723,1	19,3
M4 <sup>4/</sup>	1537,6-2080,3	22,9	1602,4-2168,0	20,9

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.

40. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerou-se ainda 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 19,9% para setembro e 19,5% para dezembro de 2007.



41. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, como variáveis exógenas, a elevação do salário mínimo e as restituições do imposto de renda.

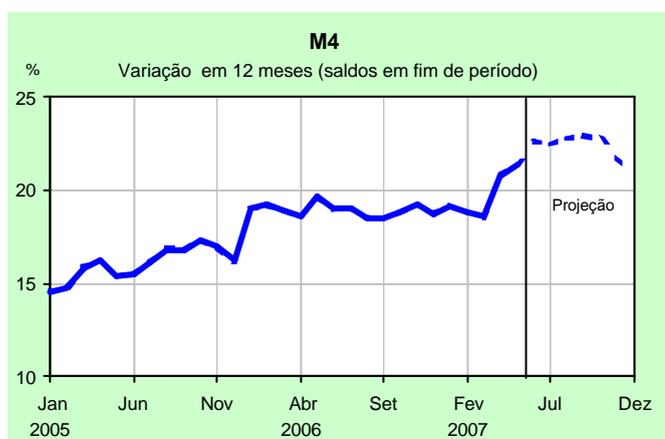
42. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 17,5% em setembro e 18,4% em dezembro de 2007.



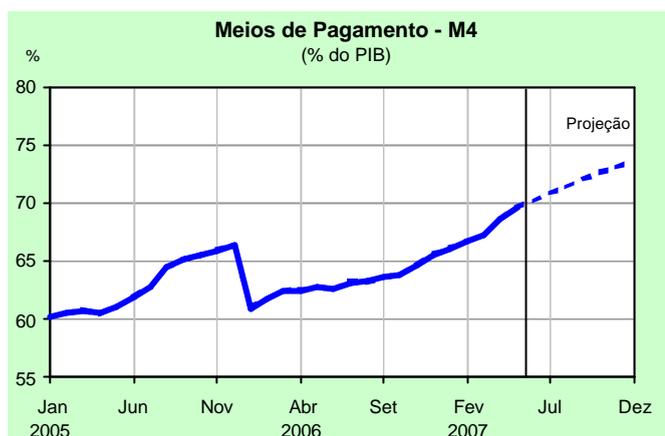
43. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de mercado de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 20,1% em setembro e 19,3% em dezembro de 2007.



44. 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 22,9% em setembro e 20,9% em dezembro de 2007.



45. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo de 2007, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



46. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre abril/maio de 2007, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre e para o final de 2007.

**Quadro 4. Evolução dos agregados monetários<sup>1/</sup>**

Discriminação	2007		2007 <sup>2/</sup>			
	Abril-Maio		Terceiro Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	158,5	20,1	172,1	19,9	199,7	19,5
Base restrita <sup>4/</sup>	111,3	22,6	118,1	17,5	140,1	18,4
Base ampliada <sup>5/</sup>	1486,4	21,0	1550,0	20,1	1595,4	19,3
M4 <sup>5/</sup>	1701,3	21,4	1809,0	22,9	1 885,2	20,9

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.

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

**Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>**

Discriminação	2007		2007 <sup>2/</sup>			
	Abril-Maio		Terceiro Trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,424	-2,1	1,458	2,1	1,426	0,9
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,365	4,3	0,344	0,0	0,355	0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,390	0,5	0,385	-4,0	0,397	-1,0
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,145	0,3	1,167	2,4	1,182	1,4

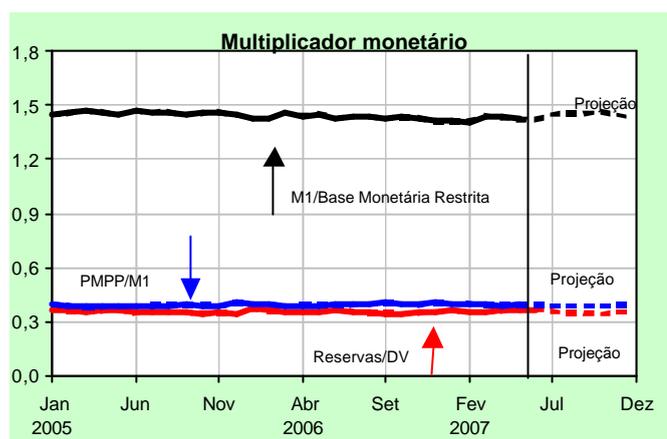
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

48. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo de 2007.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2007 <sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	127,1-172,0	13,3	157,1	19,0
Base restrita <sup>3/</sup>	86,9-117,5	13,0	109,0	20,5
Base ampliada <sup>4/</sup>	1262,6-1482,2	13,6	1419,8	17,6
M4 <sup>4/</sup>	1338,4-1810,8	14,9	1625,4	18,6

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 segundo trimestre de 2007 e ocorridos no período abril/maio <sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	131,3-177,6	15,4	158,5	20,1
Base restrita <sup>3/</sup>	94,5-127,8	18,5	111,3	22,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	1331,8-1563,4	17,0	1486,4	21,0
M4 <sup>4/</sup>	1402,7-1897,8	17,1	1701,3	21,4

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 terceiro trimestre e para o ano de 2007 <sup>1/</sup>**

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	146,3-197,9	19,9	169,8-229,7	19,5
Base restrita <sup>3/</sup>	100,3-135,8	17,5	119,1-161,1	18,4
Base ampliada <sup>4/</sup>	1426,0-1674,0	20,1	1467,8-1723,1	19,3
M4 <sup>4/</sup>	1537,6-2080,3	22,9	1602,4-2168,0	20,9

R\$ bilhões

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 <sup>1/</sup>

Discriminação	2007		2007 <sup>2/</sup>			
	Abril-Maio		Terceiro Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	158,5	20,1	172,1	19,9	199,7	19,5
Base restrita <sup>4/</sup>	111,3	22,6	118,1	17,5	140,1	18,4
Base ampliada <sup>5/</sup>	1486,4	21,0	1550,0	20,1	1595,4	19,3
M4 <sup>5/</sup>	1701,3	21,4	1809,0	22,9	1 885,2	20,9

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 <sup>1/</sup>

Discriminação	2007		2007 <sup>2/</sup>			
	Abril-Maio		Terceiro Trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,424	-2,1	1,458	2,1	1,426	0,9
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,365	4,3	0,344	0,0	0,355	0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,390	0,5	0,385	-4,0	0,397	-1,0
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,145	0,3	1,167	2,4	1,182	1,4

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.