

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2008

Junho – 2008

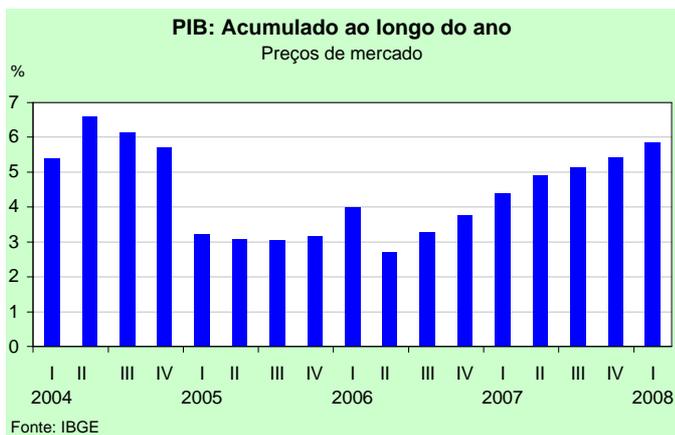


BANCO CENTRAL DO BRASIL

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

A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2008

1. O Produto Interno bruto (PIB) cresceu 0,7% no primeiro trimestre de 2008, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. O crescimento do PIB na margem continuou a evidenciar o maior dinamismo da demanda interna, expresso tanto na aceleração significativa dos investimentos como na manutenção do crescimento do consumo das famílias. O padrão de sustentação do atual ciclo de expansão da economia brasileira segue, portanto, apresentando características favoráveis à sua manutenção, influenciado, principalmente, pelo crescimento contínuo da renda real e do emprego e pelo desempenho do setor agrícola. Considerada a ótica da produção, registraram-se aumentos na indústria, 1,6%, e no setor de serviços, 1%, e redução de 3,5% na produção agropecuária, enquanto em relação aos componentes da demanda, ressaltou-se, no período, a continuidade do crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), 1,3%. Os consumos das famílias e do governo aumentaram, respectivamente, 0,3% e 4,5%, enquanto as exportações apresentaram redução de 5,7% e as importações, aumento de 0,8%.



2. O ciclo de crescimento industrial iniciado em 2006 segue vigoroso no início de 2008. De acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE, a produção industrial aumentou 1% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia aumentado 0,1%, na mesma base de comparação. Em 2007, a produção industrial apresentou crescimento médio trimestral de 1,9%. As produções de bens de capital e de bens de consumo duráveis registraram, igualmente, altas de 5,2% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, enquanto as relativas a bens de consumo não-duráveis e semiduráveis e a bens intermediários recuaram, na ordem, 1,6% e 0,1%, na mesma base de comparação.



3. As vendas do comércio varejista ampliado, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), elevaram-se 15% nos quatro primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente do ano anterior, registrando crescimento generalizado em todas as grandes regiões do país. O desempenho das vendas na margem, considerados dados dessazonalizados, seguem apresentando dinamismo acentuado, registrando aumento de



4,3% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, com ênfase para as elevações nos segmentos veículos e motos, partes e peças, 9,1%; móveis e eletrodomésticos, 8,2%; e equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 7,1%. As vendas do comércio varejista no conceito restrito, que exclui os segmentos veículos e motos, partes e peças e material de transportes, aumentaram 1,6% no período. A continuidade da trajetória de crescimento mais vigoroso das vendas varejistas no conceito ampliado, iniciada no final de 2006, esteve associada ao dinamismo das vendas do setor automobilístico, impulsionadas pela ocorrência de prazos mais alongados e de taxas de juros mais competitivas, enquanto as vendas de materiais de construção, segmento incorporado, adicionalmente, pelo conceito do comércio ampliado, cresceram 4,4%, na mesma base de comparação.

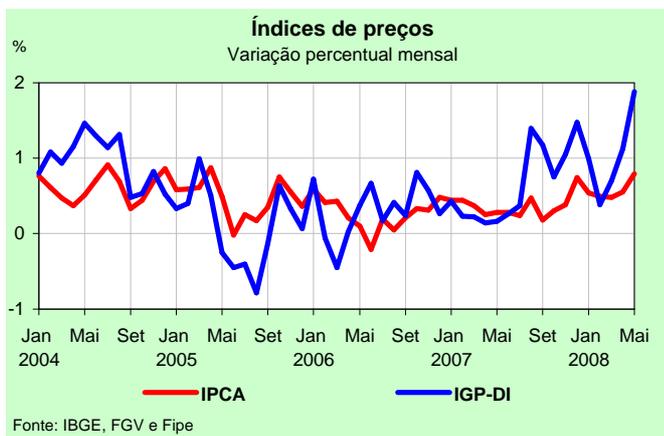
4. A evolução do mercado de trabalho nos primeiros meses do ano segue consistente com o aquecimento da atividade econômica, registrando-se reduções em seqüência na taxa de desemprego, que se encontra no menor patamar desde o início da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, em março de 2002. De acordo com a PME, a taxa de desemprego média registrada nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela pesquisa atingiu 8,5% em abril, ante 10,4%



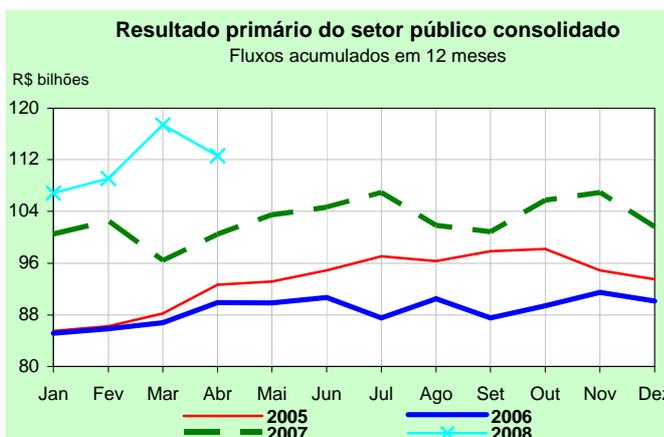
no mês correspondente do ano anterior, constituindo o oitavo resultado mensal consecutivo em que a taxa se situa no menor patamar da série histórica para o respectivo mês. No trimestre encerrado em abril, a taxa de desemprego média situou-se 1,5 p.p. abaixo da registrada no mesmo período de 2007, registrando-se a criação de 886 mil postos de trabalho na área de abrangência da PME, dos quais, ratificando a continuidade do processo

de crescente formalização do mercado de trabalho, 850 mil com registro em carteira. O número de empregados sem carteira recuou 3,3% e o relativo a trabalhadores por conta-própria cresceu 1,8%, no período.

5. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) divulgado pela Fundação Getulio Vargas (FGV), cresceu 3,73% no trimestre encerrado em maio, ante 2,86% no finalizado em fevereiro, aceleração decorrente de maiores altas nos preços ao consumidor e por atacado. Os preços por atacado, medidos pelo Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), com participação de 60% no IGP-DI, aumentaram 4,38%, ante 3,53% no trimestre encerrado em fevereiro, registrando-se aceleração nos preços agrícolas e nos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) e o Índice Nacional da Construção Civil (INCC), com pesos respectivos de 30% e 10% no IGP-DI, apresentaram, na ordem, variações de 2,05% e 3,59% no trimestre encerrado em maio, ante 1,69% e 1,37% no trimestre finalizado em fevereiro. A variação do IGP-DI acumulada em 12 meses atingiu 12,14% em maio, ante 7,89% em dezembro de 2007, enquanto, na mesma ordem, o IPA-DI aumentou 15,36% e 9,44%; o IPC-Br, 5,59% e 4,60%; e o INCC, 8,06% e 6,15%. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou alta de 2,88% nos cinco primeiros meses de 2008, ante 1,79% e 1,75%, respectivamente, nos períodos correspondentes de 2007 e de 2006. A variação do indicador em 2008 refletiu crescimentos de 3,62% nos preços livres e de 1,18% nos monitorados, ante 2,00% e 1,34%, respectivamente, no ano anterior.

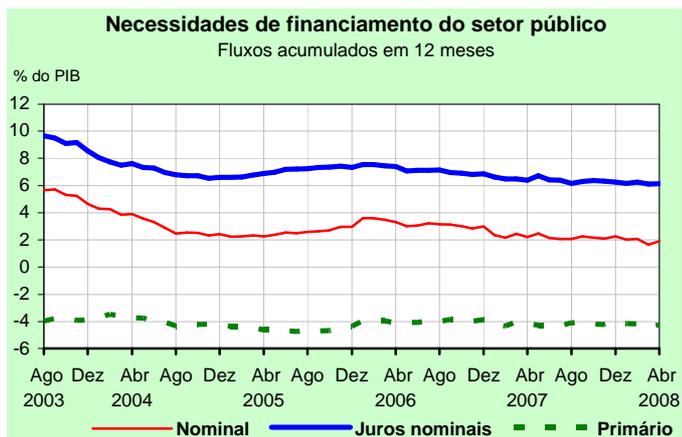


6. O superávit primário do setor público não financeiro atingiu R\$61,7 bilhões no primeiro quadrimestre, 6,82% do PIB, elevando-se 0,51 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2007. Registraram-se elevação de 1,24 p.p. do PIB no superávit do Governo Central e quedas respectivas de 0,29 p.p. e 0,43 p.p. do PIB nos resultados dos governos regionais e das empresas estatais. As receitas líquidas do Governo Central somaram R\$192 bilhões no quadrimestre, 21,2% do PIB, aumentando 16,6%



em relação ao período correspondente de 2007, quando representavam 20,5% do PIB. As despesas do Governo Central representaram 15,9% do PIB no primeiro quadrimestre de 2008. A redução de 0,46 p.p. do PIB, em relação ao mesmo período do ano anterior, refletiu recuos nas despesas tanto do Tesouro Nacional quanto da Previdência Social, cujo déficit atingiu R\$12,5 bilhões no primeiro quadrimestre de 2008, recuando 0,37 p.p. do PIB em relação ao período correspondente do ano anterior.

7. Os juros nominais apropriados pelo setor público consolidado nos quatro primeiros meses de 2008, considerado o critério de competência, totalizaram R\$54,9 bilhões, 6,06% do PIB, ante 6,36% do PIB no período correspondente de 2007, resultado consistente com a redução de 0,49 p.p. registrada na taxa Selic acumulada nos respectivos períodos. As necessidades de financiamento do setor público, no conceito nominal, registraram superávit de R\$6,9 bilhões de janeiro



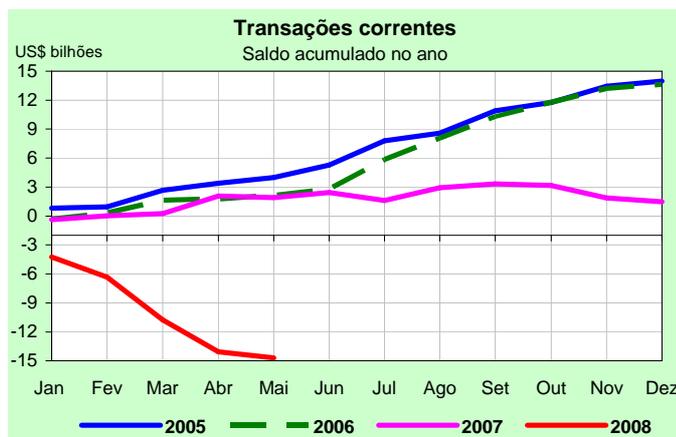
a abril, primeiro resultado positivo observado em períodos correspondentes desde o início da série histórica, em 1991, registrando-se reduções no financiamento externo, R\$34,5 bilhões; na dívida bancária, R\$25,6 bilhões; e nas demais fontes de financiamento interno, R\$21,8 bilhões, e, em sentido inverso, expansão de R\$75 bilhões na dívida mobiliária.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$1.153,29 bilhões em abril, 41% do PIB, melhor resultado desde dezembro de 1998, quando se situou em 38,9% do PIB. Ressalte-se que a DLSP segue em trajetória declinante desde setembro de 2002, quando alcançou 56% do PIB, nível mais elevado desde o início da série, em 1991. A DLSP recuou 1,72 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2007, evolução associada, por um lado, à incorporação do superávit nominal



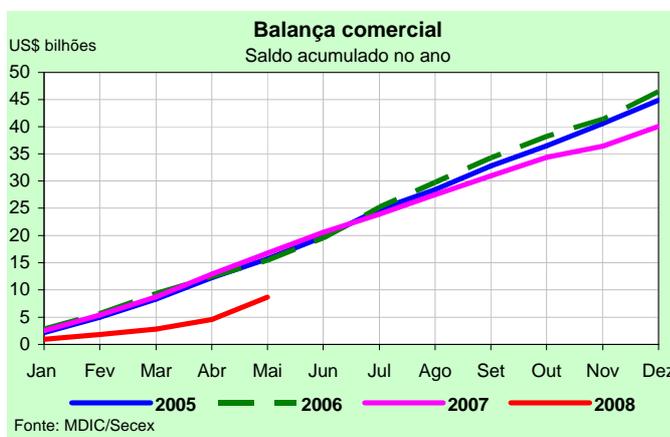
acumulado no ano e ao crescimento do PIB valorizado, enquanto, em sentido inverso, atuou o ajuste decorrente da apreciação cambial de 4,8% acumulada no quadrimestre até abril, contribuindo com 0,4 p.p. para o aumento da dívida.

9. O déficit em transações correntes atingiu US\$14,7 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, acumulando resultado negativo de US\$15,2 bilhões em doze meses, 1,11% do PIB, ante superávit de US\$13,4 bilhões no período correspondente de 2007, 1,15% do PIB. A variação dessa conta refletiu tanto a redução do saldo comercial quanto a aceleração do déficit nas contas de serviços e rendas, no período. As remessas líquidas de serviços somaram US\$6,8 bilhões, enquanto



as de rendas totalizaram US\$18,1 bilhões, nos primeiros cinco meses do ano, elevando-se, na ordem, 45,1% e 53,2% em relação ao mesmo período de 2007. Paralelamente ao aumento do déficit, ressaltou-se a tendência de elevação dos valores transacionados tanto nas receitas como nas despesas. As transferências unilaterais líquidas somaram US\$1,5 bilhão nos primeiros cinco meses do ano, 7,2% inferiores ao patamar registrado no período equivalente de 2007. Nos últimos doze meses encerrados em maio, esses ingressos líquidos reduziram-se em 8,6%.

10. A balança comercial apresentou superávit de US\$4,1 bilhões em maio, registrando recordes mensais tanto das exportações, US\$19,3 bilhões, quanto das importações, US\$15,2 bilhões, que acumularam, na ordem, US\$72,1 bilhões e US\$63,4 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, apresentando aumentos respectivos de 19,9% e 46,3% em relação ao período correspondente de 2007. O saldo comercial acumulado no ano, evidenciando a trajetória crescente das importações, recuou 48,3%, na mesma base de comparação.



11. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED) somaram US\$14 bilhões nos primeiros cinco meses do ano, ante US\$10,5 bilhões no período correspondente do ano anterior, registrando-se ingressos líquidos em participação no capital de US\$8,3 bilhões e empréstimos intercompanhias de US\$5,7 bilhões. Os ingressos líquidos de IED acumulados em doze meses somaram US\$38 bilhões em maio, maior valor da série, resultado consistente com a intensificação observada nos investimentos na indústria.



12. As reservas internacionais cresceram US\$17,6 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, totalizando US\$197,9 bilhões. As compras do Banco Central no mercado à vista de câmbio totalizaram US\$13,2 bilhões enquanto, entre as operações externas, ressaltam-se os desembolsos de US\$525 milhões em bônus da República e de US\$150 milhões de captações junto ao Bird, além das amortizações de US\$2,7 bilhões de bônus soberanos.



B. Política Monetária no primeiro trimestre de 2008

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, mantiveram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o primeiro trimestre de 2008.

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$130,8 bilhões em março, com redução de 1,3% no mês e alta de 20% em doze meses. Os saldos médios do papel-moeda emitido e das reservas bancárias somaram, na ordem, R\$90,4 bilhões e R\$40,4 bilhões, recuando 0,9% e 2,2%, no mês, e elevando-se 19,4% e 21,3%, em doze meses, respectivamente.

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, totalizou R\$1,7 trilhão em março, elevando-se 1,1% no mês e 17,9% em doze meses. O resultado anual refletiu aumentos na base restrita, 20,2%; no saldo dos títulos públicos federais, 17,3%; e nos depósitos compulsórios em espécie, 23,3%.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2008^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	161,7-218,7	21,0	185,5	18,1
Base restrita ^{3/}	113,6-153,8	22,6	130,8	20,0
Base ampliada ^{4/}	1574,2-1848,0	20,5	1673,7	17,9
M4 ^{4/}	1677,3-2269,3	21,3	1951,2	19,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, alcançaram R\$185,5 bilhões em março, com decréscimo mensal de 1% e aumento anual de 18,1%. Os saldos do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista atingiram R\$72,8 bilhões e R\$112,7 bilhões, respectivamente, registrando, na ordem, aumentos de 18,4% e 17,9%, em doze meses.

17. O saldo de M4 totalizou R\$1,95 trilhão em março, elevando-se 19,9% em doze meses e 1,4% no mês.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$21,7 bilhões no primeiro trimestre de 2008, resultante de resgates líquidos de R\$12,6 bilhões em títulos do Tesouro Nacional, no mercado primário, e de venda líquida de R\$34,3 bilhões, no mercado secundário.

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

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

C. Política Monetária no bimestre abril-maio de 2008

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$132,7 bilhões em maio, com crescimentos de 1% em relação a abril e de 19,2% em doze meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as reservas bancárias aumentaram 1,3% e 18%, respectivamente, atingindo R\$41,6 bilhões, enquanto o saldo de papel-moeda emitido cresceu, na mesma ordem, 0,9% e 19,8%, somando R\$91,1 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,7 trilhão em maio, com aumentos de 0,5% no mês e de 13,9% em doze meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 26,4% nos depósitos compulsórios em espécie, de 23% na base restrita e de 12,3% no saldo dos títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$187,7 bilhões em maio, com acréscimos de 0,4% no mês e de 18,4% em doze meses. Os saldos do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista totalizaram, na ordem, R\$73,3 bilhões e R\$114,3 bilhões, elevando-se, nas mesmas bases de comparação, 0,4% e 18,5%, e 0,5% e 18,3%, respectivamente.

23. O agregado monetário M4 totalizou R\$1,99 trilhão em abril, registrando aumentos de 2% no mês e de 19,6% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2008 e ocorridos no período abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	164,0-221,9	18,7	187,7	18,4
Base restrita ^{3/}	113,3-153,3	17,8	132,7	19,2
Base ampliada ^{4/}	1639,8-1924,9	17,5	1693,6	13,9
M4 ^{4/}	1726,7-2336,1	17,6	1990,7*	19,6

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/ Saldo em fim de período.

* Valor do mês de abril.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, exerceram impacto expansionista de R\$19,2 bilhões no bimestre encerrado em maio, resultado de resgates líquidos de R\$33,9 bilhões de títulos do Tesouro Nacional no mercado primário e de vendas líquidas de R\$14,7 bilhões no mercado secundário.

25. Em abril, o Copom considerou que havia se elevado a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas viessem a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda e do mercado de fatores, bem como a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais, poderiam ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. Esta percepção esteve fundamentada, em parte, na aceleração de certos preços no atacado, na trajetória dos núcleos de inflação e na rápida elevação das expectativas de inflação. Adicionalmente, foi avaliado que, ao longo dos próximos meses, o crescimento do crédito e a expansão da massa salarial real deveriam continuar impulsionando a atividade econômica, e que a esses fatores de sustentação da demanda deveriam ser acrescidos os efeitos das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais. Nesse contexto, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom – entendendo que a decisão de realizar, de imediato, parte relevante do movimento da taxa básica de juros irá contribuir para a diminuição tempestiva do risco que se configura para o cenário inflacionário e, como consequência, para reduzir a magnitude do ajuste total a ser implementado – decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 11,75% a.a., sem viés. Em junho, O Copom avaliou que persistiam os riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA seguisse evoluindo de forma consistente com a trajetória das metas. Nesse contexto, dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa de juros básica iniciado na reunião de abril, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 12,25% ao ano, sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
19.01.2005	-	18,25
16.02.2005	-	18,75
16.03.2005	-	19,25
20.04.2005	-	19,50
18.05.2005	-	19,75
15.06.2005	-	19,75
20.07.2005	-	19,75
17.08.2005	-	19,75
14.09.2005	-	19,50
19.10.2005	-	19,00
23.11.2005	-	18,50
14.12.2005	-	18,00
18.01.2006	-	17,25
08.03.2006	-	16,50
19.04.2006	-	15,75
31.05.2006	-	15,25
19.07.2006	-	14,75
30.08.2006	-	14,25
18.10.2006	-	13,75
29.11.2006	-	13,25
24.01.2007	-	13,00
07.03.2007	-	12,75
18.04.2007	-	12,50
06.06.2007	-	12,00
18.07.2007	-	11,50
05.09.2007	-	11,25
17.10.2007	-	11,25
05.12.2007	-	11,25
23.01.2008	-	11,25
05.03.2008	-	11,25
16.04.2008	-	11,75
04.06.2008	-	12,25

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 2008

26. A evolução recente da economia brasileira segue impulsionada pelo dinamismo da demanda interna, que, pelo oitavo trimestre consecutivo, constituiu-se no determinante do crescimento do PIB. A consolidação da demanda interna como propulsora da economia traduz, em grande parte, as trajetórias do investimento e do consumo das famílias, com desdobramentos sobre os resultados do comércio externo, tendo em vista o aumento da demanda por bens importados e da absorção da produção interna requeridos para garantir o equilíbrio entre a oferta e a demanda de bens e serviços.

27. Neste cenário, as contribuições da demanda interna e do setor externo para o crescimento de 5,8% registrado pelo PIB no primeiro trimestre de 2008, em relação ao mesmo período do ano anterior, atingiram 8,5 p.p. e -2,6 p.p., respectivamente. A evolução do PIB ganha contornos mais relevantes quando se considera que esse resultado

reflete a continuidade do crescimento generalizado em todos os setores da economia, em especial na indústria, que esteve impulsionada pelo desempenho da construção civil, favorecida pelo ambiente de intensificação dos gastos em infra-estrutura e de melhores condições do crédito para o setor.

28. O dinamismo da atividade doméstica segue proporcionando melhoras expressivas, tanto quantitativas quanto qualitativas, no mercado de trabalho, ressaltando-se que embora a aceleração dos ganhos salariais se constitua em fator relevante à sustentação da demanda, pode, também, tornar-se fator de realimentação inflacionária importante. A Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE revela que a taxa de desocupação apresenta trajetória declinante desde o terceiro trimestre de 2007, alcançando o menor patamar da série dessazonalizada em abril de 2008, ressaltando-se que esse movimento resulta da geração de novos postos de trabalho no mercado formal. Nesse sentido, o número de postos de trabalho com carteira assinada no setor privado aumentou 7,1% nos quatro primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período de 2007, enquanto o número de empregados sem carteira recuou 4%, no mesmo período. Adicionalmente, mesmo no cenário de aumento das taxas de inflação, os rendimentos do trabalho permanecem apresentando ganhos reais.

29. A expansão do consumo das famílias e, em especial, dos investimentos, segue evidenciando a importância da consolidação do processo de fortalecimento da demanda interna para a continuidade do ciclo de expansão da economia brasileira. Nesse ambiente – em que tanto a economia do país vem mostrando-se capaz de enfrentar turbulências originadas nos mercados financeiros externos, quanto as agências de avaliação de risco atestam a melhora da qualidade dos fundamentos macroeconômicos internos – estão criadas as condições que favorecem a expansão dos investimentos em patamar que beneficia, no médio prazo, o equilíbrio entre a demanda e a oferta internas de bens e serviços sem que as contas externas sejam pressionadas de forma inadequada.

30. A evolução dos agregados monetários segue consistente com o vigor da demanda interna e, em particular, com a manutenção do ritmo de crescimento das operações de crédito, que continuam oferecendo suporte aos gastos de consumo das famílias, sobretudo aqueles relacionados à aquisição de veículos e outros bens duráveis, bem como aos investimentos das empresas, a despeito do encarecimento do financiamento por parte das instituições financeiras. Ao mesmo tempo, a inadimplência se mantém estável, sem representar riscos à solidez do sistema financeiro.

31. Entre os segmentos de crédito, registra-se participação crescente das operações contratadas com recursos livres, enquanto em relação a suas modalidades, a elevação das operações de *leasing* reflete a atratividade adicional incorporada pela modalidade em virtude da elevação da alíquota do IOF nas demais operações de crédito. Os empréstimos captados pelas pessoas jurídicas, traduzindo a manutenção das taxas de juros em níveis relativamente baixos, para os padrões históricos, e o alongamento dos prazos, estiveram impulsionados pelas operações de capital de giro. A elevação recente das taxas

de juros não inibiu a trajetória de expansão do crédito, comportamento que, ao evidenciar o vigor da demanda por empréstimos, tanto por parte das pessoas físicas quanto das empresas, revela que a crescente participação do crédito na economia é consistente com o nível de atividade e com o grau de desenvolvimento institucional do sistema financeiro nacional.

32. A condução da política fiscal segue assegurando a redução da relação entre os distintos conceitos de dívida e o PIB, trajetória que, mesmo em um cenário de elevação da taxa Selic, com desdobramentos sobre o ritmo de redução dos juros apropriados, deverá persistir, em linha com o dinamismo da atividade econômica. O superávit primário acumulado em doze meses atingiu, em abril, patamar compatível com a meta projetada para o ano, apesar das reduções observadas nas esferas regionais e nas empresas estatais. O crescimento do resultado primário e a redução registrada na apropriação dos juros nominais possibilitaram que, pela primeira vez, fosse contabilizado superávit nominal nas contas públicas, nos primeiros quatro meses do ano.

33. O ambiente de incertezas ainda predominante nos mercados internacionais poderá impactar os cenários projetados para os preços das *commodities*, para os fluxos de capitais e para as taxas de crescimento das exportações e do produto mundiais. Ainda assim, as projeções relativas às contas externas do país para 2008 incorporam a permanência das condições favoráveis de financiamento do balanço de pagamentos, expectativa fundamentada, em parte, pela experiência vivenciada pela economia brasileira desde a segunda metade de 2007, quando a volatilidade nos mercados financeiros internacionais, decorrente da inadimplência no mercado *subprime*, exerceu impacto residual sobre a economia do país.

34. O exercício de 2008 registrará o primeiro déficit em transações correntes dos últimos cinco anos. Esse resultado, influenciado pela redução no saldo comercial e pelo aumento nas remessas líquidas de serviços e rendas, em especial, de lucros e dividendos, deverá ser financiado com os ingressos líquidos da conta financeira do balanço de pagamentos, com ênfase para os investimentos estrangeiros diretos. Note-se, em particular, que a taxa de câmbio flutuante deve atenuar movimentos excessivos nas contas externas do país.

35. A expressiva acumulação de reservas segue reduzindo a exposição do país a riscos associados a choques de origem externa. Nesse contexto, é razoável concluir que, mantida a consistência das políticas macroeconômicas, que levou à promoção da classificação do Brasil a grau de investimento por duas grandes agências de classificação de risco, mesmo em cenário de ambiente externo mais volátil, a economia brasileira reúne os requisitos para a manutenção do ciclo expansivo.

36. Esta trajetória estará condicionada, entretanto, à evolução do processo de aceleração das taxas de inflação, iniciado ao final de 2007 e mantido nos primeiros cinco meses de 2008. Esse processo – em contexto de choque externo associado à evolução dos preços internacionais das *commodities* agrícolas e metálicas – esteve

localizado, inicialmente, nos segmentos de preços relacionados a alimentos, passando, nos últimos meses, a traduzir maior disseminação entre os preços da economia e a exigir, portanto, a adoção de postura restritiva da autoridade monetária.

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

37. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre de 2008 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros, do câmbio e de 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 ano de 2008^{1/}

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	176,5-238,8	18,1	211,2-285,8	18,1
Base restrita ^{3/}	123,8-167,4	18,2	144,2-195,1	18,1
Base ampliada ^{4/}	1672,1-1962,9	15,7	1752,1-2056,8	17,8
M4 ^{4/}	1832,0-2478,5	19,1	1911,0-2585,5	19,3

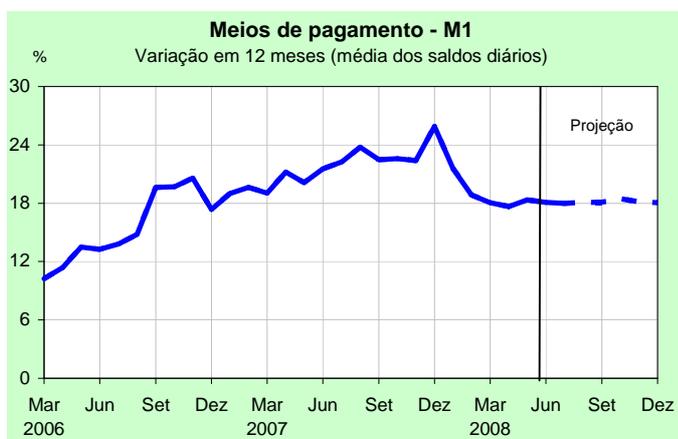
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

38. 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, igualmente, em 18,1% para setembro e dezembro de 2008.

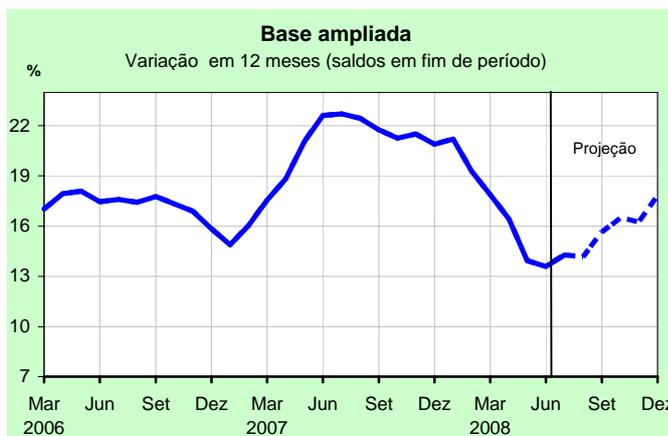


39. Consideraram-se ainda, como variáveis exógenas, para a projeção dos meios de pagamento, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições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

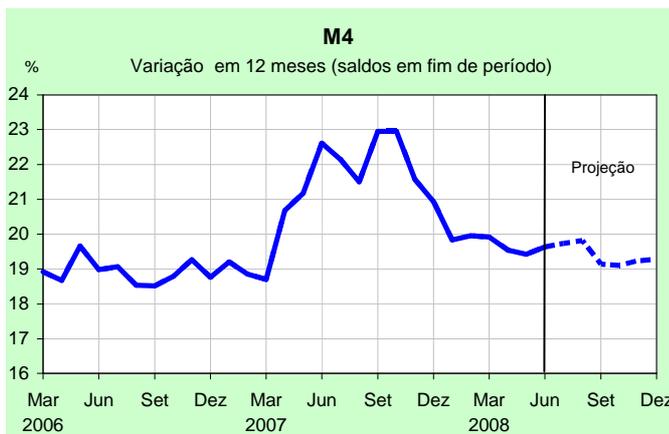
40. Tendo em vista as projeções para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 18,2% em setembro e de 18,1% em dezembro de 2008.



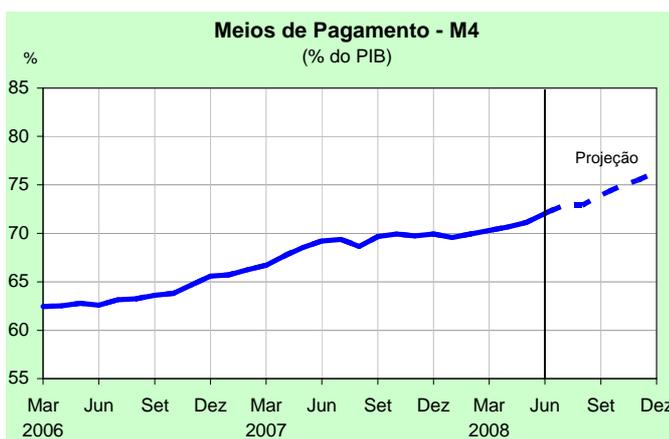
41. As projeções para a base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 15,7% em setembro e 17,8% em dezembro de 2008.



42. 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 19,1% em setembro e a 19,3% em dezembro de 2008.



43. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo de 2008, trajetória consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



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

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

Discriminação	2008		2008 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	187,7	18,4	207,7	18,1	248,5	18,1
Base restrita ^{4/}	132,7	19,2	145,6	18,2	169,7	18,1
Base ampliada ^{5/}	1693,6	13,9	1817,5	15,7	1904,4	17,8
M4 ^{5/}	1990,7*	19,6	2155,2	19,1	2248,3	19,3

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.

* Valor do mês de abril.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2008		2008 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,415	-0,7	1,426	-0,1	1,465	-0,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,362	-0,3	0,337	-7,7	0,328	-4,3
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,391	0,1	0,390	0,5	0,377	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,182*	2,7	1,186	3,0	1,181	1,3

1/ Refere-se ao último mês do período.

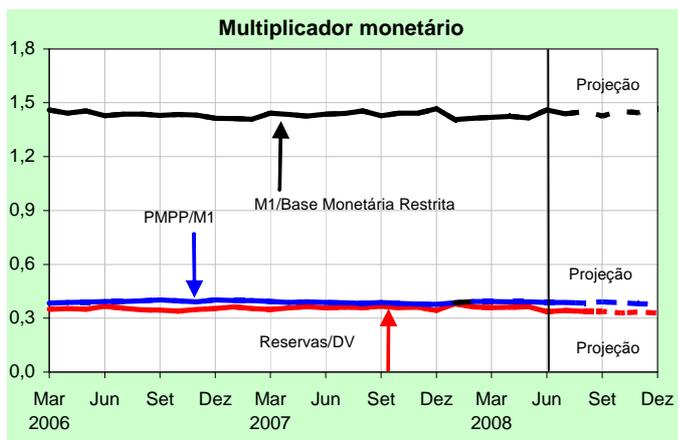
2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período. Refere-se a abril.

* Refere-se a abril

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



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2008^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	161,7-218,7	21,0	185,5	18,1
Base restrita ^{3/}	113,6-153,8	22,6	130,8	20,0
Base ampliada ^{4/}	1574,2-1848,0	20,5	1673,7	17,9
M4 ^{4/}	1677,3-2269,3	21,3	1951,2	19,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2008 e ocorridos no período abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	164,0-221,9	18,7	187,7	18,4
Base restrita ^{3/}	113,3-153,3	17,8	132,7	19,2
Base ampliada ^{4/}	1639,8-1924,9	17,5	1693,6	13,9
M4 ^{4/}	1726,7-2336,1	17,6	1990,7*	19,6

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.

* Valor do mês de abril.

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

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	176,5-238,8	18,1	211,2-285,8	18,1
Base restrita ^{3/}	123,8-167,4	18,2	144,2-195,1	18,1
Base ampliada ^{4/}	1672,1-1962,9	15,7	1752,1-2056,8	17,8
M4 ^{4/}	1832,0-2478,5	19,1	1911,0-2585,5	19,3

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	2008		2008 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	187,7	18,4	207,7	18,1	248,5	18,1
Base restrita ^{4/}	132,7	19,2	145,6	18,2	169,7	18,1
Base ampliada ^{5/}	1693,6	13,9	1817,5	15,7	1904,4	17,8
M4 ^{5/}	1990,7*	19,6	2155,2	19,1	2248,3	19,3

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.

* Valor do mês de abril.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2008		2008 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,415	-0,7	1,426	-0,1	1,465	-0,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,362	-0,3	0,337	-7,7	0,328	-4,3
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,391	0,1	0,390	0,5	0,377	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,182*	2,7	1,186	3,0	1,181	1,3

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. Refere-se a abril.

* Refere-se a abril