

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2009

Junho – 2009

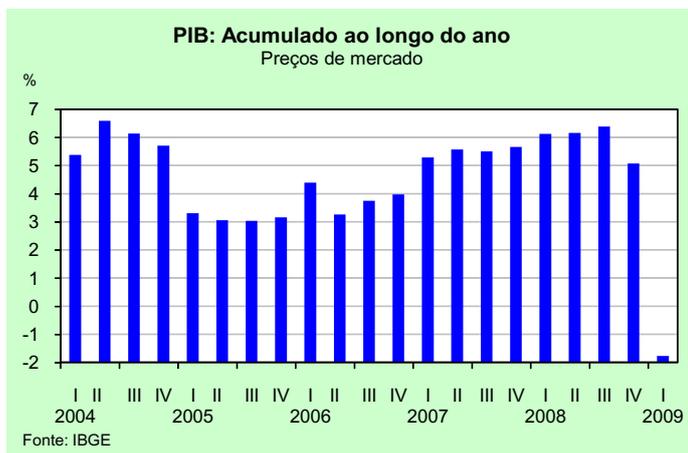


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o terceiro trimestre e para o ano de 2009

A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2009

1. O PIB recuou 1,8% no primeiro trimestre de 2009, em relação ao mesmo período do ano anterior, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE. Este desempenho refletiu a ocorrência de resultados negativos em todos os componentes do produto, à exceção do setor de serviços. Ou seja, sob a ótica da produção houve a continuidade da perda de dinamismo da indústria, que recuou 9,3% em relação ao primeiro trimestre de 2008, com ênfase nas retrações assinaladas na



indústria de transformação, 12,6%, e na construção civil, 9,8%. A produção agropecuária recuou 1,6% na mesma base comparação, enquanto o setor de serviços assinalou expansão de 1,7%. Já sob a ótica da demanda, em oposição ao comportamento iniciado em 2006, a contribuição da demanda interna atingiu -1,9 p.p. e a relacionada ao setor externo, 0,1 p.p. O desempenho da demanda interna traduziu, em especial, a redução acentuada dos investimentos, expressa na retração de 14% registrada na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), contrastando com as elevações assinaladas no consumo das famílias, 1,3%, e do governo, 2,7%. A continuidade da deterioração na corrente de comércio externo, compatível com o ambiente recessivo observado nas principais economias maduras, resultou em reduções de 15,2% nas exportações e de 16% nas importações, no trimestre. Considerados dados dessazonalizados, o PIB registrou retração de 0,8% no trimestre finalizado em março, em relação ao encerrado em dezembro, resultado que sugere o início de um processo de recuperação, após o movimento observado no trimestre encerrado em dezembro, quando, no mesmo tipo de comparação, o recuo atingiu 3,6%, interrompendo um ciclo de doze resultados positivos em seqüência.

2. A produção industrial registrou recuo de 0,4% no trimestre terminado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF) do IBGE, reflexo de retração de 1,2% na indústria de transformação e de crescimento de 2% na indústria extrativa. Vale mencionar que a produção trimestral da indústria havia retraído 14,8% no trimestre finalizado em janeiro. A evolução da indústria de transformação foi



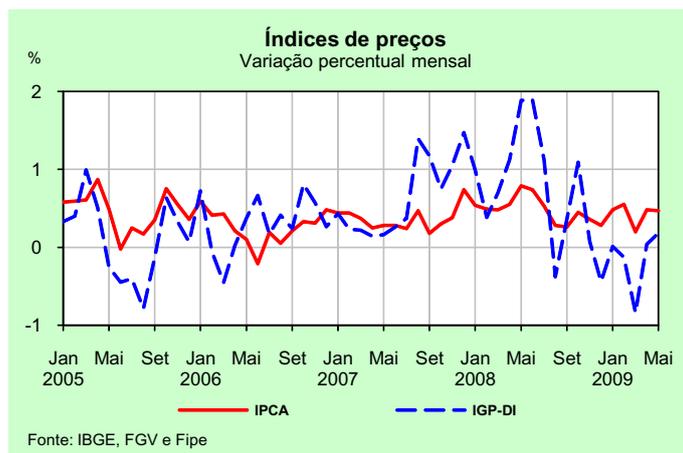
influenciada pelo fraco desempenho do segmento de bens de capital, que, na medida em que traduz a trajetória dos investimentos, tende a reagir com maior defasagem em períodos posteriores a choques não previstos que sucedam um cenário de crescimento contínuo da capacidade produtiva. Dessa forma, a produção de bens de capital recuou 14,2% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando decrescera 17%, no mesmo tipo de comparação. O impacto da continuidade do desempenho negativo da produção de bens de capital foi compensado, em grande parte, pela retomada da indústria de bens de consumo duráveis que, após recuar 33,3% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2008, passou a refletir os impactos das medidas de caráter transitório implementadas pelo governo para estimular o setor, com ênfase na desoneração do IPI para a aquisição de automóveis, bem como certa distensão nas condições de crédito para pessoas físicas. Nesse novo cenário, a produção de bens de consumo duráveis registrou crescimento trimestral de 20,3% em abril. A produção de bens de consumo semi e não-duráveis registrou crescimento de 1,3% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando recuara 4,8%, no mesmo tipo de comparação, enquanto a indústria de bens intermediários assinalou recuos respectivos de 1,6% e 13,5%, nos períodos considerados.

3. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), as vendas no comércio ampliado aumentaram 7,2% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, considerados dados dessazonalizados. Este resultado refletiu, em especial, os crescimentos registrados nas vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, 14,8%; de outros artigos



de uso pessoal e doméstico, 7%; de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 4,1%; e de artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria, 3,3%, contrastando com os recuos assinalados nas relativas a livros, jornais revistas e papelaria, 3%; e a móveis e eletrodomésticos, 1,4%. Adicionalmente, as vendas referentes a hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, segmento com peso superior a 50% no volume de vendas no varejo, elevaram-se 3,2% no trimestre, constituindo o décimo segundo resultado positivo em seqüência, nesse tipo de comparação.

4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, variou -0,62% no trimestre encerrado em maio, ante -0,55% naquele finalizado em fevereiro, resultado tanto das reduções registradas nos preços no atacado, agrícolas e industriais, quanto da desaceleração observada nos preços ao consumidor. O recuo do Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) atingiu 1,65% no trimestre encerrado em maio, ante 1,51% naquele finalizado em fevereiro, reflexo de variações respectivas de -0,47% e 0,37% nos preços agrícolas, e de 2,04% e 2,16% nos preços industriais. A variação do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), evidenciando, em grande parte, o arrefecimento das pressões exercidas pelos grupos Educação e Transportes, registrou desaceleração, passando de 1,57%, no trimestre encerrado em fevereiro, para 1,48%, enquanto o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), após registrar crescimento de 0,77% no trimestre encerrado em fevereiro, aumentou 1,09% naquele finalizado em maio. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, aumentou 1,15% no trimestre encerrado em maio, ante 1,32% naquele finalizado em fevereiro, com ênfase para a contribuição exercida pela redução, de 1,39% para 0,89%, na variação dos preços no grupo alimentação e bebidas. A segmentação do IPCA revela que o desempenho trimestral do indicador refletiu desacelerações nas variações dos preços livres, de 1,31% para 1,24%, e dos monitorados, de 1,32% para 0,95%.

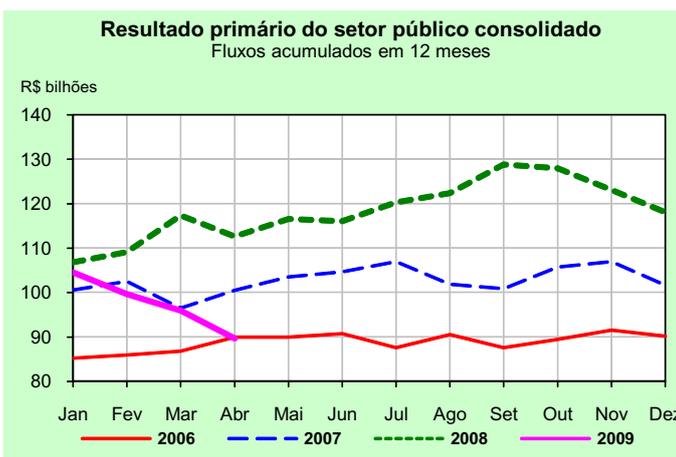


5. A taxa média de desemprego, medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, atingiu 8,8% no trimestre encerrado em abril, ante 7,5% naquele finalizado em janeiro e 8,6% em igual período de 2008. O crescimento do desemprego, na comparação com o mesmo trimestre, refletiu a ocorrência de aumentos de 0,8% no nível de ocupação e de 1,1% na PEA. A análise da evolução da taxa de desemprego segundo as categorias de ocupação evidencia que o aumento trimestral



de 0,2 p.p. observado no trimestre encerrado em abril decorreu de variações respectivas de 2,6% e -3,3% no emprego com carteira e no emprego sem carteira do setor privado. A taxa de formalização do emprego, definida como a razão entre o número de empregados com carteira assinada e o número total de ocupados, atingiu 49,7% em abril, ante 48,9% em abril de 2008. De acordo com o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 48,5 mil empregos formais nos quatro primeiros meses do ano, ante 849 mil em igual intervalo de 2008, resultado menos expressivo para o período desde 1999. Considerados os principais setores de atividade, a geração de empregos recuou 0,9% na indústria de transformação, no quadrimestre, resultado mais desfavorável em dez anos, enquanto nos segmentos comércio, serviços, e construção civil foram registrados aumentos respectivos de 4,7%, 4,8% e 8,4%, no período.

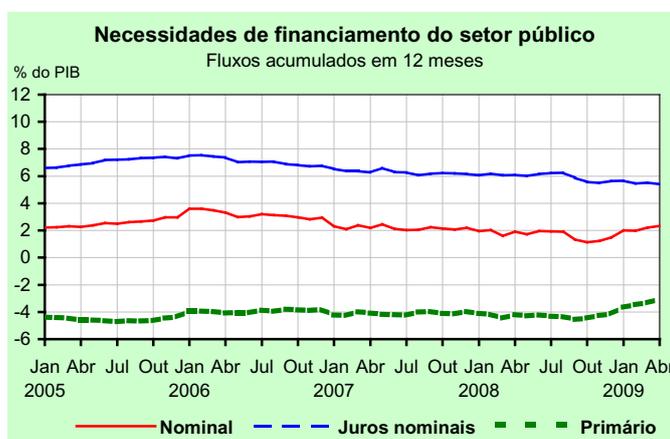
6. O superávit primário do setor público, excluídas as empresas do Grupo Petrobrás, totalizou R\$30 bilhões no primeiro quadrimestre de 2009, representando 3,09% do PIB. A redução de R\$32,6 bilhões assinalada em relação a igual período do ano anterior, quando equivalia a 6,88% do PIB, refletiu a ocorrência de retrações generalizadas em todas as esferas do setor público, com ênfase no recuo de R\$26,3 bilhões registrado no Governo Central. O superávit acumulado



no período de doze meses encerrado em abril atingiu 2,28% do PIB, situando-se 0,22 p.p. abaixo da meta estabelecida para o ano. A retração registrada no superávit do Governo Central refletiu tanto o recuo de R\$23,7 bilhões, 2,82% do PIB, observado no resultado do Governo Federal, resultante da combinação de redução nas receitas e aumento nas

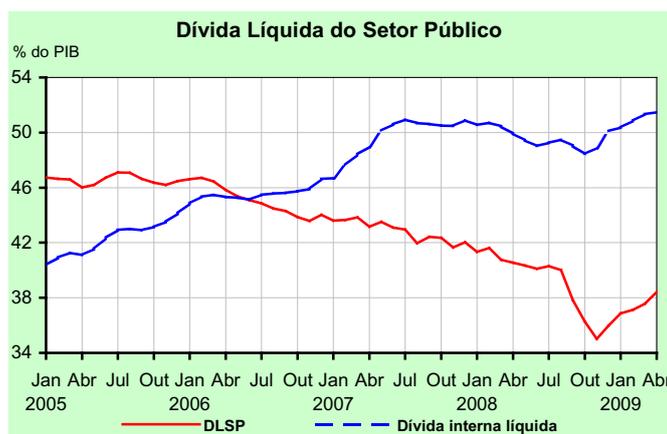
despesas, quanto o crescimento de R\$2,6 bilhões, 0,22% do PIB, assinalado no déficit da Previdência Social, decorrente do impacto mais acentuado do aumento das despesas com benefícios em relação ao proporcionado pela elevação registrada nas receitas. As receitas do Tesouro Nacional decresceram 5,2% nos quatro primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2008, evolução compatível com os desdobramentos da crise econômica mundial sobre o nível da atividade econômica e com a renúncia fiscal associada às medidas temporárias de incentivo fiscal implementadas pelo governo. As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$102,1 bilhões nos quatro primeiros meses de 2009, aumentando 23%, equivalentes a 1,64% do PIB, em relação a igual período do ano anterior. Os gastos com pessoal e encargos sociais elevaram-se 24,2% no período, evolução associada ao impacto da reestruturação de carreiras dos Poderes Executivo e Judiciário e do maior desembolso com pagamentos de precatórios judiciais.

7. Os juros nominais apropriados totalizaram R\$50,9 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, ante R\$54,9 bilhões em igual período de 2008. Essa redução, equivalente a 0,7 p.p. do PIB, refletiu, em especial, a reversão do resultado desfavorável apresentado pelas operações de *swap* cambial no primeiro quadrimestre de 2008, enquanto o impacto exercido pela flexibilização da política monetária deverá ocorrer com maior intensidade nos próximos meses, tendo em

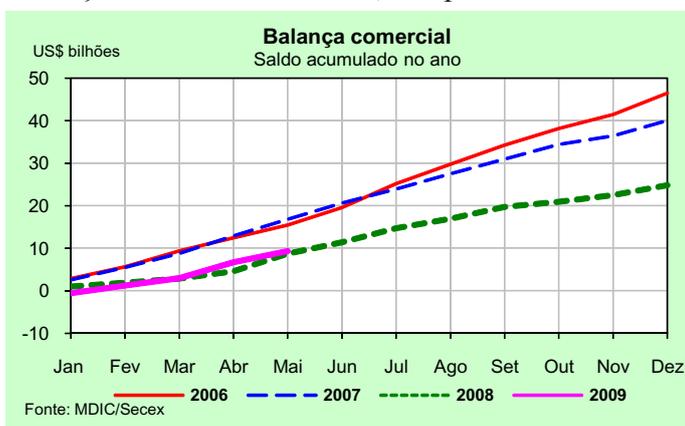


vista que os juros apropriados no período refletem, ainda, o patamar das taxas praticadas no momento em que a política monetária se adequava ao ambiente de descompasso entre a oferta e a demanda internas. O déficit nominal do setor público atingiu R\$22 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, ante superávit de R\$6,8 bilhões em igual período de 2008, reversão equivalente a 3,11% do PIB. O financiamento do resultado negativo acumulado no ano se traduziu, em especial, no aumento da dívida mobiliária, que totalizou R\$68,7 bilhões ao final de abril. Em sentido inverso, registraram-se reduções no financiamento externo líquido, na dívida bancária líquida e nas outras fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.214,8 bilhões em abril, 41,5% do PIB, elevando-se 2,41 p.p. do PIB em relação ao final de 2008. A dívida líquida do Governo Central aumentou 2,4 p.p. do PIB no período, enquanto as relativas aos governos regionais e às empresas estatais registraram reduções respectivas de 0,05 e 0,04 p.p. do PIB. O aumento registrado na relação DLSP/PIB refletiu os impactos associados à apropriação dos juros nominais, 1,7 p.p. do PIB; ao ajuste decorrente da apreciação cambial, 0,7 p.p do PIB; à variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,4 p.p. do PIB; e ao recuo do PIB valorizado pelo IGP-DI Centrado, 0,6 p.p. do PIB, neutralizados, em parte, pela contribuição de 1,1 p.p. do PIB exercida pelo superávit primário acumulado no ano. A parcela da dívida líquida indexada à taxa Selic aumentou de 63,4%, em dezembro de 2008, para 68,5% em abril, enquanto as participações da dívida líquida pré-fixada e da posição credora referenciada ao dólar recuaram, na ordem, de 38,1% para 31,8%, e de 41,2% para 35,9%, no mesmo período. Registraram-se, no período, emissões líquidas de R\$64,7 bilhões da dívida atrelada à taxa Selic e resgates líquidos de R\$74,8 bilhões na dívida pré-fixada.

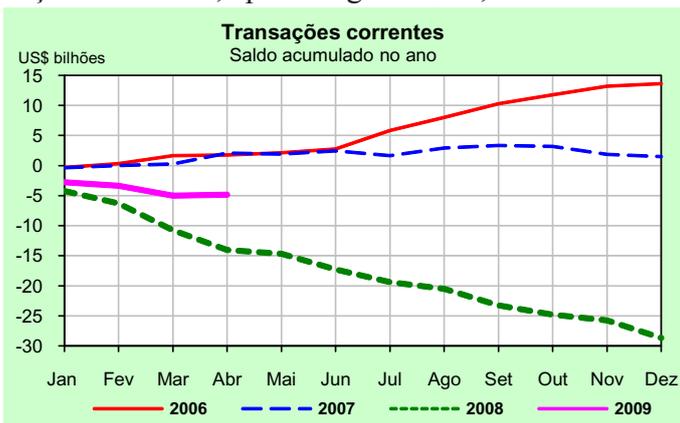


9. Os resultados da balança comercial refletiram, nos primeiros cinco meses do ano, o impacto da recessão experimentada pela economia mundial sobre os fluxos de comércio externo. Nesse ambiente, as exportações totalizaram US\$55,5 bilhões e as importações, US\$43,1 bilhões, representando retrações respectivas de 23% e de 27,4% em relação a igual período de 2008, o que resultou em aumento de 9,3% no saldo comercial e redução de 25% na corrente de comércio, no período. O desempenho das exportações refletiu a ocorrência de reduções nas vendas médias diárias em todas as categorias de fator agregado. Os embarques de produtos básicos apresentaram a menor retração no período, 6,5%, seguindo-se as relativas a semimanufaturados, 27,7%, e a manufaturados, 30,5%. O comportamento das importações traduziu o impacto dos recuos observados nas compras médias diárias de combustíveis e lubrificantes, 48,7%, evidenciando a retração de 52,8% registrada nas cotações internacionais do petróleo, no período; matérias-primas e produtos intermediários, 31,2%; bens de consumo duráveis, 14,6%; e bens de capital, 10,7%, neutralizado, em parte,



pelo aumento de 8,1% registrado nas aquisições médias diárias de bens de consumo não-duráveis. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), a redução de 23% registrada pelas exportações nos quatro primeiros meses de 2009, em relação a igual intervalo do ano anterior, resultou de decréscimos de 7,9% nos preços e de 10,6% no volume exportado, enquanto a contração de 27,4% observada, na mesma base comparação, no valor das importações traduziu recuos de 20,2% no *quantum* e de 4,9% nos preços.

10. O déficit em transações correntes, após atingir US\$28,3 bilhões em dezembro de 2008, vem registrando trajetória de reversão da deterioração iniciada em meados de 2007. Este ajuste, evidenciado no déficit de US\$4,9 bilhões assinalado no primeiro quadrimestre do ano, ante US\$13,3 bilhões em igual período do ano anterior, expressou melhora no resultado da balança comercial, redução do déficit da conta de rendas e estabilidade nas despesas



líquidas com serviços. O superávit comercial atingiu US\$6,7 bilhões de janeiro a abril, aumentando 49,4% em relação a igual período de 2008. As despesas líquidas da conta de rendas atingiram US\$8,3 bilhões, contraindo 43,5% no período, enquanto as remessas líquidas na conta de serviços mantiveram-se estáveis, em US\$4,4 bilhões, e as receitas líquidas relativas a transferências unilaterais recuaram 15,1%, para US\$1,1 bilhão.

11. As contas capital e financeira assinalaram resultado positivo de US\$5,6 bilhões no quadrimestre encerrado em abril, desempenho associado ao impacto mais acentuado dos ingressos líquidos de IED e em ações, em relação ao proporcionado pelas saídas de capitais externos relacionadas a títulos de renda fixa e empréstimos, especialmente os de curto prazo. Os ingressos líquidos de IED atingiram US\$8,8 bilhões, ante US\$12,7 bilhões nos quatro



primeiros meses de 2008, enquanto os investimentos estrangeiros em carteira somaram saídas líquidas de US\$3,3 bilhões, ante ingressos líquidos de US\$10,6 bilhões nos quatro primeiros meses de 2008. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras somaram US\$606 milhões, ante US\$3,8 bilhões de janeiro a abril de 2008, enquanto os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa

totalizaram saídas líquidas de US\$3,9 bilhões, ante ingressos líquidos de US\$6,8 bilhões, com ênfase na reversão, de ingressos líquidos de US\$9,2 bilhões para remessas líquidas de US\$1,6 bilhão, dos investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa no país.

12. As reservas internacionais, considerado o conceito de liquidez, que inclui linhas com recompra e operações de empréstimo em moedas estrangeiras, totalizaram US\$208,4 bilhões em maio, reduzindo-se US\$1,2 bilhão no ano. Neste período, as compras líquidas do Banco Central no mercado de câmbio somaram US\$2 bilhões, resultantes de vendas à vista de US\$693 milhões; compras de US\$4,8 bilhões em operações com



compromisso de recompra; e vendas de US\$2 bilhões em operações de empréstimo em moedas estrangeiras no exterior. Ressaltem-se, entre as operações externas, as receitas de US\$2,4 bilhões provenientes da remuneração das reservas, enquanto as demais operações exerceram impacto negativo de US\$2,9 bilhões, no período. O estoque das operações de venda de moeda estrangeira com compromisso de recompra totalizou US\$3,6 bilhões ao final de maio, enquanto o relativo às operações de empréstimo em moedas estrangeiras contra garantias somou US\$6,7 bilhões. Considerado o conceito de caixa, as reservas internacionais atingiram US\$190,5 bilhões em maio, elevando-se US\$3,2 bilhões no ano.

B. Política Monetária no primeiro trimestre de 2009

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamento, nos conceitos M1 e M4, mantiveram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o primeiro trimestre de 2009.

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$132,2 bilhões em março, com redução de 2,7% no mês e aumento de 1% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$101,1 bilhões, recuando 3,1% no mês e elevando-se 11,9% em doze meses. As reservas bancárias somaram R\$31,1 bilhões, recuando 1,5% no mês e 23,2% em doze meses.

15. O saldo da base monetária ampliada, que compreende a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, totalizou R\$1,82 trilhão em março, elevando-se 1,3% no mês e 9% em doze meses. O resultado anual refletiu aumentos respectivos de 4,8% e 13,4% na base restrita e no saldo dos títulos públicos federais, e redução de 45,2% nos depósitos compulsórios em espécie.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2009^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	187,3 – 219,8	9,7	194,4	4,8
Base restrita ^{3/}	116,5-157,6	4,8	132,2	1,0
Base ampliada ^{4/}	1 670,0-1 960,4	8,5	1824,9	9,0
M4 ^{4/}	1946,3-2633,2	17,3	2270,5	16,4

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.

16. Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, alcançaram R\$194,4 bilhões em março, representando decréscimo mensal de 2,3% e aumento anual de 4,8%. Os saldos do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista atingiram R\$82 bilhões e R\$112,3 bilhões, respectivamente, registrando, na ordem, aumento de 12,6% e redução de 0,3%, em doze meses.

17. O saldo do agregado M4 totalizou R\$2,27 trilhões em março, elevando-se 16,4% em doze meses e 1% no mês.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$8,9 bilhões no primeiro trimestre de 2009, resultante de resgates líquidos de R\$51 bilhões em títulos do Tesouro Nacional, no mercado primário, e de venda líquida de R\$59,9 bilhões, no mercado secundário.

19. O Copom avaliou, em janeiro, que, diante dos sinais de arrefecimento do ritmo de atividade econômica evidenciados desde a sua última reunião, e do recuo das expectativas de inflação para horizontes relevantes, reduziram-se de forma importante os riscos de não concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltasse a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas. O Copom considerou, também, que a desaceleração da demanda reduziu as pressões, verificadas durante boa parte de 2008, sobre as condições de oferta, o que deve contribuir de forma importante para desinflacionar a economia. O Comitê entendeu, ainda, que a consolidação de condições financeiras restritivas por período mais prolongado deve exercer efeito contracionista significativo sobre a demanda e, ao longo do tempo, desempenhar pressão desinflacionaria importante. Nessas circunstâncias, a maioria dos membros do Copom, tendo em vista o balanço de riscos para a atividade econômica, e, conseqüentemente, para o cenário inflacionário prospectivo, bem como a ausência de evidências nítidas de repasse da depreciação cambial ocorrida, em ambiente de redução global das pressões inflacionárias, decidiu reduzir a taxa básica de juros em 100 p.b., para 12,75% a.a., sem viés. Em março, o Comitê entendeu que o desa-

quecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras, pela deterioração da confiança dos agentes e pela contração da atividade econômica global, havia criado importante margem de ociosidade dos fatores de produção. Foi avaliado, adicionalmente, que este desenvolvimento deveria contribuir para conter as pressões inflacionárias, mesmo diante das consequências do processo de ajuste do balanço de pagamentos e da presença de mecanismos de realimentação inflacionária na economia, abrindo espaço para flexibilização da política monetária. Nesse contexto, avaliando o cenário macroeconômico, o Copom decidiu, naquele momento, reduzir a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés.

C. Política Monetária no bimestre abril-maio de 2009

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$134,8 bilhões em maio, com crescimentos de 1,8% em relação a abril e de 1,6% em doze meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as reservas bancárias registram variações respectivas de 5,1% e -22,1%, atingindo R\$32,4 bilhões, enquanto o saldo de papel-moeda emitido cresceu, na mesma ordem, 0,8% e 12,4%, somando R\$102,4 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,84 trilhão em maio, com aumentos de 0,8% no mês e de 8,9% em doze meses. O resultado anual refletiu decréscimo de 47% nos depósitos compulsórios em espécie e aumentos de 0,1% na base restrita e de 14% no saldo dos títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$197,7 bilhões em maio, com acréscimos de 0,8% no mês e de 5,4% em doze meses. Os saldos do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista totalizaram, na ordem, R\$83,1 bilhões e R\$114,6 bilhões, elevando-se, nas mesmas bases de comparação, 1,1% e 13,3%, e 0,6% e 0,2%, respectivamente.

23. O agregado monetário M4 cresceu 1,3% em maio, totalizando R\$2,32 trilhões e registrando aumento de 14,7% em doze meses.

24. As operações com títulos públicos federais, compreendendo o ajuste de liquidez pelo Banco Central, exerceram impacto expansionista de R\$6,4 bilhões no bimestre encerrado em maio. Esse desempenho decorreu de resgates líquidos no mercado primário, R\$13,5 bilhões; e no extramercado, R\$268 milhões; e de vendas líquidas de R\$7,4 bilhões no mercado secundário.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2009 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/}	178,8-209,9	4,3	197,7	5,4
Base restrita ^{3/}	110,7-149,8	-0,6	134,8	1,6
Base ampliada ^{4/}	1720,1-2019,3	9,1	1844,5	8,9
M4 ^{4/}	1992,4-2695,6	14,7	2321,6	14,7

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.

25. O Copom avaliou, em abril, que o desaquecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança dos agentes, ainda que nos dois casos se observe alguma melhora na margem, bem como pela contração da economia global, criara importante margem de ociosidade dos fatores de produção que não deveria ser eliminada rapidamente em um cenário de recuperação gradual da atividade econômica. Foi considerado, ainda, que esse desenvolvimento deveria contribuir para conter as pressões inflacionárias, mesmo diante das consequências do processo de ajuste do balanço de pagamentos e da presença de mecanismos de realimentação inflacionária na economia, abrindo espaço para flexibilização da política monetária. Nesse contexto, avaliando o cenário macroeconômico e visando ampliar o processo de distensão monetária, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 10,25% a.a., sem viés. Em junho, o Copom considerou que, diante dos sinais de arrefecimento do ritmo de atividade econômica, no que se refere, por exemplo, aos indicadores de produção industrial, ao mercado de trabalho e às taxas de utilização da capacidade na indústria, bem como à confiança de empresários e consumidores, e ao comportamento das expectativas de inflação para horizontes relevantes, continuavam se consolidando as perspectivas de concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltaria a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas. Nesse contexto, mas ponderando que as decisões sobre a evolução da taxa básica de juros têm que levar em conta a magnitude do movimento total realizado desde janeiro e que qualquer flexibilização monetária adicional deverá ser implementada de maneira mais parcimoniosa, o Comitê decidiu reduzir a taxa Selic para 9,25% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
24.1.2007	-	13,00
7.3.2007	-	12,75
18.4.2007	-	12,50
6.6.2007	-	12,00
18.7.2007	-	11,50
5.9.2007	-	11,25
17.10.2007	-	11,25
5.12.2007	-	11,25
23.1.2008	-	11,25
5.3.2008	-	11,25
16.4.2008	-	11,75
4.6.2008	-	12,25
23.7.2008	-	13,00
10.9.2008	-	13,75
29.10.2008	-	13,75
10.12.2008	-	13,75
21.1.2009	-	12,75
11.3.2009	-	11,25
29.4.2009	-	10,25
10.6.2009	-	9,25

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 2009

26. A trajetória da economia mundial no trimestre encerrado em maio, embora revelasse a continuidade do processo de redução severa da produção e do emprego, com desdobramentos negativos sobre o desempenho do PIB mundial, revelou sinais de que coordenação adequada das medidas anticíclicas de estímulo fiscal e monetário implementadas nas principais economias, maduras e emergentes, vem se traduzindo em melhora nos indicadores relacionados à confiança de consumidores e empresários, com desdobramentos favoráveis, na margem, sobre a evolução dos indicadores do setor real. Ressalte-se, entretanto, que no âmbito das condicionalidades para a efetiva estabilização da atividade econômica mundial, seguem pendentes a conclusão do ciclo de ajuste dos estoques e a consolidação do processo de sustentação do consumo, em especial nas principais economias desenvolvidas.

27. A economia brasileira, de forma consistente com a melhora observada no cenário mundial, apresenta sinais de recuperação em relação à deterioração assinalada após a intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais. Embora o desempenho do setor industrial, em especial dos segmentos mais dependentes do dinamismo dos investimentos e do comércio internacional, seguisse evidenciando o ambiente recessivo registrado nas principais economias maduras, em um cenário de redução da utilização da capacidade instalada e de necessidade de adequação dos estoques, tanto a trajetória do PIB, no trimestre encerrado em março, quanto o desempenho mais recente de indicadores mensais, sugerem que o ciclo de desaceleração econômica no país poderá ser menos acentuado do que em diversas outras economias, tanto maduras quanto emergentes.

28. A evolução dos investimentos, que responde com maior defasagem à conjuntura, persistiu traduzindo a piora do ambiente de negócios e dependerá, nos próximos meses, da velocidade da recuperação do quadro de incertezas predominante no cenário econômico atual. Já a demanda para consumo das famílias registrou relativa recuperação nos últimos meses, favorecida tanto pela manutenção do poder de compra, decorrente dos processos de redução da inflação, intensificação dos programas de transferência de renda promovidos pelo governo e de ganhos salariais reais, quanto pela redução nas restrições de crédito e pelas medidas temporárias de desoneração fiscal.

29. O mercado de crédito seguiu refletindo, no trimestre encerrado em abril, a retração observada no nível da atividade econômica, enquanto as taxas de juros permaneceram em trajetória declinante, principalmente nas modalidades destinadas a pessoas físicas, segmento em que a inadimplência registra relativa estabilidade, contrastando com as condições no segmento de pessoas jurídicas, onde a redução do custo dos empréstimos mostrou-se menos expressiva e a inadimplência, embora em patamar moderado, apresenta tendência crescente desde o início do ano. A perspectiva de manutenção da trajetória declinante das taxas de juros, consistente com a evolução da inadimplência e da taxa básica de juros, deverá favorecer o restabelecimento do mercado de crédito, condição indispensável à sustentação da recuperação econômica.

30. A retomada sustentada da expansão do nível de atividade econômica nos próximos meses, bem como sua intensidade, estarão condicionados, portanto, à continuidade da recuperação das expectativas nos mercados interno e externo. Esse movimento poderá ser beneficiado pela manutenção da trajetória de retração do estresse nos mercados financeiros internacionais, expressa em redução de restrições no mercado de crédito, no retorno dos fluxos externos de capitais ao país, na perspectiva das empresas voltarem a obter financiamento no mercado de capitais, bem como nos efeitos defasados e cumulativos da distensão monetária promovida desde janeiro.

31. A evolução das contas fiscais refletiu, no primeiro quadrimestre do ano, tanto o impacto da redução da atividade sobre as receitas do governo, quanto o impacto, sobre as despesas, associado à desoneração mencionada e à política de investimentos públicos adotada com o objetivo de incentivar a recuperação do estoque de capital e da demanda agregada. Ressalte-se que o impacto destas políticas anticíclicas sobre a trajetória de redução da relação DLSP/PIB, mesmo no cenário de recuo nas metas de superávit primário, deverá ser neutralizado pelo processo de flexibilização da política monetária, favorecendo a manutenção de sua tendência decrescente no médio prazo.

32. O desempenho das contas externas do país no decorrer do ano tem-se mostrado mais favorável do que o sugerido pelo ambiente macroeconômico que sucedeu a intensificação da crise nos mercados financeiros. A estabilidade das reservas internacionais e a redução da participação relativa da dívida externa no total de passivos do país em favor de investimentos, tanto diretos quanto em carteira, reforçam o argumento da adequação

da condução da política econômica interna nos últimos anos como elemento fundamental à manutenção da solidez do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, da resistência do setor externo à crise financeira global.

33. O cenário mais recente, embora ainda incorpore elevado grau de incertezas, revela condições mais favoráveis para as contas externas do país. Nesse sentido, ressalte-se a redução do estresse nos mercados financeiros, expressa no desempenho dos indicadores de risco, que se encontram em patamar próximo aos registrados anteriormente ao agravamento da crise, exercendo desdobramentos positivos sobre os fluxos de investimentos estrangeiros e sobre os superávits no mercado de câmbio.

34. O déficit em transações correntes projetado para o balanço de pagamentos em 2009, inferior ao assinalado no ano anterior, deverá ser integralmente financiado com ingressos líquidos de IED, cenário compatível com o retorno das compras à vista pelo Banco Central no mercado de câmbio – mantida a política de não fixação de pisos ou tetos para a taxa – objetivando o fortalecimento das reservas internacionais do país.

35. As perspectivas relacionadas ao comportamento dos preços nos próximos meses incorporam a continuidade, possivelmente em ritmo mais acelerado, da convergência do IPCA para a meta estipulada pelo CMN, desempenho favorecido tanto pelo impacto sobre a taxa de câmbio derivado da retomada dos ingressos de recursos externos no país, quanto pela persistência do ambiente recessivo nas principais economias maduras. Em sentido inverso, devem ser considerados os eventuais impactos do reaquecimento da demanda interna em um cenário de recuperação da economia doméstica ao longo do segundo semestre do ano, bem como possíveis impactos da elevação dos preços de matérias primas.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o terceiro trimestre e para o ano de 2009

36. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre de 2009 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 2009^{1/}

R\$ bilhões

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	189,4-222,3	6,4	218,0-255,9	8,6
Base restrita ^{3/}	117,6-159,1	0,6	136,7-184,9	10,3
Base ampliada ^{4/}	1750,2-2054,6	8,1	1790,4-2101,7	10,1
M4 ^{4/}	2039,5-2759,3	11,6	2089,4-2826,8	9,8

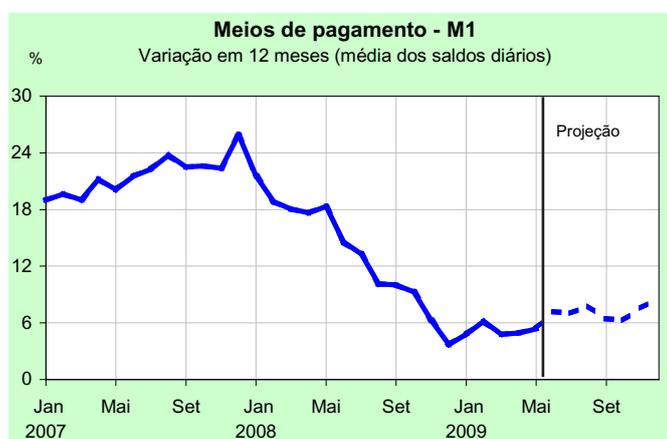
1/ Refere-se ao último mês do período.

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.

37. As projeções dos meios de pagamento basearam-se em modelos econométricos para a estimação da demanda por seus componentes, os quais tomaram em consideração a expectativa de crescimento do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade daqueles agregados. Em decorrência, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 6,4% e 8,6% para os meses de setembro e dezembro de 2009, respectivamente.

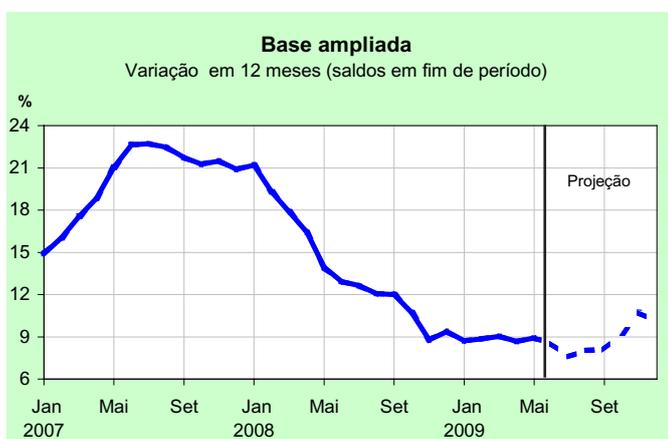


38. Também foram consideradas como variáveis exógenas para a projeção dos meios de pagamento, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, assim como as restituições do imposto de renda.

39. Tendo em vista as projeções para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, bem como a alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se expansões acumuladas em doze meses do saldo médio da base monetária de 0,6% em setembro e de 10,3% em dezembro de 2009.



40. 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 8,1% em setembro e 10,1% em dezembro de 2009.



41. 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, estima-se para o M4 variações em doze meses de 11,6% em setembro e de 9,8% em dezembro de 2009.



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



43. A evolução dos agregados monetários é apresentada no quadro a seguir, que relaciona os valores ocorridos no bimestre abril/maio de 2009, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre e para o ano de 2009.

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

Discriminação	2009		2009 ^{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/}	197,7	5,4	205,9	6,4	237,0	8,6
Base restrita ^{4/}	134,8	1,6	138,3	0,6	160,8	10,3
Base ampliada ^{5/}	1844,5	8,9	1902,4	8,1	1946,1	10,1
M4 ^{5/}	2321,6	14,7	2399,4	11,6	2458,1	9,8

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/ Saldo em fim de período.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2009		2009 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,467	3,7	1,488	5,8	1,474	-1,6
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,282	-22,3	0,257	-25,8	0,259	-1,5
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,420	7,6	0,425	2,8	0,430	3,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,259	5,3	1,261	3,2	1,263	0,8

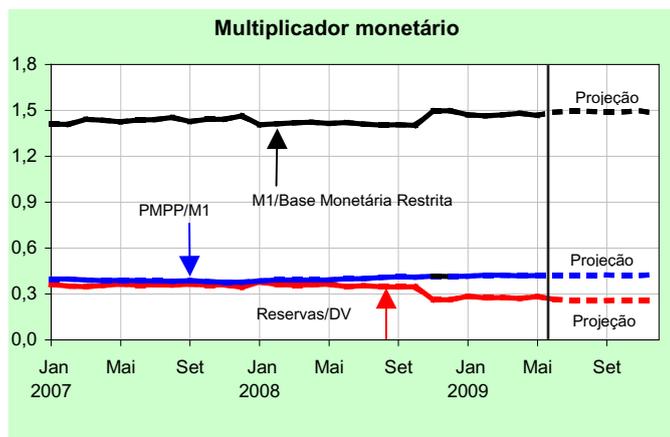
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

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

45. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do ano de 2009.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2009^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	187,3 – 219,8	9,7	194,4	4,8
Base restrita ^{3/}	116,5-157,6	4,8	132,2	1,0
Base ampliada ^{4/}	1 670,0-1 960,4	8,5	1824,9	9,0
M4 ^{4/}	1946,3-2633,2	17,3	2270,5	16,4

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 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2009 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/}	178,8-209,9	4,3	197,7	5,4
Base restrita ^{3/}	110,7-149,8	-0,6	134,8	1,6
Base ampliada ^{4/}	1720,1-2019,3	9,1	1844,5	8,9
M4 ^{4/}	1992,4-2695,6	14,7	2321,6	14,7

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 3. Programação monetária para o terceiro trimestre e para ano de 2009^{1/}

R\$ bilhões

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	189,4-222,3	6,4	218,0-255,9	8,6
Base restrita ^{3/}	117,6-159,1	0,6	136,7-184,9	10,3
Base ampliada ^{4/}	1750,2-2054,6	8,1	1790,4-2101,7	10,1
M4 ^{4/}	2039,5-2759,3	11,6	2089,4-2826,8	9,8

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	2009		2009 ^{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/}	197,7	5,4	205,9	6,4	237,0	8,6
Base restrita ^{4/}	134,8	1,6	138,3	0,6	160,8	10,3
Base ampliada ^{5/}	1844,5	8,9	1902,4	8,1	1946,1	10,1
M4 ^{5/}	2321,6	14,7	2399,4	11,6	2458,1	9,8

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	2009		2009 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,467	3,7	1,488	5,8	1,474	-1,6
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,282	-22,3	0,257	-25,8	0,259	-1,5
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,420	7,6	0,425	2,8	0,430	3,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,259	5,3	1,261	3,2	1,263	0,8

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

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

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”. É a principal variável de política monetária, refletindo 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 foi 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.