

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2011

Junho – 2011

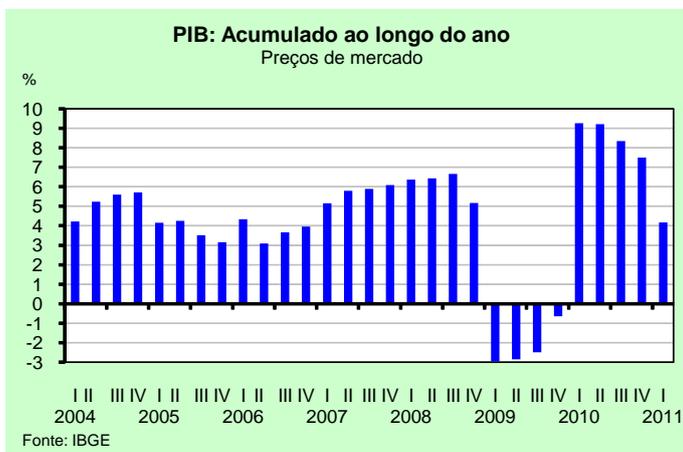


BANCO CENTRAL DO BRASIL

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

A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2011

1. O PIB cresceu 1,3% no primeiro trimestre, em relação ao quarto trimestre de 2010, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A análise sob a ótica da oferta revela elevações respectivas de 3,3%, 2,2% e 1,1% no setor primário, na indústria e nos serviços, enquanto, pela ótica da demanda, ocorreram crescimentos respectivos de 1,2%, 0,8% e 0,6% na FBCF e nos consumos do governo e das famílias, e retrações nas exportações, 3,2%, e nas importações, 1,6%. O PIB registrou aumento de 4,2% em relação ao primeiro trimestre de 2010, resultado de crescimentos, segundo a ótica da produção, de 4% nos serviços; 3,5% na indústria e de 3,1% na agropecuária. No âmbito da demanda, o componente interno contribuiu com 5,3 p.p. para o crescimento interanual do PIB, ante 6,6 p.p. no trimestre encerrado em dezembro de 2010, resultado de expansões de 8,8% na FBCF, 5,9% no consumo das famílias e 2,1% no consumo do governo. O setor externo, traduzindo aumentos respectivos de 13,1% e 4,3% nas importações e nas exportações, exerceu contribuição negativa de 1,1 p.p., no período.

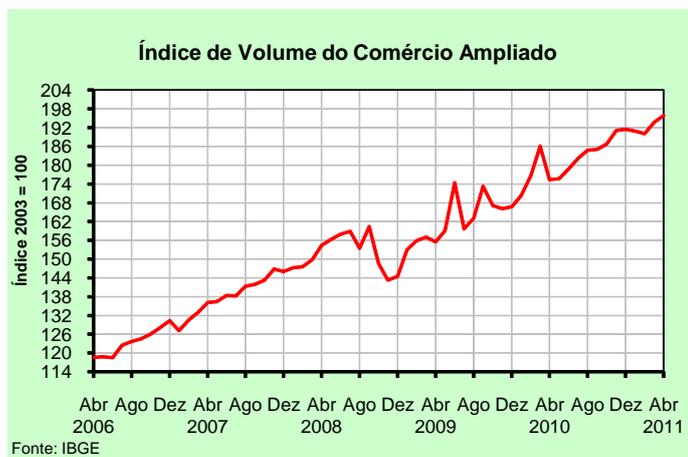


2. A produção física da indústria aumentou 1,9% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia crescido 0,6%, na mesma base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa recuou 1,8% no período, enquanto a de transformação assinalou expansão de 1,9%, com ênfase no dinamismo dos segmentos material eletrônico e equipamentos de comunicação, 15,8%; farmacêutico, 11,1%; e produtos de metal, 10,2%, neutralizado, em parte, pelas retrações nas indústrias de fumo, 11,2%; mobiliário, 3,2%; e de máquinas para escritório e equipamentos de informática, 3%. A análise por categorias de uso revela que a indústria de bens de capital cresceu 4,6% no trimestre, seguindo-se as elevações nas produções de

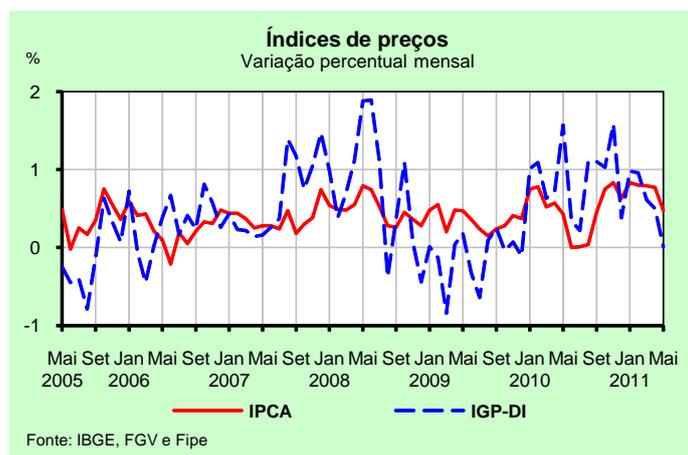


bens de consumo duráveis, 1,3%; bens de consumo semi e não duráveis, 1,2%; e bens intermediários, 0,9%.

3. As vendas do comércio ampliado aumentaram 1,1% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando se elevaram 3%, na mesma base de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE. Esse resultado decorreu de crescimentos em seis dos dez segmentos pesquisados, com ênfase nos relativos a outros artigos de uso pessoal e doméstico, 3,5%; material de construção, 3,4%; móveis e eletrodomésticos, 3,3%, contrastando com os recuos assinalados nas vendas relativas a livros, jornais revistas e papelaria, 10,4%, e de automóveis, motocicletas, partes e peças, 1,4%. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, registraram aumentos respectivos de 1,6% e 1,4% nos períodos mencionados, ressaltando-se, no trimestre finalizado em abril, as elevações assinaladas no Nordeste, 2,6%, e no Sudeste, 1,9%.

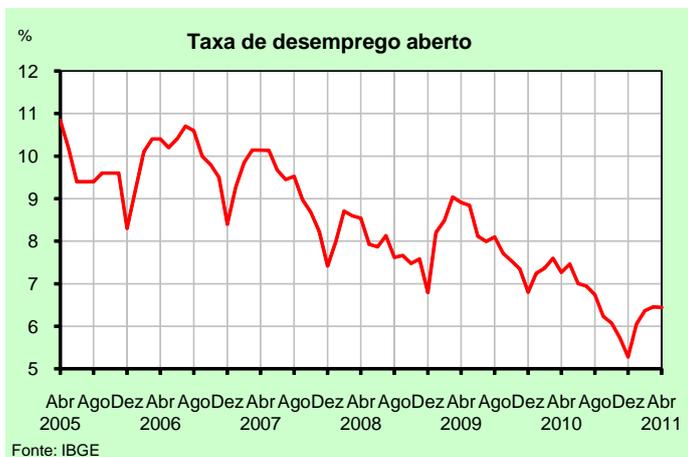


4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, variou 1,12% no trimestre encerrado em maio, ante 2,33% naquele finalizado em fevereiro, resultado do impacto mais acentuado das desacelerações nos preços ao consumidor e no atacado, em relação ao do aumento na variação dos preços da construção. Considerados períodos de doze meses, o IGP-DI aumentou 9,14% em maio, menor taxa desde outubro de 2010, ante 11,12% em fevereiro, desaceleração associada, exclusivamente, à trajetória do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA). O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, aumentou 2,04% no trimestre encerrado em maio, ante 2,28% naquele finalizado em fevereiro. A segmentação do IPCA revela que o desempenho trimestral do indicador refletiu a desaceleração, de 2,52% para 1,69%, dos preços livres - favorecida pela menor elevação nos preços da alimentação. Por outro lado, houve aumento, de 1,68% para 2,92%, na variação dos preços monitorados, ressal-

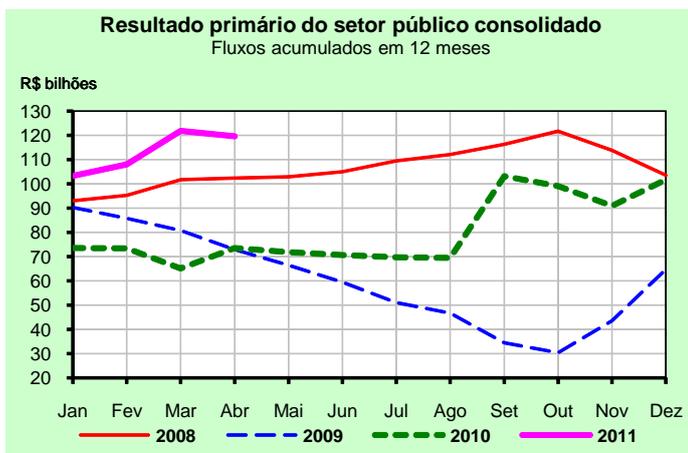


tando-se as contribuições dos itens taxa de água e esgoto, energia elétrica, passagem aérea, gasolina, remédios e ônibus urbano.

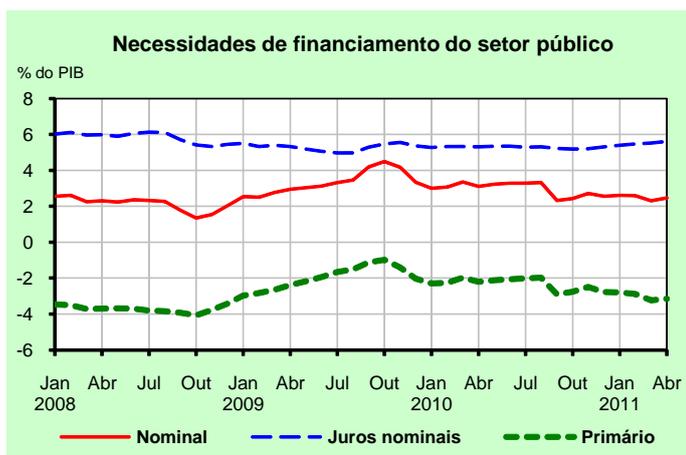
5. A taxa de desemprego, considerada a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE, que abrange as seis principais regiões metropolitanas do país, atingiu 6,4% em abril, menor valor histórico para o mês, reduzindo-se 0,1 p.p. em relação a março e 0,9 p.p. em 12 meses. Considerados dados dessazonalizados, a taxa média de desemprego atingiu 6,1% no trimestre encerrado em abril, mesmo patamar registrado no trimestre encerrado em janeiro e o mais reduzido na análise trimestral. Observaram-se, no trimestre, elevações de 1,0% no total de pessoas ocupadas e de 0,9% na população economicamente ativa (PEA).



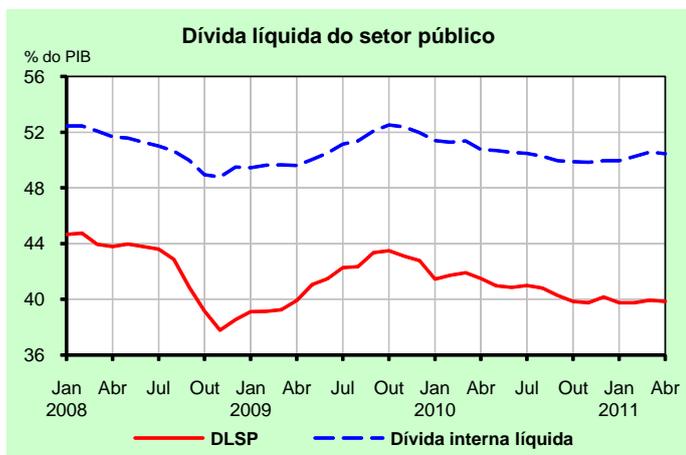
6. O superávit primário do setor público consolidado atingiu R\$57,3 bilhões, 4,54% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2011, ante 3,50% do PIB no período correspondente do ano anterior. Essa evolução refletiu o aumento dos superávits do Governo Central e dos governos regionais, neutralizado, em parte, pela inversão, de superávit para déficit, no resultado das empresas estatais. A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$249,9 bilhões no quadrimestre, elevando-se 18%, 1 p.p. do PIB, em relação a igual período de 2010, e as despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$135,3 bilhões, aumentando 9,5% no período. O déficit da Previdência Social somou R\$15,2 bilhões no quadrimestre, reduzindo-se 11,8%, 0,33 p.p. do PIB, em relação a igual período de 2010, reflexo de aumentos de 16,2% na arrecadação líquida e de 10,1% nas despesas com benefícios previdenciários.



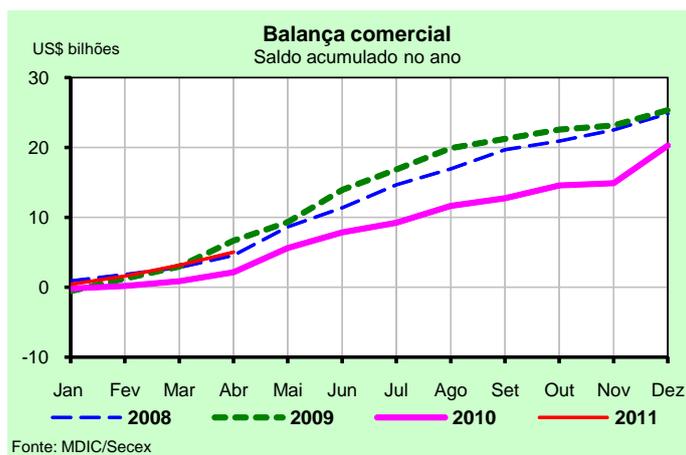
7. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$78,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2011, 6,23% do PIB, elevando-se 0,9 p.p. do PIB em relação a igual intervalo de 2010. Esse aumento foi influenciado pela aceleração do IPCA e pelo aumento da taxa Selic, indicadores que incidem sobre parcela expressiva da dívida mobiliária federal. O setor público consolidado registrou déficit nominal de R\$21,3 bilhões no quadrimestre, 1,69% do PIB, ante 1,83% do PIB nos quatro primeiros meses de 2010. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária, contrabalançada, em parte, pelas reduções observadas no financiamento externo líquido, na dívida bancária líquida e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.



8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.518,7 bilhões em abril, 39,8% do PIB. A retração de 0,3 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2010 refletiu as contribuições do superávit primário, 1,5 p.p.; do crescimento do PIB corrente, 1,4 p.p.; e da variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,2 p.p. do PIB; neutralizadas, em parte, pelos impactos da apropriação dos juros nominais, 2,1 p.p.; da apreciação cambial de 5,6% acumulada no ano, 0,7 p.p.; e do reconhecimento de dívidas, 0,1 p.p. Em relação à evolução da composição da DLSP, ressaltam-se os crescimentos quadrimestrais nas parcelas indexadas à taxa Selic, 6,3 p.p., e ao IPCA, 2,1 p.p., e os recuos nas parcelas sem remuneração, 4,1 p.p., e pré-fixada, 2,2, p.p.

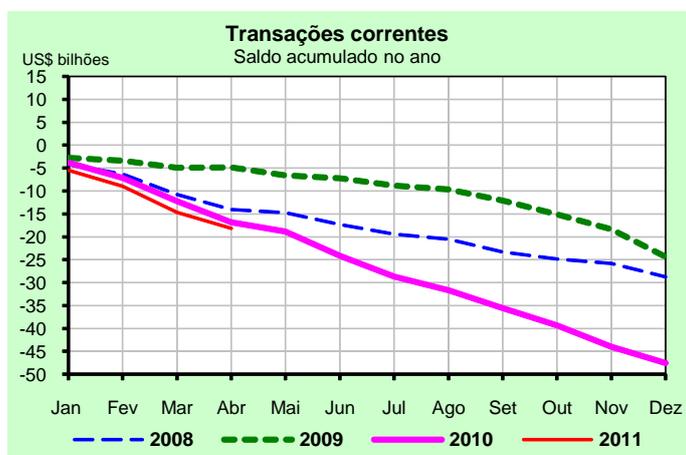


9. Os fluxos comerciais brasileiros apontam tendência, desde o início deste ano, de expansão mais equilibrada entre exportações e importações, que totalizaram, na ordem, US\$94,6 bilhões e US\$86,1 bilhões nos cinco primeiros meses de 2011, aumentando 31,2% e 29,4%, respectivamente, em relação ao intervalo correspondente de 2010. O saldo comercial atingiu US\$8,6 bilhões, elevando-se 52,5% na mesma base de comparação. As



exportações médias diárias aumentaram 30% nos cinco primeiros meses de 2011, em relação ao período equivalente do ano anterior, com ênfase nos aumentos respectivos de 44,2% e 29,7% nos embarques de produtos básicos e de produtos semimanufaturados. A média diária das importações aumentou 28,2%, registrando elevações de 37,7% nas aquisições de combustíveis e lubrificantes e de 37,4% nas relativas a bens de consumo duráveis.

10. O déficit em transações correntes totalizou US\$22,2 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante US\$18,6 bilhões no período equivalente de 2010, totalizando US\$51 bilhões (2,29% do PIB) no período de doze meses encerrado em maio. As despesas líquidas de serviços somaram US\$14,5 bilhões, elevando-se 34,5% no período, com ênfase na expansão de 70%, para US\$5,5 bilhões, nas despesas líquidas com viagens inter-



nacionais. Os gastos de brasileiros com viagens internacionais, mantendo-se em trajetória crescente, atingiram US\$8,3 bilhões e as receitas decorrentes de gastos de turistas estrangeiros no Brasil, US\$2,9 bilhões, registrando aumentos respectivos de 45,5% e 14,3% no período. As despesas líquidas de juros, que decresceram 25,6% nos primeiros cinco meses de 2011, somaram US\$3,1 bilhões, enquanto as remessas líquidas de lucros e dividendos atingiram US\$14,7 bilhões, aumentando 36% em relação a igual período de 2010. As transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$1,4 bilhão nos cinco primeiros meses de 2011, mesmo patamar do ano anterior. Os ingressos líquidos decorrentes de remessas para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo das economias dos principais destinos de migrantes brasileiros, somaram US\$506 milhões, recuando 6,9%, no período.

11. A conta capital e financeira acumulou ingressos líquidos de US\$63,3 bilhões nos cinco primeiros meses de 2011, ante US\$34,1 bilhões em igual intervalo de 2010. Os investimentos brasileiros diretos no exterior registraram retornos líquidos de US\$10,3 bilhões, e os investimentos estrangeiros diretos registraram ingressos líquidos de US\$27 bilhões, elevando-se 138% em relação a igual intervalo de 2010. Vale enfatizar que



o aumento para 6%, no começo de abril, do IOF incidente sobre as captações de empréstimos e emissões de títulos com prazo de vencimento até 720 dias ao amparo da Resolução 3844, de 23 de março de 2010, resultou em moderação no ritmo e em alteração do perfil do endividamento externo. As captações de curto prazo, que até março somaram ingressos líquidos de US\$9,6 bilhões, totalizaram amortização líquida de US\$7,1 bilhões em abril e maio. As captações líquidas em empréstimos e títulos de longo prazo, que acumularam ingressos líquidos de US\$9,7 bilhões no primeiro trimestre, totalizaram US\$7,4 bilhões em abril e US\$6,5 bilhões em maio, contribuindo para que as taxas médias de rolagem de empréstimos e títulos aumentassem, na ordem, de 242% e 759%, no primeiro trimestre do ano, para 539% e 1.063%, no bimestre encerrado em maio.

12. As reservas internacionais totalizaram US\$333 bilhões em maio, aumentando US\$44,4 bilhões em relação a dezembro de 2010. Neste período, as compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$34,2 bilhões; as liquidações de compras a termo, US\$1,8 bilhão; as receitas líquidas de juros, US\$1,3 bilhão, resultado de receita de US\$3,1 bilhões com a remuneração das reservas e de despesa de US\$1,8 bilhão com os juros de bônus; as despesas de amortização, US\$2,7 bilhões; e as demais operações, US\$5,4 bilhões.



B. Política monetária no primeiro trimestre de 2011

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

14. A base monetária restrita, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$180,8 bilhões em março, recuando 1,7% no mês e elevando-se 13,9% em doze meses. O papel-moeda emitido somou R\$135,5 bilhões, decrescendo 1,5% no mês e aumentando 13,3% em doze meses, enquanto as reservas bancárias totalizaram R\$45,2 bilhões, registrando variações respectivas de -2,3% e 15,5%, nas mesmas bases de comparação.

15. O saldo da base monetária ampliada, que compreende a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, cresceu 18,2% no período de doze meses encerrado em março, totalizando R\$2,5 trilhões. Esse resultado decorreu de aumentos nos depósitos compulsórios em espécie, 122,5%; nos saldos da base restrita, 14,8%; e nos títulos públicos federais, 9,7%.

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

| Discriminação | Previsto | | Ocorrido | |
|-----------------------------|-------------------|--|-------------|--------------------------------|
| | R\$ bilhões | Varição percentual em 12 meses ^{2/} | R\$ bilhões | Varição percentual em 12 meses |
| M1 ^{3/} | 244,2 - 286,7 | 16,7 | 252,6 | 11,1 |
| Base restrita ^{3/} | 156,3 - 211,5 | 15,8 | 180,8 | 13,9 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 377,2 - 2 790,6 | 22,3 | 2 498,0 | 18,2 |
| M4 ^{4/} | 2 638,0 - 3 569,1 | 16,6 | 3 139,7 | 18,0 |

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

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

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

^{4/} Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, somaram R\$252,6 bilhões em março, recuando 1,8% no mês e elevando-se 11,1% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$109 bilhões, decrescendo 2,2% no mês e aumentando 12,5% em doze meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$143,6 bilhões, assinalando variações respectivas de -1,5% e 10%, nos períodos considerados.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$3,1 trilhões, registrando aumentos de 1% no mês e de 18% em doze meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$48,7 bilhões no primeiro trimestre de 2011, resultante de resgates líquidos de R\$50,1 bilhões no mercado primário e de R\$1,7 bilhão no extramercado, e de colocações líquidas de R\$100,5 bilhões, no mercado secundário.

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

C. Política monetária no bimestre abril-maio de 2011

20. A base monetária restrita, mensurada pela média dos saldos diários, situou-se em R\$177,6 bilhões em maio, registrando retração de 1,3% em relação a abril e aumento de 11,1% em doze meses. As reservas bancárias totalizaram R\$44 bilhões, registrando variações respectivas de -1% e 9,6%, nas bases de comparação mencionadas, enquanto o saldo de papel-moeda emitido somou R\$133,6 bilhões, com retração de 1,4% no mês e acréscimo de 11,6% em doze meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,5 trilhões em maio, elevando-se 0,7% no mês e 14,3% em doze meses. O resultado anual repercutiu as elevações dos depósitos compulsórios em espécie, 58,6%; da base restrita, 12,4%; e dos títulos públicos federais, 9,2%.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$249,8 bilhões em maio, recuando 0,6% no mês e expandindo 7,9% em

doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$108 bilhões, apresentando redução de 0,7% no mês e crescimento de 11,1% em doze meses. Os depósitos à vista totalizaram R\$141,8 bilhões, com redução mensal de 0,5% e aumento de 5,6% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$3,2 trilhões em maio, registrando aumentos de 2,1% no mês e de 20% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2011 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/} | 240,2 - 282,0 | 11,5 | 249,8 | 7,9 |
| Base restrita ^{3/} | 156,8 - 212,1 | 13,8 | 177,6 | 11,1 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 336,3 - 2 742,7 | 13,0 | 2 540,2 | 14,3 |
| M4 ^{4/} | 2 687,6 - 3 636,1 | 15,4 | 3 231,9 | 20,0 |

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, apresentaram impacto expansionista de R\$5,3 bilhões no bimestre encerrado em maio. Esse resultado decorreu da diferença entre as colocações líquidas de R\$17,7 bilhões, no mercado primário, e os resgates líquidos de R\$23 bilhões, no mercado secundário.

25. O Copom avaliou, na reunião de abril, que o cenário prospectivo para a inflação não havia evoluído favoravelmente desde sua última reunião e considerou relevantes os riscos derivados da persistência do descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda, apesar dos sinais de que esse descompasso tende a diminuir. Nesse contexto, em que prevaleciam um ambiente econômico com nível de incerteza acima do usual e riscos à concretização de um cenário em que a inflação convergisse tempestivamente para o valor central da meta, o Copom entendeu, de forma unânime, que as incertezas quanto ao grau de persistência das pressões inflacionárias recentes e a complexidade que envolve hoje o ambiente internacional justificavam a continuidade do ajuste da taxa básica de juros por período suficientemente prolongado. Nesse contexto, a taxa Selic foi elevada para 12,00% a.a., sem viés. Na reunião de junho, o Copom entendeu que embora o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, mostrasse sinais mais favoráveis, persistiam níveis de incerteza acima do usual e riscos à concretização de um cenário em que a inflação convergisse tempestivamente para o valor central da meta. Nesse ambiente, dando seguimento ao processo de ajuste gradual

das condições monetárias, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 12,25% a.a., sem viés.

| Reunião do Copom | Aplicação do viés de baixa | Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/} |
|------------------|----------------------------|---|
| 23.01.2008 | - | 11,25 |
| 5.03.2008 | - | 11,25 |
| 16.04.2008 | - | 11,75 |
| 4.06.2008 | - | 12,25 |
| 23.07.2008 | - | 13,00 |
| 10.09.2008 | - | 13,75 |
| 29.10.2008 | - | 13,75 |
| 10.12.2008 | - | 13,75 |
| 21.01.2009 | - | 12,75 |
| 11.03.2009 | - | 11,25 |
| 29.04.2009 | - | 10,25 |
| 10.6.2009 | - | 9,25 |
| 22.07.2009 | - | 8,75 |
| 2.09.2009 | - | 8,75 |
| 21.10.2009 | - | 8,75 |
| 9.12.2009 | - | 8,75 |
| 27.01.2010 | - | 8,75 |
| 17.03.2010 | - | 8,75 |
| 28.04.2010 | - | 9,50 |
| 9.06.2010 | - | 10,25 |
| 21.07.2010 | - | 10,75 |
| 1.09.2010 | - | 10,75 |
| 8.12.2010 | - | 10,75 |
| 19.1.2011 | - | 11,25 |
| 2.3.2011 | - | 11,75 |
| 20.4.2011 | - | 12,00 |
| 8.6.2011 | - | 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 2011

26. A atividade da economia mundial, após ritmo intenso no início do ano, refletiu o ambiente de elevação nos preços das *commodities*, intensificação da crise fiscal em países periféricos da Área do Euro e tensões geopolíticas no Norte da África e Oriente Médio. Esse cenário, agravado pelos desdobramentos do terremoto no nordeste do Japão, com impactos muito além da produção local, se traduziu, exceto em partes da Área do Euro, em desaceleração da atividade nas principais economias maduras. A inflação seguiu em trajetória de alta nas principais economias desenvolvidas e emergentes refletindo, de forma geral, os choques de oferta das *commodities* observados a partir do segundo semestre de 2010.

27. No âmbito das economias emergentes tem-se verificado aprofundamento dos ciclos de restrição monetária. Especificamente no Brasil, a moderação na

expansão das operações de crédito do sistema financeiro nacional no início de 2011 tem refletido além das ações de política monetária, também as ações macroprudenciais recentemente implementadas. O arrefecimento no ritmo de novas contratações vem ocorrendo, em especial, nos empréstimos às famílias.

28. Já a desaceleração registrada nos financiamentos a pessoas jurídicas traduziu, em grande parte, a redução nos desembolsos do BNDES, parcialmente compensada pela recuperação dos adiantamentos a exportadores (ACC). Nesse cenário, estima-se que o mercado de crédito continuará a crescer em ritmo moderado, assegurando a necessária sustentação à atividade econômica.

29. A expansão registrada pela economia brasileira no decorrer do primeiro semestre de 2011, evidenciando, em parte, o impacto da safra de grãos sobre o dinamismo da agropecuária, seguiu sustentada pela demanda doméstica, ressaltando-se a continuidade no crescimento dos investimentos, embora em ritmo menos acentuado do que em 2010. O setor externo persiste exercendo contribuição negativa para a expansão do produto, em linha com a diferença entre os ritmos de crescimento das economias interna e mundial. Ressalte-se que, no ano, a economia do país deverá crescer em ritmo menos intenso do que em 2010, cenário consistente com os efeitos das ações de política monetária e das medidas macroprudenciais adotadas recentemente.

30. A trajetória da atividade econômica no primeiro quadrimestre, traduzindo-se no crescimento das receitas públicas, e o esforço para a contenção de despesas governamentais no período exerceram desdobramentos favoráveis sobre as contas públicas, concorrendo para a elevação do superávit primário, em linha com a meta fiscal prevista para o ano. Vale ressaltar que a consecução dessa meta constitui fator relevante para a permanência do cenário de estabilidade econômica e para a redução do nível de endividamento líquido.

31. No âmbito de setor externo, a expansão das importações e as remessas de renda para o exterior, associadas a retornos positivos dos investimentos estrangeiros na economia brasileira, têm contribuído de forma destacada para a ampliação do déficit de transações correntes, que atingiu US\$22,7 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, superando em 22,1% o registrado em igual intervalo de 2010.

32. Vale ressaltar que houve importante alteração no perfil de fluxos de empréstimos e títulos, a partir de abril, em resposta ao aumento para 6% no IOF incidente sobre ingressos de capitais estrangeiros com prazo médio de amortização igual ou inferior a 720 dias. Nesse sentido, o alongamento no prazo de captação de recursos externos se refletiu na retração acentuada nos ingressos de curto prazo e no aumento das captações líquidas de longo prazo.

33. As perspectivas favoráveis quanto ao desempenho da economia brasileira permanecem atraindo volume de capital externo superior ao déficit em conta corrente, possibilitando a continuidade da política de fortalecimento da posição externa. Ao término de maio, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$333 bilhões, US\$44,4 bilhões acima do registrado no final de 2010, correspondente a 22 meses de importação, nível recorde da série.

34. Nesse cenário, a inflação recuou no trimestre encerrado em maio, com ênfase na moderação dos preços dos bens agrícolas, neutralizada, em parte, pelos aumentos nos custos da construção civil. A evolução dos preços ao consumidor traduziu, em especial, o arrefecimento das pressões no segmento de preços livres, notadamente dos grupos alimentação e, evidenciando a exaustão do impacto dos reajustes anuais das mensalidades escolares, educação. Ressalte-se que as taxas de inflação ao consumidor acumuladas em doze meses seguem em elevação, mas com perspectiva de reversão no segundo semestre de 2011.

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

35. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre de 2011 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

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

| Discriminação | R\$ bilhões | | | |
|-----------------------------|--------------------|----------------------------------|-------------------|----------------------------------|
| | Terceiro Trimestre | | Ano | |
| | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses ^{2/} | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses ^{2/} |
| M1 ^{3/} | 243,6 - 286,0 | 7,1 | 280,6 - 329,3 | 9,1 |
| Base restrita ^{3/} | 159,1 - 215,3 | 8,2 | 185,1 - 250,4 | 10,3 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 370,1 - 2 782,3 | 10,5 | 2 451,2 - 2 877,5 | 11,2 |
| M4 ^{4/} | 2 841,8 - 3 844,8 | 13,6 | 2 919,4 - 3 949,7 | 13,0 |

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

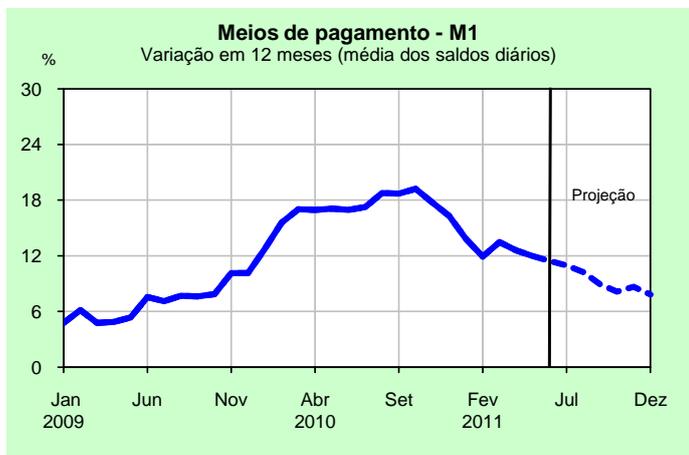
3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

36. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados. A variação em doze meses da média dos saldos diá-

rios dos meios de pagamento foi estimada em 7,1% para setembro e em 9,1% para dezembro de 2011.

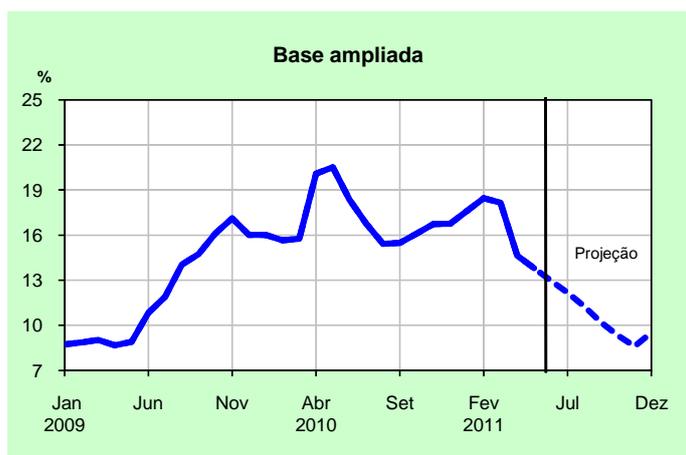
37. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições do imposto de renda.



38. Tendo em vista as projeções realizadas para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se ampliação em doze meses para o saldo médio da base monetária de 8,2% em setembro e de 10,3% em dezembro de 2011.



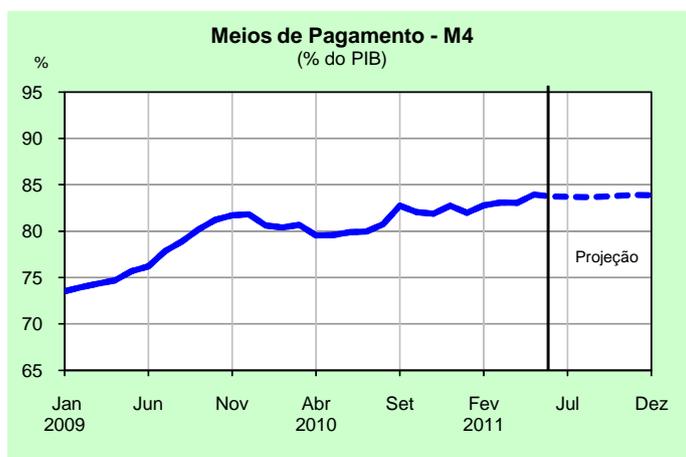
39. As projeções para a base monetária ampliada, uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para os resultados primários do governo central, as operações do setor externo e para as emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio, para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 10,5% em setembro e de 11,2% em dezembro de 2011.



40. As previsões para os meios de pagamento ampliados 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, estão projetados crescimentos para o M4 em doze meses de 13,6% em setembro e de 13% em dezembro de 2011.



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



42. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre abril/maio de 2011 e os previstos para o terceiro trimestre e para o ano de 2011.

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

| Discriminação | 2011 | | 2011 ^{2/} | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------------|----------------------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| | Abril - Maio | | Terceiro Trimestre ^{3/} | | Ano ^{3/} | |
| | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses |
| M1 ^{4/} | 249,8 | 7,9 | 264,8 | 7,1 | 305,0 | 9,1 |
| Base restrita ^{4/} | 177,6 | 11,1 | 187,2 | 8,2 | 217,8 | 10,3 |
| Base ampliada ^{5/} | 2 540,2 | 14,3 | 2 576,2 | 10,5 | 2 664,4 | 11,2 |
| M4 ^{5/} | 3 231,9 | 20,0 | 3 343,3 | 13,6 | 3 434,5 | 13,0 |

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

| Discriminação | 2011 | | 2011 ^{2/} | | | |
|---|----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| | 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/} | 1,406 | -2,8 | 1,414 | -1,0 | 1,400 | -1,2 |
| Res.bancárias / dep.vista ^{3/} | 0,310 | 3,7 | 0,296 | -2,8 | 0,305 | -1,1 |
| Papel-moeda / M1 ^{3/} | 0,432 | 2,9 | 0,435 | 1,9 | 0,437 | 2,2 |
| M4 / Base ampliada ^{4/} | 1,272 | 5,0 | 1,298 | 2,8 | 1,289 | 1,5 |

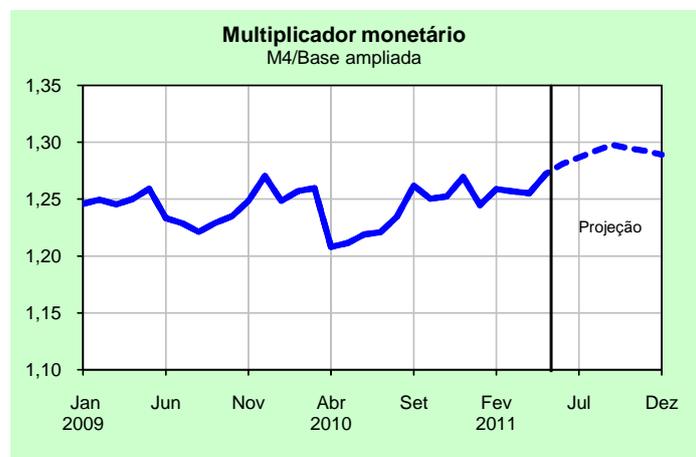
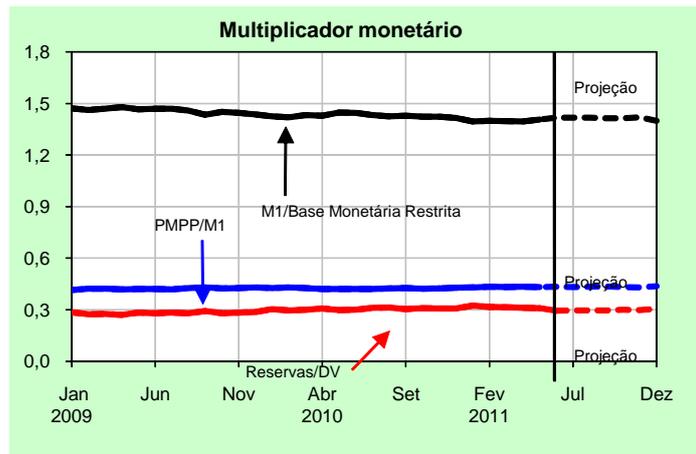
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



Resumo das projeções

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

| Discriminação | Previsto | | Ocorrido | |
|-----------------------------|-------------------|---|-------------|---------------------------------|
| | R\$ bilhões | Variação percentual em 12 meses ^{2/} | R\$ bilhões | Variação percentual em 12 meses |
| M1 ^{3/} | 244,2 - 286,7 | 16,7 | 252,6 | 11,1 |
| Base restrita ^{3/} | 156,3 - 211,5 | 15,8 | 180,8 | 13,9 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 377,2 - 2 790,6 | 22,3 | 2 498,0 | 18,2 |
| M4 ^{4/} | 2 638,0 - 3 569,1 | 16,6 | 3 139,7 | 18,0 |

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 2011 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/} | 240,2 - 282,0 | 11,5 | 249,8 | 7,9 |
| Base restrita ^{3/} | 156,8 - 212,1 | 13,8 | 177,6 | 11,1 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 336,3 - 2 742,7 | 13,0 | 2 540,2 | 14,3 |
| M4 ^{4/} | 2 687,6 - 3 636,1 | 15,4 | 3 231,9 | 20,0 |

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 2011^{1/}

R\$ bilhões

| Discriminação | Terceiro Trimestre | | Ano | |
|-----------------------------|--------------------|----------------------------------|-------------------|----------------------------------|
| | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses ^{2/} | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses ^{2/} |
| M1 ^{3/} | 243,6 - 286,0 | 7,1 | 280,6 - 329,3 | 9,1 |
| Base restrita ^{3/} | 159,1 - 215,3 | 8,2 | 185,1 - 250,4 | 10,3 |
| Base ampliada ^{4/} | 2 370,1 - 2 782,3 | 10,5 | 2 451,2 - 2 877,5 | 11,2 |
| M4 ^{4/} | 2 841,8 - 3 844,8 | 13,6 | 2 919,4 - 3 949,7 | 13,0 |

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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

| Discriminação | 2011 | | 2011 ^{1/2} | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------------|----------------------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| | Abril - Maio | | Terceiro Trimestre ^{3/} | | Ano ^{3/} | |
| | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses |
| M1 ^{4/} | 249,8 | 7,9 | 264,8 | 7,1 | 305,0 | 9,1 |
| Base restrita ^{4/} | 177,6 | 11,1 | 187,2 | 8,2 | 217,8 | 10,3 |
| Base ampliada ^{5/} | 2 540,2 | 14,3 | 2 576,2 | 10,5 | 2 664,4 | 11,2 |
| M4 ^{5/} | 3 231,9 | 20,0 | 3 343,3 | 13,6 | 3 434,5 | 13,0 |

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

| Discriminação | 2011 | | 2011 ^{2/} | | | |
|---|----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| | 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/} | 1,406 | -2,8 | 1,414 | -1,0 | 1,400 | -1,2 |
| Res.bancárias / dep.vista ^{3/} | 0,310 | 3,7 | 0,296 | -2,8 | 0,305 | -1,1 |
| Papel-moeda / M1 ^{3/} | 0,432 | 2,9 | 0,435 | 1,9 | 0,437 | 2,2 |
| M4 / Base ampliada ^{4/} | 1,272 | 5,0 | 1,298 | 2,8 | 1,289 | 1,5 |

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

Glossário

Base monetária: passivo monetário do Banco Central, também conhecido como emissão primária de moeda. Inclui o total de cédulas e moedas em circulação e os recursos da conta “Reservas Bancárias”. Essa variável reflete o resultado líquido de todas as operações ativas e passivas do Banco Central.

Fatores condicionantes da base monetária: refere-se às fontes de criação (emissão de moeda pelo Banco Central) ou destruição (recolhimento de moeda pelo Banco Central) de moeda primária (base monetária). Toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em entrega de papel-moeda e/ou crédito em contas de “Reservas Bancárias” significa expansão monetária e é apresentada com sinal positivo. Ao contrário, toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em recebimento e/ou débito em contas de “Reservas Bancárias” significa contração monetária e é apresentada com sinal negativo. Deve-se ressaltar a diferença entre fabricação e emissão de moeda: a fabricação é um processo fabril de cédulas e moedas e a emissão é um processo econômico que resulta em crescimento da oferta monetária, tanto física (cédulas e moedas) quanto escritural (Reservas Bancárias).

Base monetária ampliada: conceito amplo de base monetária, introduzido no Plano Real com o pressuposto de que agregados mais amplos sejam melhor correlacionados com os preços na economia brasileira, visto que mais perfeitamente captam a substitutibilidade entre a moeda, em seu conceito mais restrito, e os demais ativos financeiros. Inclui, além da base restrita, os principais passivos do Banco Central e do Tesouro Nacional (compulsórios e títulos federais).

Meios de pagamento: conceito restrito de moeda (M1). Representa o volume de recursos prontamente disponíveis para o pagamento de bens e serviços. Inclui o papel-moeda em poder do público, isto é, as cédulas e moedas metálicas detidas pelos indivíduos e empresas não financeiras e, ainda, os seus depósitos à vista efetivamente movimentáveis por cheques. Com a redução da inflação, a partir da introdução do real, ocorreu forte crescimento dos meios de pagamento no conceito restrito, processo esse conhecido como remonetização, resultante da recuperação da credibilidade da moeda nacional.

Meios de pagamento ampliados: inclui moeda legal e quase-moeda, correspondendo aos instrumentos de elevada liquidez, em sentido amplo. O M2 corresponde ao M1 mais as emissões de alta liquidez realizadas primariamente no mercado interno por instituições depositárias – as que realizam multiplicação de crédito. O M3 é composto pelo M2 e as captações internas por intermédio dos fundos de renda fixa e das carteiras de títulos públicos federais registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). O M4 agrega o M3 e a carteira livre de títulos públicos do setor não financeiro.

Depósitos compulsórios de instituições financeiras: refere-se aos valores recolhidos ao Banco Central e/ou mantidos pelas instituições na forma de encaixe para fins de cumprimento das diversas normas prudenciais e de controle monetário, estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Os recolhimentos “em espécie” correspondem aos valores que foram transferidos das contas “Reservas Bancárias” para outras contas de depósitos no Banco Central e que têm movimentação limitada aos períodos regulamentares, geralmente semanais, mediante demonstrativo de evolução da base de cálculo. Estes recolhimentos podem ser remunerados ou não. Os recolhimentos “em títulos” correspondem aos valores dos títulos públicos federais que foram vinculados no Selic, e que ficaram indisponíveis para negociações enquanto mantida a vinculação. Os recolhimentos “em títulos” são considerados remunerados em função da rentabilidade implícita no valor atualizado do título, não recebendo qualquer remuneração adicional por parte do Banco Central.