

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

**2007**

Setembro – 2007



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

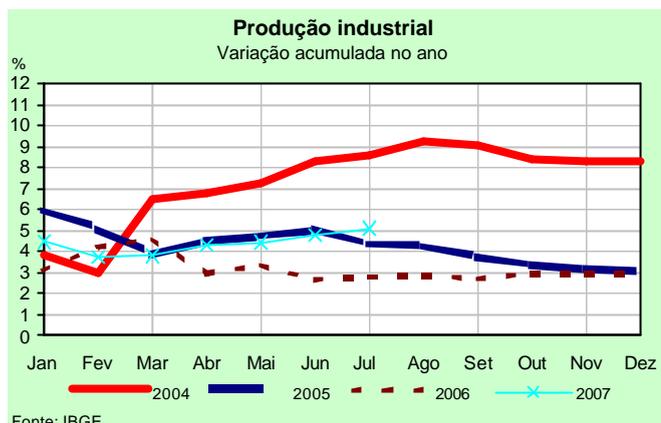
## Programação Monetária para o quarto trimestre e para o ano de 2007

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

1. O Produto Interno Bruto (PIB), de acordo com o IBGE, cresceu 4,9% no primeiro semestre de 2007, em relação ao mesmo período de 2006, registrando-se evolução positiva generalizada entre seus componentes, quer se considere a ótica do produto ou da demanda. A análise dos componentes da demanda ratifica a importância da demanda interna para a sustentação do processo de retomada da atividade econômica, registrando-se, no período, aumentos de 5,9% no consumo das famílias e de 10,6% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). O consumo do governo aumentou 3,9% no semestre e a contribuição do setor externo para o resultado do PIB seguiu negativa, com o impacto de -0,9 p.p. refletindo elevações de 9,5% nas exportações e de 19,3% nas importações, assinalando-se a propriedade do crescimento das aquisições externas para a sustentação do processo de retomada da atividade econômica. O exame sob a ótica da oferta revela que o setor industrial apresentou o crescimento mais significativo no primeiro semestre de 2007, 4,9%, seguindo-se os setores de serviços, 4,7%, e o agropecuário, 1,4%. Considerando a evolução na margem, o PIB cresceu 0,8% no segundo trimestre de 2007, em relação ao trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados. O resultado, ao confirmar o desempenho de indicadores setoriais antecedentes, revela a continuidade do crescimento da atividade da economia, estimulada tanto pelos aumentos da renda real e do emprego como pela continuidade da flexibilização da política monetária. Assinale-se que, nessa base de comparação, o PIB apresentou crescimento pelo quarto trimestre consecutivo.



2. A produção industrial aumentou 2,3% no trimestre terminado em julho, em relação ao trimestre encerrado em abril, quando crescera 1,7%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. Os resultados trimestrais observados em 2007 estiveram associados ao incentivo proporcionado pela redução do custo do crédito de médio e longo prazos e pelo crescimento significativo do consumo das famílias, responsável, em grande



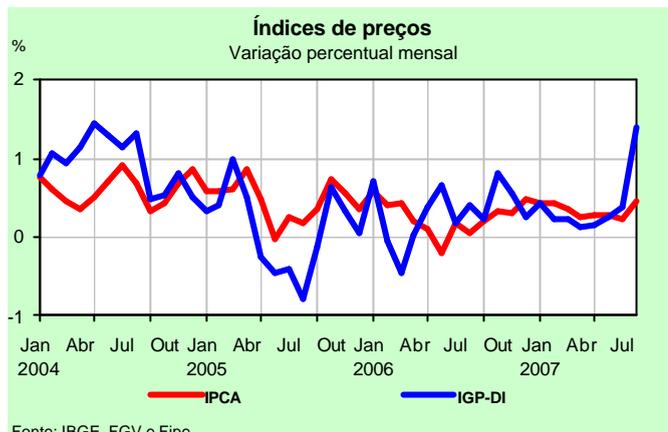
parte, pelo dinamismo das produções de bens de capital e de bens de consumo duráveis, que aumentaram 4,7% e 4,6%, respectivamente, no trimestre encerrado em julho, e 3,6% e 3,5%, na mesma ordem, no trimestre encerrado em abril, em relação aos trimestres finalizados em abril e em janeiro, comparativamente a médias trimestrais de 1,3% e 1,4%, em 2006.

3. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o volume de vendas no varejo registrou alta de 0,5% no trimestre encerrado em julho de 2007, comparativamente ao trimestre encerrado em abril, considerada a série ajustada sazonalmente. Todos os segmentos, à exceção de combustíveis e lubrificante, cujas vendas recuaram 2,2%, apresentaram resultados positivos nessa base de comparação, com



ênfase em tecidos, vestuário e calçados, 5,4%, e móveis e eletrodomésticos, 1,9%. As vendas do comércio varejista ampliado, conceito que incorpora os segmentos materiais de construção e automóveis, motocicletas, partes e peças, cresceram 14,8% no período, traduzindo o crescimento expressivo das vendas em setores cujo desempenho é mais relacionado às condições de crédito. As vendas do comércio varejista cresceram 9,7% nos sete primeiros meses de 2007, em relação ao mesmo período de 2006, ante 5,2% no período correspondente do ano anterior, registrando crescimento generalizado quando consideradas por Unidades da Federação.

4. A inflação registrou aceleração no trimestre encerrado em agosto, em relação ao trimestre finalizado em maio. Esse movimento, que ocorreu com maior intensidade quando considerados os índices de gerais de preços, esteve associado, ao comportamento dos preços agrícolas, com alguma aceleração também dos preços industriais. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) cresceu 2,04% no trimestre encerrado em agosto, ante 0,51% no trimestre anterior.



Em agosto, o IGP-DI variou 1,39%, maior taxa desde junho de 2004. O Índice de preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou variação de 0,99% no trimestre encerrado em agosto, ante 0,9% no trimestre março a maio, resultado de variações respectivas, na mesma base de comparação, de 1,5% e 0,88% nos preços livres e de -0,14% e 0,95%, nos preços monitorados. O IPCA apresentou variações mensais de 0,28% em junho, 0,24% em julho, e de 0,47% em agosto, maior taxa no ano, acumulando 4,18% nos doze meses terminados neste mês, maior percentual desde junho de 2006, resultado de elevações de 2,37% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 5% nos preços livres.

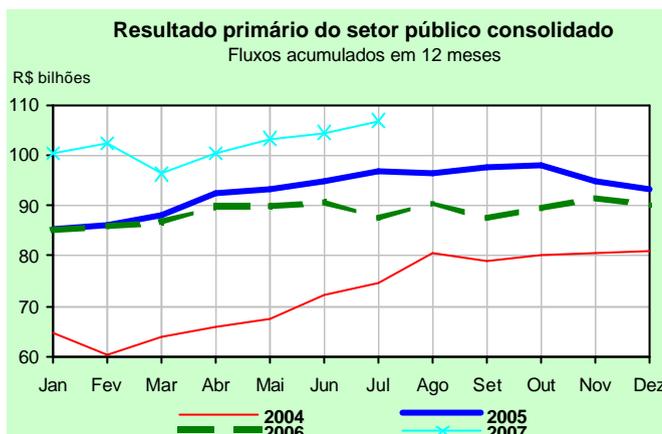
5. Os indicadores do mercado de trabalho seguiram apresentando desempenho favorável no trimestre encerrado em julho de 2007, registrando-se recuo da taxa de desemprego e o continuado aumento em sua taxa de formalização.



A taxa média de desemprego aberto atingiu 9,8% no trimestre terminado em julho, ante 10,4% no mesmo período de 2006 e 10% no trimestre encerrado em abril, de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, que abrange seis regiões metropolitanas.

A variação anual refletiu a continuidade do aumento da ocupação, que atingiu 3% no período, ante elevação de 2,2% da PEA. De acordo com o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 1.222.495 postos de trabalho no ano, até julho, segundo melhor resultado para o período desde o início da série, em janeiro de 1985. Esse volume de novos empregos representou elevação de 4,9% no total de empregados com carteira assinada, registrando-se taxas de expansão de 6,8% na construção civil; 6% no comércio; 4,9% na indústria de transformação; e 4,8% nos serviços.

6. O superávit primário do setor público não financeiro acumulado até julho de 2007 alcançou R\$79,6 bilhões, equivalente a 5,58% do PIB, sugerindo o cumprimento da meta de superávit estabelecida para o ano. O aumento de 0,76 p.p. do PIB, em relação ao superávit assinalado no mesmo período de 2006, evidencia melhora dos resultados em todos os segmentos do setor público. O superávit acumulado nos últimos doze meses alcançou 4,37% do PIB. O desempenho do Govern



no Central traduziu o aumento de 13,2% nas receitas, em linha com a intensificação da atividade econômica, a elevação da massa salarial e os ingressos resultantes dos programas de parcelamento de débitos junto à Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB), à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional e ao INSS. O déficit da Previdência Social atingiu R\$24 bilhões nos primeiros sete meses do ano, reduzindo-se 0,04 p.p. do PIB em relação ao resultado obtido em igual período de 2006. A arrecadação líquida registrou acréscimo de 14%, influenciada pelo crescimento de 15,6% nas receitas de contribuições previdenciárias, que atingiram 5,2% do PIB, resultado, sobretudo, da elevação da massa salarial e do nível de emprego formal.

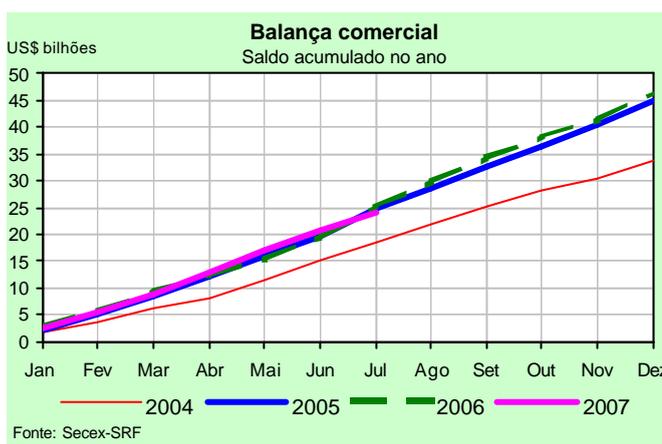
7. O resultado nominal do setor público não financeiro foi deficitário em R\$13,4 bilhões nos sete primeiros meses de 2007, ante déficit de R\$32,3 bilhões no período correspondente de 2006. Essa melhora decorreu tanto do crescimento do superávit primário quanto da redução dos juros nominais apropriados, que segue refletindo a redução da taxa Selic e a mudança na composição da dívida líquida, com crescimento da participação dos títulos pré-fixados e dos vinculados a índices de preços. Em função da combinação desses dois fatores, a redução dos juros nominais apropriados em 2007, até julho, correspondeu a 0,79 p.p. do PIB.



8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou 44,4% do PIB, em julho, reduzindo-se 0,5 p.p. em relação a dezembro de 2006. Essa trajetória sugere que a relação dívida/PIB deverá, ao final do ano, recuar pela terceira vez consecutiva quando consideradas comparações anuais. O superávit primário se constituiu no principal determinante da redução de 0,5 p.p. do PIB observada no ano, seguindo-se os efeitos do crescimento do PIB nominal e do ajuste decorrente da venda de ações. Em sentido inverso, assinalem-se a incorporação de juros nominais, a despeito da redução registrada em seus valores, e o ajuste resultante da apreciação cambial de 12,2% acumulada até julho.

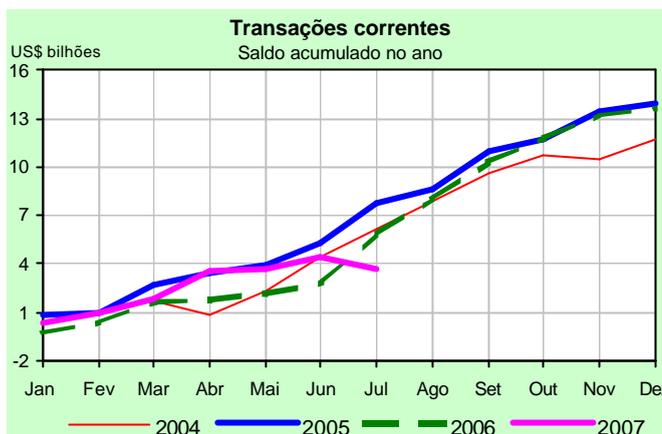


9. A balança comercial registrou recordes mensais, em agosto, tanto para as exportações, US\$15,1 bilhões, quanto para as importações, US\$11,6 bilhões. O superávit mensal de US\$3,5 bilhões, evidenciando o maior dinamismo das importações, foi inferior ao assinalado no mesmo mês de 2006, enquanto o resultado comercial acumulado nos oito primeiros meses do ano atingiu US\$27,5 bilhões, com redução de 7,5% em relação ao período correspondente de 2006, registrando-se



se crescimentos de 27,8% das importações, que somaram US\$74,9 bilhões, e de 15,9% das exportações, que situaram-se em US\$102,4 bilhões. Considerando o desempenho acumulado nos oito primeiros meses de 2007, em relação ao mesmo período do ano anterior, a média diária das exportações de produtos básicos aumentou 24%; seguindo-se semimanufaturados, 15%; e manufaturados, 11,2%. O desempenho das importações acumuladas no ano, até agosto, ratifica o processo de retomada do nível da atividade da economia brasileira, registrando-se aumentos significativos, em relação ao mesmo período de 2006, nas aquisições relativas a todas as categorias de uso final. De acordo com a Funcex, o aumento de 15,9% registrado no valor exportado no período de janeiro a agosto de 2007, em relação ao mesmo período de 2006, evidenciou elevações de 9% nos preços e de 6,8% no *quantum* exportado, enquanto a elevação de 27,8% observada no valor das importações resultou de elevações de 4,4% nos preços e de 22,5% no *quantum* importado.

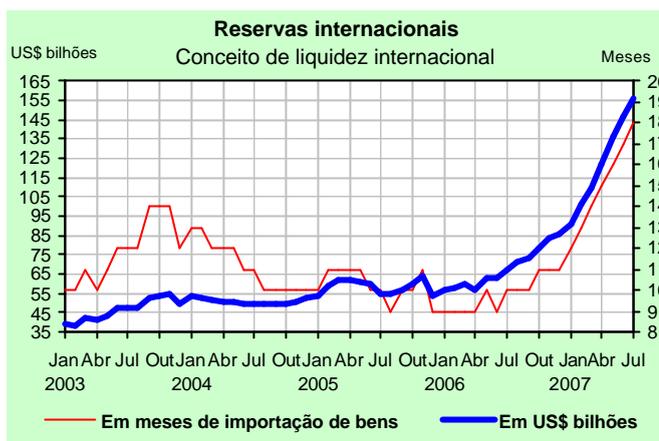
10. O superávit em transações correntes atingiu US\$10,6 bilhões nos doze meses encerrados em agosto de 2007, equivalendo a 0,9% do PIB, ante US\$13,4 bilhões no período correspondente no ano anterior, 1,34% do PIB. O resultado em transações correntes segue elevado, refletindo, por um lado, a redução do déficit na conta de rendas e o desempenho comercial estável, e, em sentido inverso, o aumento das remessas líquidas na conta de serviços. As remessas líquidas de serviços somaram US\$7,8 bilhões e as de rendas, US\$17,5 bilhões, registrando, na ordem, aumento de 26,5% e redução de 4,7%, em relação ao período equivalente de 2006.



11. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED) somaram US\$26,5 bilhões nos primeiros oito meses do ano, ante US\$10,2 bilhões no período correspondente do ano anterior. Se considerados valores acumulados em doze meses, verifica-se trajetória de expansão dos IED, totalizando US\$35,1 bilhões em agosto, maior valor da série. Os ingressos líquidos em participação no capital atingiram US\$19,3 bilhões no ano, até agosto, e os empréstimos intercompanhias, US\$7,2 bilhões. Os investimentos estrangeiros em carteira registraram superávit de US\$1,6 bilhão em agosto, totalizando US\$33,3 bilhões em oito meses. Os investimentos em *portfólio* negociados no país, ações e títulos de renda fixa, apresentaram ingressos líquidos de US\$1,2 bilhão, no mês, e de US\$26,6 bilhões no ano.



12. As reservas internacionais cresceram US\$75,3 bilhões nos primeiros oito meses de 2007, totalizando US\$161,1 bilhões. Nesse período, as compras do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$67 bilhões. Entre as operações externas, sobressaíram os desembolsos de US\$2,9 bilhões em bônus da República, enquanto as amortizações, relativas a *Mydfa*, totalizaram US\$69 milhões. Ocorreram, ainda, receitas de US\$3,8 bilhões com a remuneração das reservas e despesas de juros de US\$22 milhões, dos quais US\$17 milhões pagos ao FMI, US\$4 milhões referentes a *Mydfa* e US\$1 milhão relativos a Organismos. As demais operações geraram aumento de estoque de US\$1,7 bilhão.



## B. Política Monetária no segundo trimestre de 2007

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o segundo trimestre de 2007.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$113,2 bilhões em junho, com expansão de 1,7% no mês e de 20,7% em 12 meses. O papel-moeda emitido alcançou R\$77,6 bilhões, resultando em elevação de 2% no mês e de 21,3% em relação a junho do ano anterior. As reservas bancárias atingiram R\$35,6 bilhões, expandindo 1,1% no mês e 19,5% em 12 meses.

15. O saldo da base monetária ampliada em final de período, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, avançou 22,6% nos 12 meses encerrados em junho, alcançando R\$1,52 trilhão, no conceito de saldos em final de período. Esta expansão resultou do aumento de 22,2% da base restrita, combinada com as elevações de 23,1% no saldo de títulos públicos federais e de 16,2% nos depósitos compulsórios em espécie.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	131,3-177,6	15,4	162,6	21,5
Base restrita <sup>3/</sup>	94,5-127,8	18,5	113,2	20,7
Base ampliada <sup>4/</sup>	1331,8-1563,4	17,0	1517,4	22,6
M4 <sup>4/</sup>	1402,7-1897,8	17,1	1726,8	22,5

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$162,6 bilhões em junho, correspondendo a uma expansão de 2,5% no mês e 21,5% em 12 meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$63 bilhões, implicando aumentos de 1,7% no mês e 20,1% em 12 meses. Os depósitos à vista alcançaram R\$99,6 bilhões, com acréscimos de 3% e de 22,4% nas mesmas bases de comparação.

17. O agregado monetário M4, em final de período, registrou expansão mensal de 1,7% em junho, totalizando R\$1,73 trilhão. O incremento em 12 meses atingiu 22,5%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista no segundo trimestre de 2007, representado pela colocação líquida de R\$49 bilhões em títulos. No mercado primário, verificou-se colocações líquidas de R\$21,9 bilhões em títulos, resultado de emissões líquidas do mesmo valor do Tesouro Nacional, visto que o Banco Central não atuou neste mercado. No mercado secundário, houve impacto contracionista pela venda líquida de títulos no total de R\$27,1 bilhões.

19. Em abril, a maioria dos membros do Copom avaliou que, tendo em vista a extensão do processo de flexibilização já implementado, as incertezas remanescentes quanto aos impactos defasados do estímulo monetário já injetado na economia, o comportamento esperado dos outros fatores de sustentação do dispêndio, como o crescimento da renda, em um quadro de sólida expansão da demanda doméstica por bens e serviços transacionáveis e não transacionáveis, e de fortalecimento da atividade econômica, seria conveniente a manutenção do ritmo de redução da taxa básica de juros em 25 p.b. Diante disso, dando prosseguimento ao processo de flexibilização da política monetária, iniciado na reunião de setembro de 2005, o Copom decidiu, por quatro votos a três, reduzir a taxa Selic para 12,50% ao ano, sem viés. Em junho, o Copom avaliou que o comportamento mais benigno da inflação nos últimos meses, em contraste com as taxas mensais relativamente

elevadas que vinham persistindo desde o final de 2006, confirmava a convergência da inflação para a trajetória das metas. Adicionalmente, foi argumentado que a contribuição do setor externo para a consolidação de um cenário benigno para a inflação poderá ser maior do que a inicialmente contemplada, especialmente pela disciplina exercida sobre os preços de bens transacionáveis e por meio da ampliação dos investimentos, em ambiente de demanda aquecida. Tal contribuição estaria ampliando o escopo para que as taxas de crescimento da demanda agregada e da oferta doméstica voltem a se equilibrar em um prazo relevante para as decisões de política monetária, sem comprometer a convergência para a trajetória das metas de inflação. Diante disso, avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, naquele momento, reduzir a taxa Selic para 12% a.a., sem viés.

### **C. Política monetária no bimestre julho-agosto de 2007**

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$117,4 bilhões em agosto, com expansão de 0,8% frente a julho e de 22,3% em 12 meses. Nas mesmas bases de comparação, as reservas bancárias aumentaram 1,3% em relação ao mês anterior, e 30,5% em 12 meses, situando-se em R\$37,7 bilhões. O outro componente, papel-moeda emitido, expandiu 0,6% em relação a julho, e 18,8% em 12 meses, atingindo média do saldo diário de R\$79,7 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,56 trilhão em agosto, com aumentos de 0,8% no mês e de 22,5% em 12 meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 19,6% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie; de 14,6% na base restrita; e, de 23,4% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$169,9 bilhões em agosto, com expansão de 1,4% no mês e de 23,2% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$65,2 bilhões, apresentando expansão de 1,1% no mês e de 19,3% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$104,7 bilhões, com aumentos de 1,5% e 25,7%, considerando-se as mesmas bases de comparação.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$1,77 trilhão em agosto, registrando aumentos de 1% no mês e de 22% em 12 meses.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em contração monetária de R\$8,7 bilhões no bimestre julho-agosto, explicada exclusivamente pela atuação do Tesouro Nacional. As operações de títulos pelo Tesouro, no mercado primário, foram expansionistas em R\$35,6 bilhões, e no mercado secundário, contracionistas em R\$44,4 bilhões.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2007 e ocorridos no período julho/agosto<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	146,3-197,9	19,9	169,9	23,2
Base restrita <sup>3/</sup>	100,3-135,8	17,5	117,4	22,3
Base ampliada <sup>4/</sup>	1426,0-1674,0	20,1	1558,5	22,5
M4 <sup>4/</sup>	1537,6-2080,3	22,9	1769,0	22,0

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.

25. Em julho, o Copom avaliou que, desde sua última reunião, as influências de fatores externos e internos sobre o balanço de riscos para a trajetória esperada da inflação continuavam atuando em direções opostas. O setor externo, que vem contribuindo de forma importante para ampliar a oferta agregada, seguia exercendo influência predominantemente benigna sobre as perspectivas para a inflação, enquanto o ritmo de expansão da demanda doméstica representava riscos potenciais à dinâmica inflacionária. A maioria dos membros do Copom argumentou que a contribuição do setor externo para a consolidação de um cenário benigno para a inflação no horizonte de projeção, especialmente pela disciplina exercida sobre os preços de bens transacionáveis e por meio da ampliação dos investimentos, em ambiente de demanda aquecida, mitiga riscos presentes no cenário prospectivo para a inflação. Tal contribuição estaria ampliando o escopo para que as taxas de crescimento da demanda agregada e da oferta doméstica voltassem a se equilibrar em um prazo relevante para as decisões de política monetária, sem comprometer a convergência para a trajetória das metas de inflação. Diante disso, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 11,50% a.a., sem viés, por quatro votos a favor e três votos pela redução da taxa Selic em 0,25 p.p. Em setembro, o Copom avaliou que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentada, entre outros fatores, pelo impulso derivado do relaxamento da política monetária implementado neste ano, continuava podendo colocar riscos não desprezíveis para a dinâmica inflacionária. Adicionalmente, foi considerado que os últimos desdobramentos sugeriam que a contribuição do setor externo para consolidar um cenário inflacionário benigno poderia estar se tornando menos efetiva. Nesse contexto, o Copom, apesar de entender que diversos fatores respaldariam a decisão de manter a taxa de juros inalterada já nessa reunião, avaliou o cenário macroeconômico e considerou que, neste momento, o balanço dos riscos para a trajetória prospectiva da inflação ainda justificaria estímulo monetário adicional. Dessa forma, o comitê decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés.

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

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

#### D. Perspectivas para o 4º trimestre de 2007

26. A economia brasileira manteve-se em expansão no primeiro semestre de 2007, com o crescimento da demanda interna criando condições favoráveis para a retomada da produção e para a continuidade do aumento das importações, que vem constituindo-se em importante fator para o equilíbrio entre a oferta e a demanda. A indústria brasileira apresenta os melhores resultados desde 2004 e convive com o ciclo de crescimento mais longo desde o início dos anos 90, processo que deverá persistir, nos próximos meses, tendo em vista as expectativas dos empresários e o dinamismo das importações de bens de capital.

27. A recuperação dos investimentos reflete tanto as expectativas favoráveis dos empresários em relação à continuidade do crescimento da economia quanto o aumento da renda agrícola e as melhores condições de crédito. A evolução favorável dos investimentos, em ambiente de crescimento acentuado da absorção de bens de capital, viabiliza o crescimento da economia em bases sustentadas e sugere sua aceleração no médio e longo prazos. Entretanto, é possível que maior volatilidade financeira e certa elevação dos custos de financiamentos externos exerçam algum efeito de contenção sobre os investimentos agregados.

28. Em relação ao consumo, a evolução benigna dos mercados de crédito e de trabalho, não obstante o recuo marginal do crescimento da massa salarial real, em linha com o aumento dos preços dos gêneros alimentícios, tem garantido o aumento das vendas no comércio varejista. As expectativas para os próximos meses sugerem relativa acomodação no ritmo de crescimento do consumo, associada tanto à elevação menos acentuada observada na renda disponível, em decorrência do comportamento dos preços dos alimentos, quanto a eventuais reflexos, sobre a confiança dos consumidores, da crise nos mercados financeiros internacionais. Esse movimento, entretanto, não deverá exercer impacto relevante sobre o dinamismo da demanda interna, que deverá seguir sustentando a continuidade do crescimento da economia.

29. A evolução dos agregados monetários e a trajetória de crescimento das operações de crédito do sistema financeiro também evidenciam a continuidade da expansão da demanda interna. As condições mais favoráveis na oferta de crédito vêm estimulando a procura por recursos bancários, especialmente operações voltadas ao financiamento dos gastos de consumo. Nesse sentido, merecem destaque os crescimentos expressivos observados nas carteiras de crédito consignado, de aquisição de veículos, de arrendamento mercantil e de cartão de crédito. A demanda por crédito pelas pessoas jurídicas também se manteve crescente, mesmo em um contexto de consolidação das emissões primárias de títulos privados no mercado de capitais como fonte alternativa de financiamento de longo prazo. O crescimento do crédito não parece, até o momento, ter sido impactado de forma especialmente relevante nem pelo comportamento da inadimplência nem pelo aumento da volatilidade observado nos mercados nos últimos meses.

30. A condução da política fiscal permanece assegurando o cumprimento das metas para o ano e indicando sua continuidade nos exercícios seguintes. As atuais diretrizes da política fiscal, aliadas ao cenário macroeconômico benigno, particularmente no que se refere ao crescimento do produto e à condução da política monetária, constituem indicativos de manutenção da trajetória descendente da relação dívida/PIB. Assinale-se que a atual composição da dívida líquida, ao adicionar graus de liberdade à sua administração, neutraliza impactos originados de turbulências no ambiente econômico externo e, em consequência, evita a adoção de medidas fiscais mais restritivas em momentos de maior *stress*.

31. A evolução das contas externas segue mostrando solidez, a despeito do aumento da incerteza sobre o nível de atividade na economia global. Este cenário favorável é corroborado pelas projeções para o restante deste ano e para 2008, o que propicia graus de liberdade à gestão da política econômica. Os saldos da balança comercial, estimulados pela sustentação do dinamismo das exportações, permanecem expressivos, devendo alcançar, pelo terceiro ano consecutivo, o patamar de US\$40 bilhões, trajetória especialmente relevante tendo em vista o cenário de crescimento das importações, consistente com a aceleração do nível da atividade econômica. Nesse contexto, prossegue a ampliação da corrente de comércio do país, aumentando o grau de abertura da economia brasileira.

32. Esse desempenho da balança comercial permanece como o principal determinante dos seguidos superávits da conta corrente. Adicionalmente, a estabilização da inflação e a aceleração do crescimento da economia, indicativos do fortalecimento dos fundamentos macroeconômicos do país, continuam favorecendo o ingresso expressivo, em termos líquidos, de capitais sob a forma de investimentos estrangeiros diretos, ações e títulos de renda fixa negociados no país, contribuindo, juntamente com as transações correntes, para a manutenção de elevado superávit global no balanço de pagamentos.

33. O fortalecimento das contas externas tem favorecido a continuidade da política de ampliação das reservas internacionais, em conjunto com medidas para a redução do endividamento externo, a exemplo de recompras e emissões qualitativas no mercado internacional, inclusive com bônus denominados em reais, verificadas no primeiro semestre do ano. Ao longo do ano, os níveis de risco atribuído aos títulos brasileiros têm registrado mínimos históricos, mesmo em momentos de turbulência externa, criando-se as condições adequadas tanto para a obtenção do grau de investimento quanto para a consolidação de perspectivas favoráveis para o cenário macroeconômico no médio prazo.

34. Nesse cenário, a agência de risco *Moody's* concluiu o processo de revisão da classificação de risco de crédito da dívida soberana do país, elevando-a de Ba2 para Ba1, em moeda estrangeira. A classificação de risco do país está a um nível do *investment grade* pelas três maiores agências de avaliação, *Fitch*, *Moody's* e *Standard & Poors*. Tal avaliação reflete a melhoria observada no perfil de endividamento geral do governo, a antecipação de uma redução mais acelerada dos indicadores de endividamento do governo no futuro próximo e a esperada continuação de fortalecimento dos indicadores de dívida externa. O comunicado da agência reforçou que os fundamentos da economia brasileira estão mais robustos, em comparação aos de outras economias emergentes, no que se refere à capacidade de enfrentar conjunturas econômicas externas desfavoráveis, com ênfase na relevância da diversificação das exportações e no elevado nível das reservas internacionais.

35. A continuidade dos fluxos financeiros em patamar elevado sugere que o ambiente de maior volatilidade nos mercados financeiros internacionais ainda não impactou de forma relevante o resultado do balanço de pagamentos do Brasil. Ainda que os níveis de exposição ao risco e a liquidez dos investidores internacionais não retornem ao padrão vigente antes da crise no segmento *subprime* do mercado imobiliário norte-americano, a diferenciação dos bons fundamentos da economia brasileira deve continuar sustentando os ingressos de investimentos estrangeiros.

36. O comportamento dos preços nos últimos meses e o ritmo de crescimento da demanda interna sinalizam que a recente alta da inflação, inicialmente centrada em certos produtos alimentícios, já apresenta alguns sinais de elevações mais generalizadas. Assim, esse movimento de alta da inflação deve ser considerado com cautela no âmbito da política monetária, para que os seus efeitos pontuais sejam progressivamente dissipados, sem que haja disseminação sobre os demais preços da economia, haja vista o acentuado dinamismo do mercado interno.

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

37. A programação dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2007 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

**Quadro 3. Programação monetária para o ano de 2007<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	170,6-230,8	20,1
Base restrita <sup>3/</sup>	121,3-164,1	20,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	1496,6-1756,9	21,7
M4 <sup>4/</sup>	1620,3-2192,2	22,3

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.

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 em 20,1% para dezembro de 2007.



39. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial 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 a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 20,6% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2007.



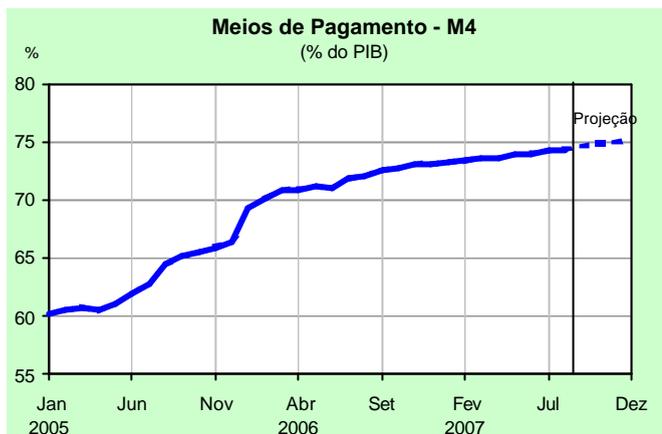
41. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 21,7% em dezembro de 2007.



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 22,3% em dezembro de 2007.



43. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do quarto trimestre de 2007, 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 julho/agosto de 2007, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2007.

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

Discriminação	2006		2007			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho/Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	167,2	17,4	169,9	23,2	200,7	20,1
Base restrita <sup>4/</sup>	118,3	20,3	117,4	22,3	142,7	20,6
Base ampliada <sup>5/</sup>	1 336,8	15,8	1 558,5	22,5	1 626,7	21,7
M4 <sup>5/</sup>	1 558,6	18,8	1 769,0	22,0	1 906,2	22,3

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/ Saldo em fim de período.

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

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

Discriminação	2006		2007			
			Julho/Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,413	-2,5	1,448	0,8	1,407	-0,4
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,354	3,8	0,360	3,7	0,355	0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,401	0,2	0,383	-3,3	0,398	-0,7
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,166	2,6	1,133	-0,6	1,172	0,5

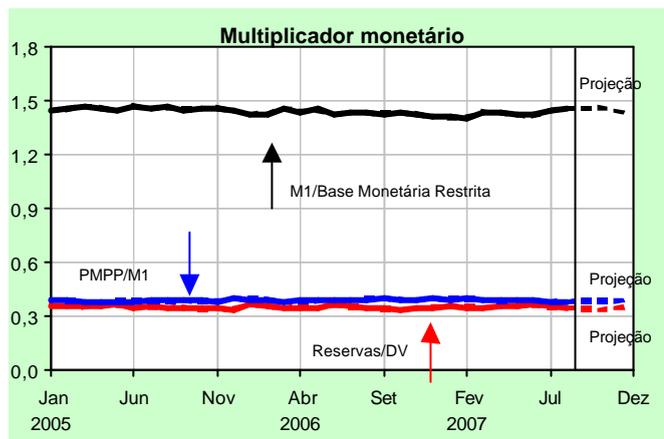
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



## Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	131,3-177,6	15,4	162,6	21,5
Base restrita <sup>3/</sup>	94,5-127,8	18,5	113,2	20,7
Base ampliada <sup>4/</sup>	1331,8-1563,4	17,0	1517,4	22,6
M4 <sup>4/</sup>	1402,7-1897,8	17,1	1726,8	22,5

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 terceiro trimestre de 2007 e ocorridos no período julho/agosto<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	146,3-197,9	19,9	169,9	23,2
Base restrita <sup>3/</sup>	100,3-135,8	17,5	117,4	22,3
Base ampliada <sup>4/</sup>	1426,0-1674,0	20,1	1558,5	22,5
M4 <sup>4/</sup>	1537,6-2080,3	22,9	1769,0	22,0

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 ano de 2007<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	170,6-230,8	20,1
Base restrita <sup>3/</sup>	121,3-164,1	20,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	1496,6-1756,9	21,7
M4 <sup>4/</sup>	1620,3-2192,2	22,3

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<sup>1/</sup>

Discriminação	2006		2007			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho/Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	167,2	17,4	169,9	23,2	200,7	20,1
Base restrita <sup>4/</sup>	118,3	20,3	117,4	22,3	142,7	20,6
Base ampliada <sup>5/</sup>	1 336,8	15,8	1 558,5	22,5	1 626,7	21,7
M4 <sup>5/</sup>	1 558,6	18,8	1 769,0	22,0	1 906,2	22,3

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/ Saldo em fim de período.

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

Discriminação	2006		2007			
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Julho/Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
			Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,413	-2,5	1,448	0,8	1,407	-0,4
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,354	3,8	0,360	3,7	0,355	0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,401	0,2	0,383	-3,3	0,398	-0,7
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,166	2,6	1,133	-0,6	1,172	0,5

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.