

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2008

Setembro – 2008



BANCO CENTRAL DO BRASIL

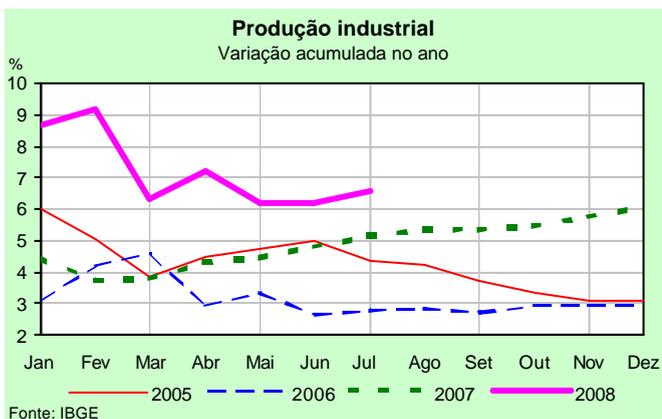
Programação Monetária para o quarto trimestre de 2008

A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2008

1. O PIB cresceu 6% no primeiro semestre de 2008, em relação ao mesmo período de 2007, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE. Ressalte-se, sob a ótica do produto, a evolução positiva generalizada dos componentes do produto agregado, enquanto a perspectiva da demanda revelou contribuição negativa de 2,5 p.p. do setor externo, contrastando com o dinamismo da demanda interna, que proporcionou impacto positivo de 8,5 p.p. para a expansão semestral do PIB. O consumo das famílias cresceu 6,7% no primeiro semestre do ano, em relação ao período correspondente de 2007, enquanto a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) aumentou 15,7%, maior taxa desde 1995, para o período, e o consumo do governo se elevou 5,6%. A contribuição negativa do setor refletiu os aumentos respectivos de 1,6% e 22,4% registrados pelas exportações e importações, no período, trajetória consistente com a continuidade do ritmo de expansão da atividade econômica. O exame sob a ótica do produto revelou crescimento de 6,3% na indústria, seguindo-se os resultados do setor de serviços, 5,3%, e da agropecuária, 5,2%. Na margem, o PIB cresceu 1,6% no segundo trimestre do ano, em relação ao trimestre anterior, considerando dados dessazonalizados. Esse resultado, que se constituiu no décimo primeiro crescimento consecutivo nessa base de comparação, ratifica o desempenho de indicadores setoriais antecedentes e revela a continuidade da trajetória de crescimento da economia brasileira. Ressalte-se o aumento de 5,4% observado na FBCF, oitavo resultado positivo em seqüência, nesse tipo de comparação.



2. De acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE, a produção industrial aumentou 1,9% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando crescera 1%, na mesma base de comparação, registrando-se expansões de 1,7% na indústria de transformação e de 2,6% na extrativa. A segmentação da produção industrial por categorias de uso revela, ao contrário do



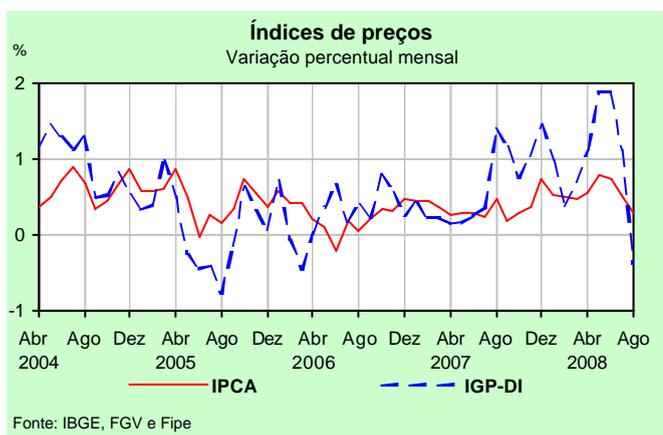
observado em períodos recentes, que a expansão registrada no trimestre esteve associada, em especial, aos crescimentos observados nas categorias de bens intermediários, 2,3%, e de bens de consumo semi e não duráveis, 2,4%. O menor dinamismo do desempenho das categorias de bens de consumo duráveis e de bens de capital, que vinham sustentando a trajetória expansionista da produção da indústria, esteve associado, em grande parte, à elevada base de comparação, que incorporava taxas de crescimento respectivas de 4,2% e 5% no trimestre encerrado em abril, relativamente ao finalizado em janeiro. Considerando dados observados, a produção da indústria, acumulada nos sete primeiros meses do ano, cresceu 6,6% em relação ao período correspondente de 2007.

3. Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), as vendas varejistas no conceito ampliado aumentaram 3,8% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, considerados dados dessazonalizados. Esse resultado refletiu elevações nas vendas de todos os segmentos do indicador, com ênfase nas referentes a equipamentos e materiais para escritório e comunicações, 5,4%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 4,5%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, perfumaria e cosméticos, 4,4%.



As vendas relativas a hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, evidenciando o aumento dos preços dos produtos comercializados no segmento, cresceram 2%, patamar inferior à média assinalada no comércio varejista. Ressalte-se que os segmentos onde as vendas vêm registrando melhores desempenhos se constituem naqueles em que a evolução dos preços têm apresentado crescimento menor. As vendas do comércio varejista ampliado elevaram-se 14,6% nos sete primeiros meses de 2008, em relação ao período correspondente do ano anterior, registrando-se desempenhos favoráveis em todas as grandes regiões do país.

4. O recuo registrado pelas taxas de inflação no trimestre encerrado em agosto, em relação ao período março a maio, pode ser observado tanto nos índices de preços ao consumidor, favorecidos, em especial, pelo arrefecimento nos preços da alimentação, quanto nos índices gerais de preços, que evidenciaram, em grande parte, a redução ocorrida nos preços internacionais das commodities agrícolas, no final do trimestre. Os índices gerais



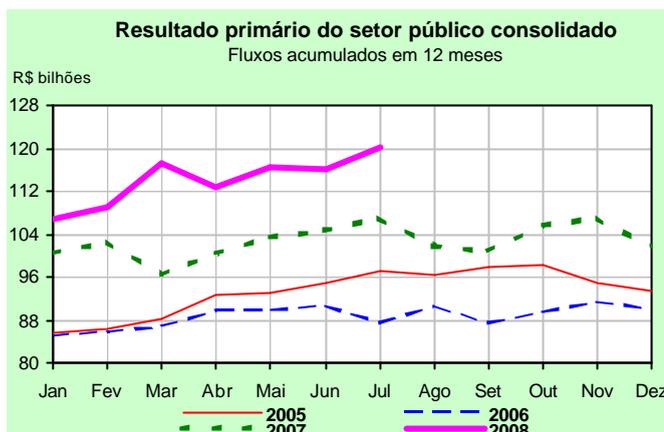
de preços, após apresentarem taxas de crescimento elevadas em junho e julho, registraram taxas negativas em agosto, primeira deflação desde maio de 2006. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) cresceu 2,64% no trimestre encerrado em agosto, ante 3,73% naquele finalizado em maio, resultado consistente com a evolução dos preços no segmento atacadista e no âmbito varejista. O IPCA aumentou 1,56% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,83% naquele finalizado em maio, refletindo arrefecimento dos preços livres e aceleração dos preços monitorados, responsáveis, na ordem, por 1,72 p.p. e 1,17 p.p. da variação do indicador, que apresentou variações mensais de 0,74% em junho; de 0,53% em julho; e, de 0,28% em agosto.

5. As condições do mercado de trabalho seguem favoráveis, registrando-se continuidade da tendência de redução na taxa de desemprego e substituição de empregos informais por postos com carteira assinada. Nesse cenário de maior formalização do mercado de trabalho, persiste, embora em ritmo menos intenso do que em períodos recentes, devido ao aumento das taxas de inflação, o movimento de ganhos de rendimentos reais. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME),



divulgada pelo IBGE, a taxa de desemprego média registrada nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela pesquisa atingiu 7,9% no trimestre terminado em julho, recuando 1,8 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. Esse recuo traduziu expansão da ocupação, haja vista que a oferta de mão de obra apresentou ligeira aceleração no período. O nível de emprego na área de abrangência da PME cresceu 4,4%, no período, com ênfase para a expansão de 3,6% registrada na taxa de ocupação. O número de trabalhadores com carteira assinada cresceu 8,9% nos sete primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007, enquanto o relativo aos trabalhadores sem carteira assinada do setor privado recuou 1,3%, proporcionando aumento de 2 p.p., para 44%, no nível de formalidade do mercado de trabalho, no período. O aumento da formalidade no mercado de trabalho é ratificado pelas estatísticas do Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), que registraram a criação de 1.564.606 postos de trabalho nos sete primeiros meses de 2008, recorde 27% superior ao anterior, registrado no período correspondente de 2004, com ênfase para a geração de 271.970 empregos com carteira assinada no setor agrícola.

6. O superávit primário do setor público consolidado alcançou R\$98,2 bilhões nos sete primeiros meses do ano, 0,51 p.p. do PIB superior ao registrado no mesmo período de 2007. Essa evolução refletiu o desempenho do Governo Central, cujo superávit primário cresceu 0,8 p.p. do PIB, no período, contrastando com os recuos respectivos de 0,16 p.p. e 0,13 p.p. do PIB assinalados nos resultados dos governos regionais e das empresas estatais. O desempenho do Governo Central



resultou da combinação do aumento do superávit do Governo Federal e da redução do déficit da Previdência Social, ambos condicionados por crescimentos das receitas. As receitas totais do Governo Central cresceram 16,7% nos sete primeiros meses de 2008, em relação ao período correspondente do ano anterior, resultado consistente com a intensificação do ritmo da atividade econômica, expressa nas expansões das receitas associadas ao IRPJ, 31,3%, e à CSLL, 36,3%. O déficit primário da Previdência Social reduziu-se em 0,42 p.p. do PIB nos primeiros sete meses de 2008, em relação ao mesmo período do ano anterior. A arrecadação líquida da Previdência cresceu 17,2%, impulsionada pelo aumento da massa salarial, e as despesas com benefícios previdenciários apresentaram redução de 0,23 p.p. do PIB no período. O crescimento nominal dessas despesas segue evidenciando a elevação no valor médio dos benefícios pagos, consequência dos reajustes no salário mínimo e nos benefícios com valores acima do piso; e a elevação na quantidade média mensal de benefícios, que alcançou 2,4% no período.

7. A apropriação de juros nominais por competência totalizou R\$106,8 bilhões nos sete primeiros meses do ano, 6,54% do PIB, elevando-se em 0,11 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2007. O déficit nominal do setor público, traduzindo este aumento e a ampliação do superávit primário, passou de R\$13,4 bilhões, 0,92% do PIB, nos sete primeiros meses de 2007, para R\$8,6 bilhões, 0,53% do PIB, no mesmo período de 2008, constituindo-se no melhor resultado da

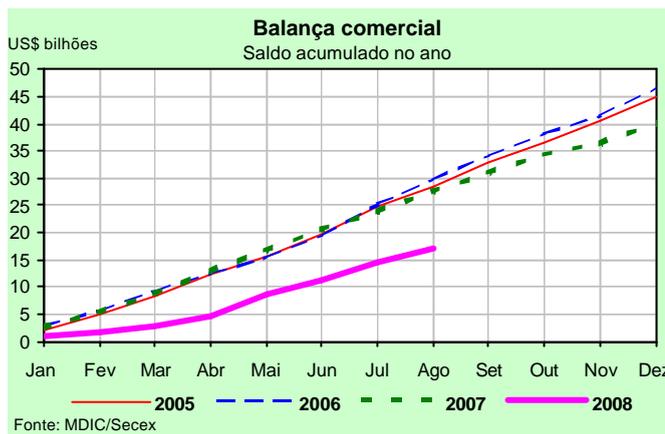


série iniciada em 1991. O déficit nominal no ano vem sendo financiado por expansões da dívida mobiliária, contrabalançadas, parcialmente, por reduções na dívida bancária; no financiamento externo; e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.192,2 bilhões em julho, 40,6% do PIB, reduzindo-se em 2,1 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2007. Por segmentos, as dívidas líquidas do Governo Central e dos governos regionais registraram reduções respectivas de 1,7 p.p. e de 0,4 p.p. do PIB, no período, enquanto os créditos líquidos das empresas estatais mantiveram-se estáveis. O recuo na relação DLSP/PIB observado ao longo do ano refletiu o impacto mais intenso associado à evolução favorável do superávit primário e ao efeito do crescimento do PIB valorizado, em relação ao inerente à incorporação dos juros nominais e ao ajuste decorrente da apreciação cambial ocorrida no período.

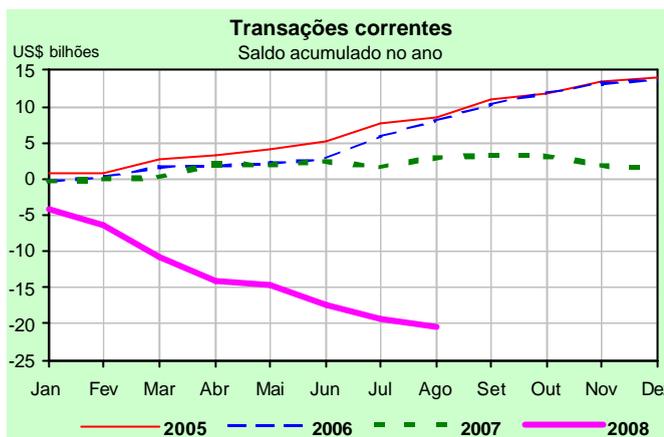


9. A balança comercial apresentou superávit de US\$2,3 bilhões, em agosto, com as exportações totalizando US\$19,7 bilhões e as importações, o recorde mensal de US\$17,5 bilhões. O superávit comercial acumulado nos oito primeiros meses do ano somou US\$16,9 bilhões, recuando 38,4% em relação ao mesmo período de 2007, reflexo de elevações de 27,7% nas exportações e de 52% nas importações, que totalizaram, na ordem, US\$130,8 bilhões e US\$113,9 bilhões.



As exportações médias diárias, desagregadas por categoria de fator agregado, apresentaram crescimento generalizado nos primeiros oito meses do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior. O valor das vendas diárias de produtos básicos cresceu 51,6%, seguindo-se os relativos a semimanufaturados, 28,5%; e a manufaturados, 14,5%. As importações médias diárias registraram valores recordes em todas as categorias de uso, no período de janeiro a agosto, evolução consistente com a expansão do nível da atividade econômica. O valor médio diário das compras externas cresceu 53,8%, em relação a igual período de 2007, impulsionadas pelo aumento de 85,3% nas aquisições de combustíveis e lubrificantes, assinalando-se que as importações de petróleo responderam por aproximadamente metade das compras desta categoria de uso. As importações de bens de consumo duráveis registraram a segunda maior expansão no período, seguindo-se as de bens de capital e de matérias-primas e produtos intermediários.

10. O déficit em transações correntes, acumulado em 12 meses, atingiu US\$21,9 bilhões em agosto, 1,45% do PIB, ante superávit de US\$8,7 bilhões, 0,71% do PIB, no período correspondente de 2007. Essa reversão refletiu a redução do saldo comercial e a aceleração do déficit nas contas de serviços e rendas, no período. O movimento registrado na análise em doze meses se repete quando considerados os oito primeiros meses do ano, período em que as transações correntes apresentaram déficit de US\$20,6 bilhões, ante superávit de US\$3 bilhões em igual período do ano anterior.



Esse resultado traduziu a redução de 38,4% observada no superávit da balança comercial e os aumentos respectivos de 35,6% e 52,9% assinalados nas remessas líquidas de serviços e de rendas, que somaram, na ordem, US\$11,2 bilhões e US\$28,8 bilhões, nos primeiros oito meses de 2008. A conta de rendas vem apresentando novo perfil, com aceleração das remessas líquidas de lucros e dividendos e redução das despesas líquidas de juros.

11. Os ingressos líquidos de IED somaram US\$34,6 bilhões nos primeiros oito meses do ano, registrando-se ingressos líquidos em participação no capital de US\$17,7 bilhões e empréstimos intercompanhias de US\$6,9 bilhões. Os ingressos líquidos de IED acumulados em doze meses somaram US\$32,7 bilhões em agosto, equivalendo a 2,17% do PIB. Os investimentos estrangeiros em *portfólio* totalizaram ingressos líquidos de US\$18,2 bilhões nos oito primeiros meses do ano, consideradas as remessas líquidas de US\$255 milhões relativas a ações de companhias brasileiras negociadas no país e as receitas líquidas de US\$15,7 bilhões relativas ao segmento de títulos de renda fixa negociados no país, ressaltando-se que esses fluxos sofreram redução acentuada a partir de abril, atribuída às alterações nas normas que regulam os investimentos em *portfólio*.



12. As reservas internacionais totalizaram US\$205,1 bilhões em agosto, elevando-se US\$24,8 bilhões em relação a dezembro de 2007. Ressaltem-se, no período, tanto as compras de US\$18,1 bilhões do Banco Central no mercado à vista de câmbio, quanto, entre as operações externas, os desembolsos de US\$525 milhões em bônus da República e de US\$150 milhões provenientes



do Bird, além das amortizações de US\$2,9 bilhões de bônus soberanos, incluindo-se US\$869 milhões referentes às operações de recompra de títulos da dívida externa, por parte do Tesouro Nacional. A receita líquida de juros atingiu US\$1,3 bilhão, resultante de despesas brutas de US\$3,6 bilhões com juros de bônus e de receitas de US\$4,9 bilhões com a remuneração das reservas. As liquidações de compras do Tesouro Nacional somaram US\$6,5 bilhões, enquanto as demais operações perfizeram receita de US\$1,1 bilhão.

B. Política Monetária no segundo trimestre de 2008

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 2008.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$131,1 bilhões em junho, com redução de 1,2% no mês e expansão de 15,8% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido alcançou R\$92,3 bilhões, elevando-se 1,3% no mês e 19% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$38,8 bilhões, recuando 6,6% no mês e expandindo 8,9% em 12 meses.

15. O saldo da base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, cresceu 12,9% nos 12 meses encerrados em junho, alcançando R\$1,71 trilhão. Esta expansão refletiu aumentos de 14,9% na base restrita; 11,8% no saldo dos títulos públicos federais; e de 27,2% nos depósitos compulsórios em espécie.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	164,0-221,9	18,7	186,3	14,6
Base restrita ^{3/}	113,3-153,3	17,8	131,1	15,8
Base ampliada ^{4/}	1 639,8-1 924,9	17,5	1 713,7	12,9
M4 ^{4/}	1 726,7-2 336,1	17,6	2 042,9	18,2

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

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

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

^{4/} Saldo em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$186,3 bilhões em junho, recuando 0,7% no mês e elevando-se 14,6% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$74,6 bilhões, aumentando 1,7% no mês e 18,4% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$111,7 bilhões, com redução de 2,2% e expansão de 12,1% nas mesmas bases de comparação.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$2,04 trilhões em junho, elevando-se 0,9% no mês e 18,2% em 12 meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$18,9 bilhões no segundo trimestre de 2008, resultante, principalmente, de resgates líquidos de R\$39,9 bilhões no mercado primário e de venda líquida de títulos de R\$21,5 bilhões no mercado secundário.

19. Em abril, o Copom considerou que havia se elevado a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas viessem a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda e do mercado de fatores, bem como a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais, poderiam ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. Esta percepção esteve fundamentada, em parte, na aceleração de certos preços no atacado, na trajetória dos núcleos de inflação e na rápida elevação das expectativas de inflação. Adicionalmente, foi avaliado que, ao longo dos próximos meses, o crescimento do crédito e a expansão da massa salarial real deveriam continuar impulsionando a atividade econômica, e que a esses fatores de sustentação da demanda deveriam ser acrescidos os efeitos das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais. Nesse contexto, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom – entendendo que a decisão de realizar, de imediato, parte relevante do movimento da taxa

básica de juros iria contribuir para a diminuição tempestiva do risco que se configura para o cenário inflacionário e, como consequência, para reduzir a magnitude do ajuste total a ser implementado – decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 11,75% a.a., sem viés. Em junho, o Copom avaliou que persistiam os riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA seguisse evoluindo de forma consistente com a trajetória das metas. Nesse contexto, dando prosseguimento ao processo de ajuste da taxa de juros básica iniciado na reunião de abril, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 12,25% ao ano, sem viés.

C. Política Monetária no bimestre julho-agosto de 2008

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$133,9 bilhões em agosto, recuando 0,5% no mês e aumentando 14,1% em 12 meses. As reservas bancárias recuaram 4,7% no mês e cresceram 2,2% em 12 meses, situando-se em R\$38,5 bilhões, enquanto o saldo médio do papel-moeda emitido apresentou aumentos respectivos de 1,2% e 19,7%, somando R\$95,4 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,75 trilhão em agosto, com aumentos de 0,3% no mês e de 12,1% em 12 meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 29% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie; 15,4% na base restrita; e 10,6% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$188 bilhões em agosto, com redução de 1% no mês e expansão de 10,1% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$76,9 bilhões, apresentando expansões de 1,1% no mês e de 17,9% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$111,1 bilhões, com redução mensal de 2,5% e expansão anual de 5,3%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$2,1 trilhões em agosto, registrando aumentos de 1,8% no mês e de 20% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2008 e ocorridos no período julho/agosto^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	176,5-238,8	18,1	188,0	10,1
Base restrita ^{3/}	123,8-167,4	18,2	133,9	14,1
Base ampliada ^{4/}	1 672,1-1 962,9	15,7	1 746,5	12,1
M4 ^{4/}	1 832,0-2 478,5	19,1	2 114,7	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, resultaram em expansão monetária de R\$8,6 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\$47,8 bilhões, e no mercado secundário, contracionistas em R\$39,8 bilhões.

25. Em julho, o Copom avaliou que, diante dos sinais de aquecimento da economia, como ilustravam a aceleração dos preços no atacado e a trajetória dos núcleos de inflação, e da rápida elevação das expectativas de inflação, eram relevantes os riscos para a 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 persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas vinham exacerbando o risco para a dinâmica inflacionária. Nessas circunstâncias, em que a política monetária deve atuar vigorosamente, enquanto o balanço dos riscos para a dinâmica inflacionária assim o requerer, por meio do ajuste da taxa básica de juros, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 13,00% ao ano, sem viés. Na reunião de setembro, parte do Comitê avaliou que, desde a última reunião, haviam se acumulado sinais de acentuada deterioração da atividade nas economias centrais, acarretando certa melhora nas perspectivas inflacionárias globais, em parte em função da queda dos preços de *commodities*. Esse cenário teria possíveis impactos contracionistas, inclusive por meio dos desdobramentos da desalavancagem financeira sobre as condições creditícias, que se somariam aos efeitos defasados da política monetária sobre a atividade econômica no país, com implicações para o cenário inflacionário prospectivo. Dessa forma, esses membros do Copom consideraram que seria mais apropriado, já neste momento, elevar a taxa básica em 50 p.b. A maioria do Comitê, entretanto, considerou que, em que pese a deterioração das perspectivas para o crescimento econômico mundial, os riscos para a materialização de um cenário inflacionário benigno no país não apresentaram ainda melhora suficientemente

convincente. Em particular, esses membros do comitê avaliaram que não haviam se acumulado sinais consistentes de redução do descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta, como evidenciava o uso intenso dos fatores produtivos, e que a ancoragem das expectativas à trajetória de metas precisaria ser reforçada. Nesse contexto, esses membros do Copom consideraram ser mais adequado incrementar a taxa básica em 75 p.b. Assim, o Copom decidiu elevar a taxa Selic para 13,75% ao ano, sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
18.1.2006	-	17,25
8.3.2006	-	16,50
19.4.2006	-	15,75
31.5.2006	-	15,25
19.7.2006	-	14,75
30.8.2006	-	14,25
18.10.2006	-	13,75
29.11.2006	-	13,25
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

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

D. Perspectivas para o quarto trimestre de 2008

26. O desempenho, na margem e nas comparações com iguais períodos de 2007, tanto da atividade industrial quanto das vendas do comércio varejista e do Produto Interno Bruto (PIB), ainda não evidencia redução do ritmo de crescimento da economia brasileira em relação ao padrão observado em períodos recentes.

27. O crescimento da atividade persiste traduzindo o dinamismo da demanda interna e a contribuição negativa exercida pelo setor externo, em linha com as incertezas nos mercados financeiros internacionais e com a perda de dinamismo das economias maduras. No âmbito interno, a evolução do consumo tem refletido o crescimento da massa salarial, sustentada, em especial, pelo desempenho do emprego, que tende a manter-se em patamar elevado, bem como a ampliação das possibilidades de dispêndio derivada das operações de crédito e *leasing*, enquanto a expansão dos investimentos, em seqüência às elevações superiores a 10% registradas em 2006 e em 2007, permanece em ritmo intenso. Ressalte-

se que essa trajetória, tendo em vista os níveis de confiança do empresariado, tende a manter-se nos próximos meses.

28. As vendas varejistas registraram crescimento expressivo nos últimos meses, traduzindo a ocorrência de aumentos, disseminados em todas as regiões do país, tanto das vendas de bens duráveis quanto das relativas a bens semi e não duráveis. Este comportamento, que poderá refluir nos próximos meses, tendo em vista a menor atratividade das compras de bens financiados, em cenário de elevação das taxas de juros, reflete, em grande parte, a continuidade do ambiente favorável no mercado de trabalho, expressa na continuidade da tendência de redução na taxa de desemprego, acompanhada pela substituição de empregos informais por postos com carteira assinada.

29. Os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 16,2% no segundo trimestre de 2008, em relação ao mesmo período do ano anterior, representando o décimo oitavo trimestre consecutivo de expansão nessa base de comparação. Considerados dados dessazonalizados, os investimentos apresentaram crescimento de 5,4% em relação ao primeiro trimestre do ano. Adicionalmente, os investimentos elevaram-se 15,7% no primeiro semestre, em relação ao período correspondente de 2007, configurando o melhor resultado, nessa base de comparação, desde 1995. Ressalte-se que o dinamismo dos investimentos reflete, em parte, as expectativas favoráveis dos empresários em relação à trajetória da demanda interna, que segue como fator determinante do ritmo de crescimento da economia brasileira.

30. O mercado de crédito, refletindo a evolução do nível de atividade econômica, seguiu aquecido no trimestre encerrado em julho, contribuindo para a sustentação dos gastos de consumo das famílias e de investimento das empresas. Esse desempenho se mantém, em ambiente de inadimplência reduzida e estável, a despeito da elevação nas taxas de juros básicas observada desde abril, movimento acompanhado pela evolução dos custos de captação que estiveram condicionados, adicionalmente, pela persistente instabilidade nos mercados financeiros internacionais e pela deterioração das expectativas inflacionárias.

31. A demanda de crédito bancário por parte das pessoas jurídicas apresentou renovada robustez, favorecida pelo cenário mais restritivo em relação à captação de recursos no mercado de capitais e no exterior. A utilização do crédito bancário para atendimento das necessidades de capital de giro permaneceu relevante, com ênfase para o crescimento da participação relativa dos empréstimos contratados por empresas de pequeno e médio portes.

32. O crédito a pessoas físicas, embora registrasse taxas de crescimento significativas, apresentou sinais de desaceleração, trajetória consistente com a expansão menos vigorosa das operações do crédito consignado. Em sentido oposto, permaneceu expressivo o impulso associado aos financiamentos destinados à aquisição de veículos, com ênfase crescente nas operações de *leasing*.

33. Os superávits primários acumulados no ano e em doze meses situaram-se em patamar compatível com a meta estabelecida para 2008. Esses resultados decorreram, em especial, do desempenho da arrecadação no âmbito dos governos federal e regionais, que segue fortemente impulsionada pelo nível de atividade da economia. Ressalte-se, adicionalmente, a redução do déficit nas contas da previdência social, resultado da melhoria dos indicadores do emprego, da recuperação de créditos e da eficiência administrativa. Nesse ambiente, a relação DLSP/PIB mantém-se em trajetória declinante, em que pese o efeito da apreciação cambial sobre as reservas internacionais e a maior apropriação de juros sobre as dívidas atreladas a índices de preços.

34. A perspectiva favorável quanto à manutenção do dinamismo da atividade econômica, aliada à manutenção das metas estabelecidas no processo orçamentário, reforçam, portanto, as perspectivas de continuidade de melhora dos indicadores fiscais, trajetória esperada, igualmente, em relação aos indicadores de sustentabilidade externa que seguem traduzindo a posição externa fortalecida do país.

35. Após cinco anos seguidos de superávits, fato inédito na história econômica do país, o Brasil voltou a registrar déficit em transações correntes em 2008. Esse resultado, influenciado pela redução no saldo comercial e pelo aumento nas remessas líquidas de serviços e rendas, principalmente lucros e dividendos, tem sido financiado com os ingressos líquidos na conta financeira do balanço de pagamentos.

36. Relativamente a esse financiamento, nota-se redução de participação dos instrumentos de dívida externa, em contrapartida à utilização crescente dos investimentos estrangeiros diretos (IED) e em carteira. Os ingressos líquidos de IED, investimento de perfil mais longo, têm se mantido em patamar superior ao das remessas de lucros e dividendos, enquanto em relação ao mercado de capitais, que tem se ampliado e se transformado em importante instrumento de captação de recursos para as empresas, observa-se que o volume de ofertas iniciais de ações nos últimos anos está diretamente associado ao ingresso de recursos de estrangeiros, refletindo a percepção positiva das condições econômicas das empresas brasileiras.

37. O país manteve sua condição de solidez externa nos últimos meses, não obstante a deterioração do cenário internacional. Em agosto ocorreram ingressos líquidos no mercado cambial, revertendo as saídas líquidas observadas nos dois meses anteriores. Em setembro, as estatísticas parciais mantém a trajetória de captações líquidas. O nível das reservas internacionais permanece acima do patamar recorde de US\$200 bilhões, possibilitando a evolução favorável dos indicadores de sustentabilidade externa e a acentuada elevação das receitas de juros. A dívida externa vem mantendo relativa estabilidade em termos absolutos, e reduzindo sua participação relativa no passivo externo de maneira significativa.

38. Neste ambiente, o comportamento dos preços nos últimos meses, bem como as expectativas quanto à sua evolução, evidenciam que a incerteza relativa à trajetória da inflação começa a ser dissipada, ainda que persistam as pressões sobre os preços industriais no atacado e os de serviços. Essa evolução deve ser atribuída, em parte, à ação da política monetária, ainda que seja possível identificar no comportamento recente dos preços fatores pontuais relacionados a movimentos de acomodação de preços internacionais.

39. Nesse sentido, a melhora relativa nas perspectivas relacionadas à evolução dos preços, expressa pelas estimativas de mercado, também resulta, fundamentalmente, das ações de política monetária implementadas. Nos próximos meses, dissipadas as pressões pontuais sobre preços, o comportamento do nível da atividade passa a incorporar importância crescente para a sua dinâmica.

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

40. A programação dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2008 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 2008^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	191,6-259,3	7,1
Base restrita ^{3/}	136,0-184,1	11,4
Base ampliada ^{4/}	1 672,4-1 963,2	12,4
M4 ^{4/}	1 867,9-2 527,1	16,6

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.

41. 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 7,1% para dezembro de 2008.



42. 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.

43. 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 11,42% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2008.



44. 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

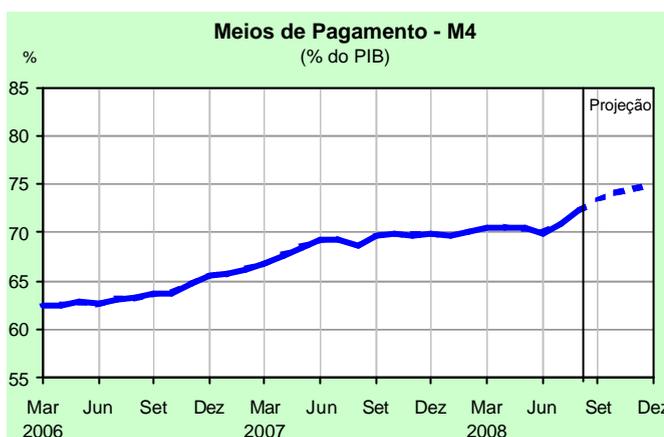


federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 12,4% em dezembro de 2008.

45. 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 15,5% em dezembro de 2008.



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



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

Discriminação	2007		2008			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho/Agosto		Ano ^{2/}	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	210,5	25,9	188,0	10,1	225,5	7,1
Base restrita ^{4/}	143,6	21,4	133,9	14,1	160,0	11,4
Base ampliada ^{5/}	1 616,6	20,9	1 746,5	12,1	1 817,8	12,4
M4 ^{5/}	1 884,8	20,9	2 114,7	20,0	2 197,5	16,6

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

47. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho/agosto de 2008, bem como

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2007		2008			
			Julho/Agosto		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,466	3,7	1,404	-3,4	1,409	-3,9
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,343	-3,1	0,347	-3,1	0,328	-4,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,377	-6,0	0,409	7,1	0,419	11,1
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,166	0,1	1,211	7,1	1,209	3,7

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

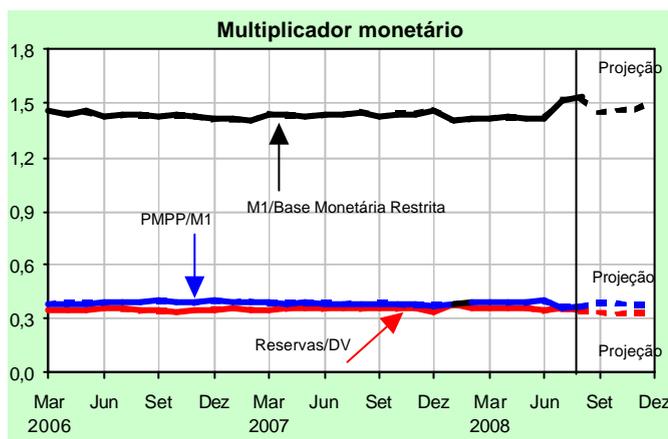
3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

os valores previstos para o quarto trimestre de 2008.

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

49. 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 2008.



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	164,0-221,9	18,7	186,3	14,6
Base restrita ^{3/}	113,3-153,3	17,8	131,1	15,8
Base ampliada ^{4/}	1 639,8-1 924,9	17,5	1 713,7	12,9
M4 ^{4/}	1 726,7-2 336,1	17,6	2 042,9	18,2

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldo em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2008 e ocorridos no período julho/agosto^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	176,5-238,8	18,1	188,0	10,1
Base restrita ^{3/}	123,8-167,4	18,2	133,9	14,1
Base ampliada ^{4/}	1 672,1-1 962,9	15,7	1 746,5	12,1
M4 ^{4/}	1 832,0-2 478,5	19,1	2 114,7	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/ Saldo em fim de período.

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

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	191,6-259,3	7,1
Base restrita ^{3/}	136,0-184,1	11,4
Base ampliada ^{4/}	1 672,4-1 963,2	12,4
M4 ^{4/}	1 867,9-2 527,1	16,6

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.

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

Discriminação	2007		2008			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho/Agosto		Ano ^{2/}	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	210,5	25,9	188,0	10,1	225,5	7,1
Base restrita ^{4/}	143,6	21,4	133,9	14,1	160,0	11,4
Base ampliada ^{5/}	1 616,6	20,9	1 746,5	12,1	1 817,8	12,4
M4 ^{5/}	1 884,8	20,9	2 114,7	20,0	2 197,5	16,6

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^{1/}

Discriminação	2007		2008			
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Julho/Agosto		Ano ^{2/}	
			Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,466	3,7	1,404	-3,4	1,409	-3,9
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,343	-3,1	0,347	-3,1	0,328	-4,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,377	-6,0	0,409	7,1	0,419	11,1
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,166	0,1	1,211	7,1	1,209	3,7

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.

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.