



# SENADO FEDERAL

## MENSAGEM Nº 58, DE 2012

(nº 310/2012, na origem)

Senhores Membros do Senado Federal,

Nos termos do § 1º do art. 6º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, encaminho a Vossas Excelências a Programação Monetária, de conformidade com a inclusa Exposição de Motivos do Banco Central do Brasil, destinada à Comissão de Assuntos Econômicos dessa Casa.

Brasília, 4 de julho de 2012.

A large, handwritten signature in black ink, appearing to read "Nelson Jobim", is positioned above a shorter, diagonal line. The signature is fluid and cursive, with a distinct flourish at the end.

EM nº 00031/2012 BACEN

Brasília, 29 de Junho de 2012

Excelentíssima Senhora Presidenta da República,

Encaminho à consideração de Vossa Excelência, de acordo com o que estabelece o art. 6º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a anexa Programação Monetária para o 3º trimestre de 2012, aprovada pelo Conselho Monetário Nacional em sessão de 28 de junho de 2012, para que seja enviada à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

Respeitosamente,

*Assinado eletronicamente por: Alexandre Antonio Tombini*

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

2012

Junho – 2012

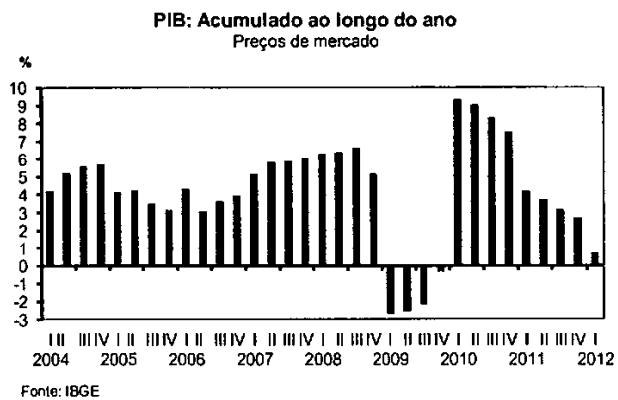


## Programação Monetária para o terceiro trimestre e para o ano de 2012

### A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2012

1. O PIB cresceu 0,2% no primeiro trimestre de 2012, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE.

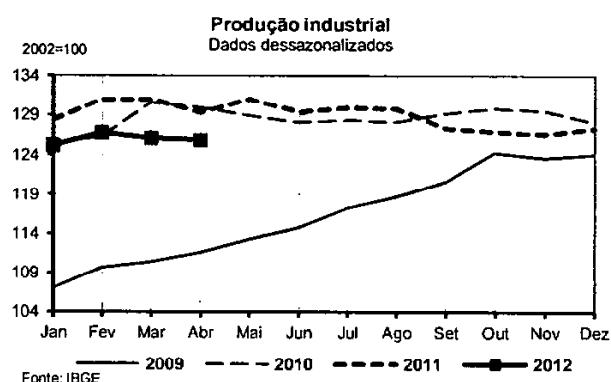
A análise sob a ótica da oferta revela variações respectivas de -7,3%, 1,7% e 0,6% no setor primário, na indústria e nos serviços, enquanto o exame dos



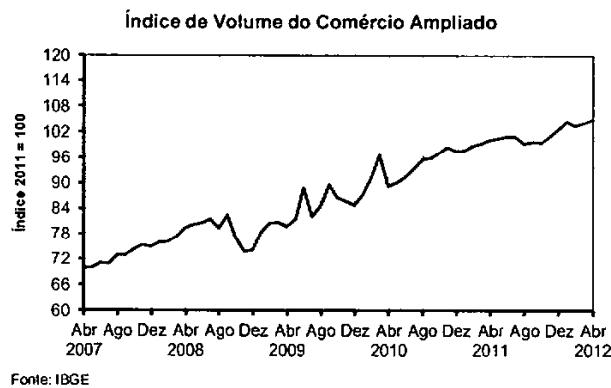
componentes da demanda indica que o consumo do governo e o consumo das famílias registraram aumentos trimestrais respectivos de 1,5% e 1%, contrastando com a retração de 1,8% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). No âmbito do setor externo, as importações aumentaram 1,1% e as exportações, 0,2%. O PIB registrou aumento de 0,8% em relação ao primeiro trimestre de 2011, resultado de variações, segundo a ótica da produção, de 1,6% nos serviços, -0,1% na indústria e de -8,5% na agropecuária, ressaltando-se que o resultado da indústria refletiu a retração de 2,6% na indústria de transformação, parcialmente neutralizada pelos crescimentos na produção e distribuição de eletricidade, gás e água, 3,6%, e na construção civil, 3,3%. No âmbito da demanda, o componente interno exerceu contribuição de 0,8 p.p. para o crescimento interanual do PIB, ante 1,7 p.p. no trimestre encerrado em dezembro de 2011, resultado de variações no consumo do governo, 3,4%; no consumo das famílias, 2,5%; e na FBCF, -2,1%. O setor externo, traduzindo aumentos respectivos de 6,3% e 6,6% nas importações e nas exportações, exerceu contribuição nula no período.

2. A produção física da indústria decresceu 0,1% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia recuado 1,3%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. No mesmo período, a indústria extrativa cresceu 1,5% e a de transformação registrou retração de 0,2%, com ênfase nas reduções nas

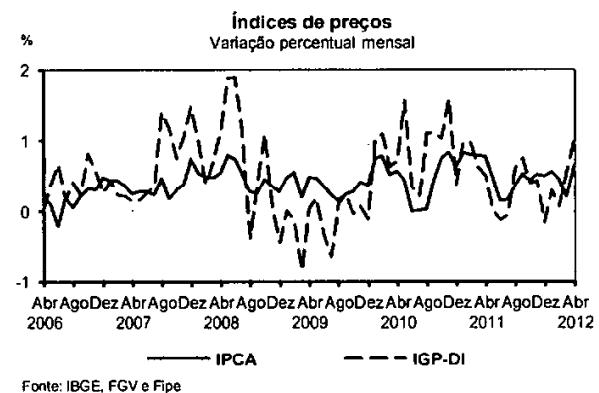
atividades fumo, 15,8%; diversos, 4,4%; e veículos automotores, 4,3%. Em oposição, ocorreram aumentos nas indústrias de calçados e couro, 8,4%; máquinas para escritório e equipamentos de informática, 5,4%; e refino de petróleo e álcool, 3,8%. A análise por categorias de uso revela que as indústrias de bens de consumo duráveis, bens de capital e de bens intermediários registraram recuos respectivos de 2,9%, 2,6% e 0,1%, no trimestre, contrastando com a expansão de 0,5% na produção de bens de consumo semi e não duráveis.



3. As vendas do comércio, em especial nos segmentos mais relacionados às condições do mercado de trabalho, seguem registrando dinamismo. Nesse contexto, o comércio ampliado cresceu 3% no trimestre encerrado em março de 2012, em relação ao finalizado em dezembro de 2011, quando haviam aumentado 1,1%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Ocorreram elevações nas vendas em nove dos dez segmentos pesquisados, ressaltando-se as relativas a hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 6,9%; material de construção, 6,1%; e outros artigos de uso pessoal e doméstico, 4,9%, contrastando com o recuo de 0,3% nas relacionadas a veículos e motos, partes e peças, mais sensíveis às condições do mercado de crédito. As vendas do comércio varejista, conceito que exclui os segmentos veículos, motos, partes e peças, e material de construção, registraram elevações respectivas de 4,1% e 1,4% nas bases de comparação mencionadas, destacando-se os aumentos trimestrais assinalados nas regiões Sul, 5,6%, e Nordeste, 5,4%.

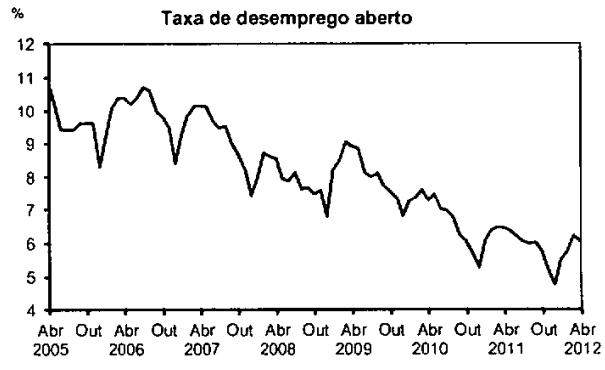


4. A variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, atingiu 2,51% no trimestre encerrado em maio, ante 0,21% naquele finalizado em fevereiro. O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), com peso de 60% no IGP-DI, variou 2,72% no trimestre, enquanto o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), com peso de 30%, e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) registraram variações respectivas de 1,64% e 3,16%. Considerados períodos de doze meses, o IGP-DI cresceu 4,8% em maio, ante 3,38% em fevereiro. A variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, atingiu 1,21% no trimestre encerrado em maio, ante 1,52% naquele terminado em fevereiro, resultado de desaceleração, de 1,74% para 1,28%, nos preços livres, e aceleração, de 0,92% para 0,97%, nos preços monitorados. A análise em doze meses revela que a variação do IPCA atingiu 4,99% em maio, ante 5,85% em fevereiro, resultado dos recuos nas variações dos preços livres, de 5,98% para 5,55%, e dos monitorados, de 5,48% para 3,49%.



Fonte: IBGE, FGV e Fipe

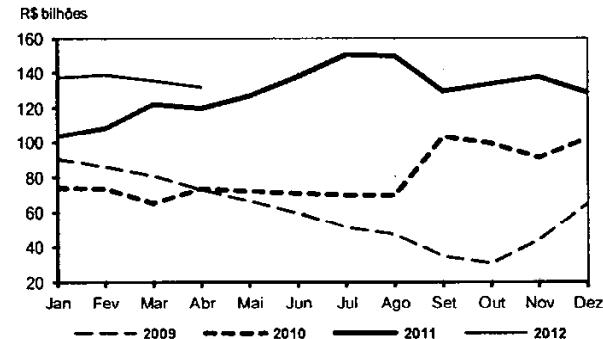
5. A taxa de desemprego, divulgada pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, que considera as seis principais regiões metropolitanas do país, atingiu 6,0% em abril de 2012. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, a taxa de desemprego registrou média de 5,7% no trimestre encerrado em abril, ante 5,6% naquele encerrado em janeiro, resultado de crescimento de 0,8% do pessoal ocupado e de 0,9% da população economicamente ativa (PEA).



Fonte: IBGE

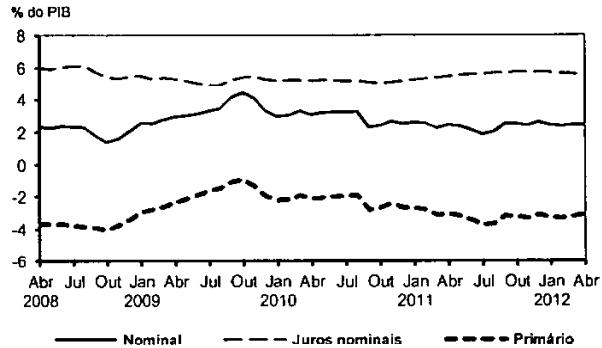
6. O superávit primário do setor público consolidado atingiu R\$60,2 bilhões (4,34% do PIB) no primeiro quadrimestre de 2012, ante R\$57,3 bilhões (4,43% do PIB) no mesmo período do ano anterior. Ocorreram aumento no superávit do Governo Central, recuo no relativo aos governos regionais e elevação no déficit das empresas estatais. A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$279,3 bilhões no período, elevando-se 11,7% (0,8 p.p. do PIB) em relação ao primeiro quadrimestre de 2011, enquanto as despesas do Tesouro Nacional somaram R\$153,8 bilhões, elevando-se 13,5% (0,6 p.p. do PIB) no período. O déficit da Previdência Social atingiu R\$15,2 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, registrando relativa estabilidade em relação ao mesmo período de 2011. A arrecadação líquida da Previdência, em linha com o crescimento da massa salarial, elevou-se 15,3%, enquanto os gastos com benefícios previdenciários, refletindo aumentos respectivos de 9,6% e 3,1% no valor médio dos valores pagos e na quantidade média mensal de benefícios pagos, cresceram 12,6%.

**Resultado primário do setor público consolidado**  
Fluxos acumulados em 12 meses



7. Os juros nominais totalizaram R\$76,2 bilhões (5,49% do PIB) no primeiro quadrimestre. O recuo de 0,59 p.p. do PIB em relação a igual intervalo de 2011 evidenciou, em especial, a trajetória decrescente da taxa Selic e a menor variação nos principais índices de preços no período, indicadores que incidem sobre parcela expressiva dos títulos federais, compo-

**Necessidades de financiamento do setor público**



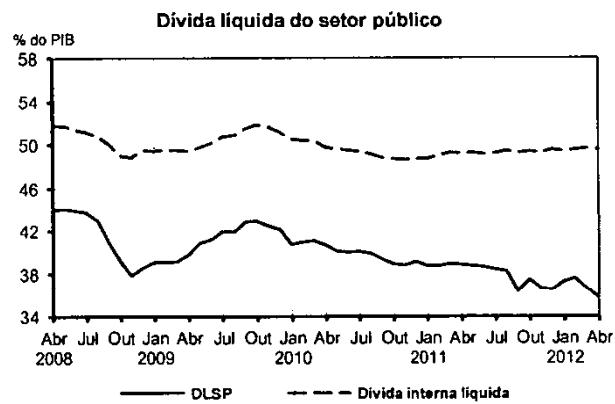
nente mais importante do endividamento. O déficit nominal do setor público atingiu R\$16 bilhões no primeiro quadrimestre de 2012 (1,15% do PIB), reduzindo-se 0,49 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2011. O financiamento desse déficit ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária, que refletiu, ainda, as reduções registradas no

financiamento externo líquido, na dívida bancária líquida e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

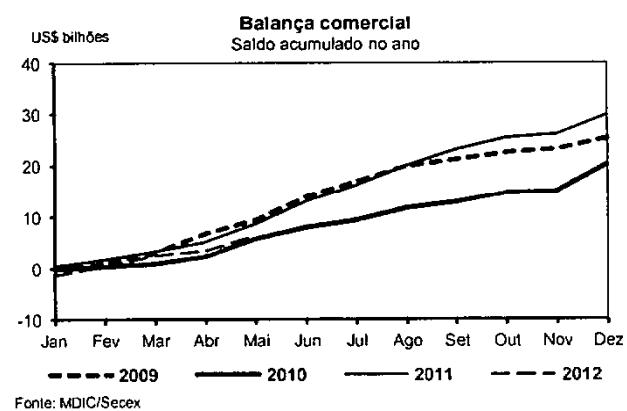
**8.** A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.514,6 bilhões (35,7% do PIB) em abril, reduzindo-se 0,7 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2011, com ênfase no

recesso de 0,4 p.p. registrado na esfera do Governo Central. A redução na relação DLSP/PIB evidenciou os impactos do superávit primário, 1,4 p.p. do PIB; do crescimento do PIB,

0,8 p.p.; da depreciação cambial registrada no período, 0,2 p.p.; e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,1 p.p., neutralizado, em parte, pelo efeito da apropriação de juros nominais, 1,8 p.p. do PIB. A composição da DLSP registrou, nos quatro primeiros meses de 2012, aumentos respectivos de 4,8 p.p. e 2,4 p.p. nas parcelas vinculadas a índices de preços e à taxa Selic, que atingiram, na ordem, 34,2% e 71,2% do total, e expansão de 4,7 p.p., para 43,5%, na parcela credora vinculada ao câmbio, esta evidenciando o impacto do aumento das reservas internacionais e da depreciação cambial.

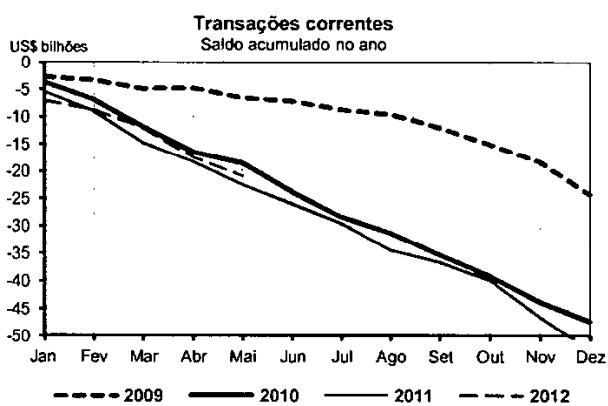


**9.** O superávit da balança comercial atingiu US\$6,3 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, recuando 26,5% em relação ao mesmo período de 2011. As exportações aumentaram 3,4% e as importações, 6,4%, totalizando US\$97,9 bilhões e US\$91,6 bilhões, respectivamente, no período. As exportações médias diárias cresceram 1,5%, resultado de elevações respectivas de 3,2% e 0,8% nas vendas externas de produtos manufaturados e de produtos básicos, e de recuo de 2,5% nas relativas a produtos semimanufa-

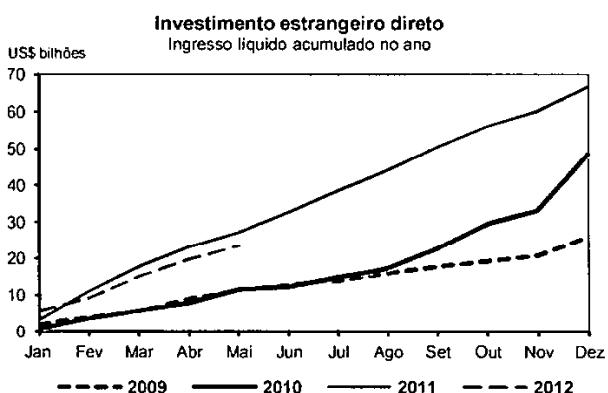


turados, enquanto a média diária das importações aumentou 4,4% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2011, com ênfase nas expansões nas aquisições de bens de consumo não duráveis, 13,7%, alavancadas pelas compras de têxteis e produtos farmacêuticos, e de combustíveis e lubrificantes, 11,8%, impactadas pelo aumento de 28,8% nas relativas a demais combustíveis e lubrificantes.

**10.** O déficit em transações correntes atingiu US\$20,9 bilhões nos cinco primeiros meses de 2012, ante US\$22,6 bilhões no mesmo período de 2011, totalizando US\$50,8 bilhões (2,05% do PIB) no intervalo de doze meses encerrado em maio. As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$16,3 bilhões, elevando-se 11,8% no período, com ênfase na expansão de 20,8%, para US\$7,7 bilhões, nas despesas líquidas com aluguel de equipamentos. As despesas líquidas de juros somaram US\$3,7 bilhões, ante US\$3,4 bilhões em igual período do ano anterior; as remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$8,4 bilhões, reduzindo-se 42,6% em relação a igual período de 2011; e as transferências unilaterais líquidas totalizaram US\$1,1 bilhão, recuando 24,8% no período. Os ingressos líquidos decorrentes de remessas para manutenção de residentes, refletindo o menor dinamismo das economias dos principais países de destino de migrantes brasileiros, somaram US\$509 milhões, recuando 7,3%, no período.

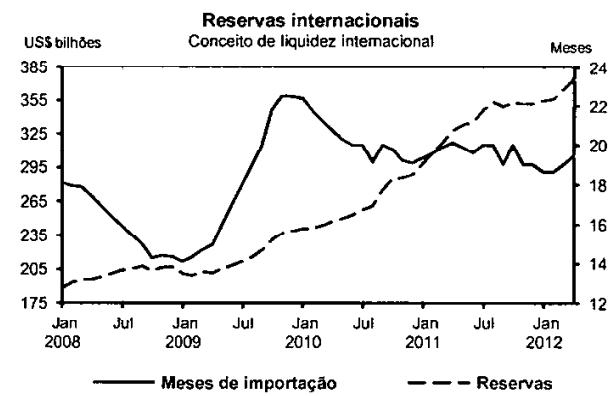


**11.** A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$39,5 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante US\$62 bilhões em igual intervalo de 2011. Os investimentos brasileiros diretos no exterior registraram retornos líquidos de US\$6,1 bilhões, elevando-se 134,3% no período, resultado de



amortizações de US\$8,1 bilhões de empréstimos intercompanhia e aumento de US\$2 bilhões na participação de capital de empresas subsidiárias no exterior. Os ingressos líquidos de IED somaram US\$23,3 bilhões, dos quais US\$19,2 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$4,1 bilhões a empréstimos intercompanhias. Os investimentos brasileiros em carteira registraram aplicações líquidas de US\$6,9 bilhões e os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$7 bilhões. Os bônus da República negociados no exterior apresentaram ingressos líquidos de US\$184 milhões, destacando-se a reabertura do Global 21, que resultou em captação de US\$825 milhões, e a emissão, em abril, do BRL 24, US\$1,7 bilhão. As amortizações somaram US\$2,3 bilhões. O Tesouro Nacional, em sequência à política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US\$1,5 bilhão de bônus no período, dos quais US\$1,2 bilhão referentes ao valor de face dos títulos e US\$298,1 milhões, ao ágio dessas operações.

**12.** As reservas internacionais totalizaram US\$372,4 bilhões em maio, aumentando US\$20,4 bilhões em relação a dezembro de 2011. Neste período, as compras líquidas do Banco Central de câmbio somaram US\$11,2 bilhões, no mercado à vista, e US\$7 bilhões, no mercado a termo; as receitas líquidas de juros totalizaram US\$367 milhões; e as demais operações, incluídas as liquidações de US\$3,6 bilhões em compras do Tesouro Nacional, atingiram US\$1,9 bilhão.



#### **B. Política monetária no primeiro trimestre de 2012**

**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 2012.

14. A base monetária restrita, consideradas médias dos saldos diários, atingiu R\$190,4 bilhões em março, variando -2,1% no mês e 5,3% em doze meses. O saldo médio de papel-moeda emitido somou R\$147,9 bilhões, variando -2,5% no mês e 9,1% em relação a março do ano anterior, enquanto as reservas bancárias totalizaram R\$42,5 bilhões, registrando recuos respectivos de 1% e 6%.

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 10,1% no período de doze meses encerrado em março, totalizando R\$2,7 trilhões. Esse resultado refletiu os aumentos ocorridos nos saldos da base restrita, 12,2%; e dos títulos públicos federais, 12,1%; e a redução de 3,1% observada nos depósitos compulsórios em espécie.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2012<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>	243,3 - 285,6	4,7	257,3	1,8
Base restrita <sup>3/</sup>	166,2 - 224,8	8,2	190,4	5,3
Base ampliada <sup>4/</sup>	2507,0 - 2943,0	9,1	2 749,1	10,1
M4 <sup>4/</sup>	3039,2 - 4111,9	13,8	3 718,7	18,4

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), consideradas médias dos saldos diários, somaram R\$257,3 bilhões em março, variando -1,5% no mês e 1,8% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$119,7 bilhões, recuando 1,7% no mês e elevando-se 9,9% em doze meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$137,5 bilhões, decrescendo 1,4% no mês e 4,3% em doze meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$3,7 trilhões, registrando aumentos de 2% no mês e de 18,4% 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\$53,7 bilhões no primeiro trimestre de 2012, resultante de resgates líquidos de R\$76,9 bilhões no mercado primário e de R\$951 milhões no extramercado, e de colocações líquidas de R\$131,6 bilhões, no mercado secundário.

19. Na reunião de janeiro, o Copom reconheceu um ambiente econômico em que prevalecia nível de incerteza muito acima do usual e ponderou que o cenário prospectivo para a inflação, desde sua última reunião, acumulava sinais favoráveis. O Comitê considerou, ainda, que a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre de 2011 havia sido maior do que se antecipava e que eventos recentes indicavam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia, naquele momento. Nesse contexto, em que o Copom atribuía elevada probabilidade à concretização de um cenário que contemplasse a taxa Selic se deslocando para patamares de um dígito, foi dado seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias e o Comitê decidiu reduzir a taxa Selic para 10,50% a.a., sem viés. Em março, o Copom ponderou que, desde a última reunião, o cenário central para a inflação havia evoluído, em linhas gerais, conforme esperado pelo Comitê, que, dessa forma, não detectava mudanças substantivas nas estimativas para o ajuste total das condições monetárias subjacente a esse cenário. À vista disso, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 9,75% a.a., sem viés.

### C. Política monetária no bimestre abril-maio de 2012

20. A média dos saldos diários da base monetária restrita somou R\$190,1 bilhões em maio, aumentando 0,3% em relação a abril e 7% em doze meses. As reservas bancárias totalizaram R\$42,1 bilhões, registrando estabilidade no mês e retração de 4,3% em doze meses, enquanto o saldo de papel-moeda emitido somou R\$148 bilhões, apresentando aumentos respectivos de 0,3% e 10,8%.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$2,8 trilhões em maio, elevando-se 0,4% no mês e 9,3% em doze meses. O resultado anual refletiu as variações observadas nos

depósitos compulsórios em espécie, -5%; na base restrita, 7,5%; e no estoque dos títulos públicos federais, 11,9%.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$258,9 bilhões em maio, aumentando 0,3% no mês e 3,6% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$119,8 bilhões, apresentando crescimentos respectivos de 0,4% e 10,9%, os depósitos à vista totalizaram R\$139,1 bilhões, variando 0,2% no mês e -1,9% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$3,8 trilhões em maio, registrando aumentos de 0,6% no mês e de 17,4% em doze meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2012 e ocorridos no período abril/maio<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>	242,9 - 285,1	5,1	258,9	3,6
Base restrita <sup>3/</sup>	165,8 - 224,3	8,4	190,1	7,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 570,7 - 3 017,7	7,8	2 776,7	9,3
M4 <sup>4/</sup>	3 188,6 - 4 314,0	15,6	3 769,5	17,4

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, apresentaram impacto contracionista de R\$2,4 bilhões no bimestre encerrado em maio. Ocorreram colocações líquidas de R\$20,7 bilhões no mercado primário e resgates líquidos de R\$18,3 bilhões no mercado secundário.

25. O Copom avaliou, nas reuniões de abril e de maio, que a desaceleração da economia brasileira no segundo semestre de 2011 foi maior do que se antecipava, e que a recuperação tem se materializado de forma bastante gradual; que eventos recentes indicavam postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia; e que a taxa de inflação, com o cenário central com que trabalha, se posicionava em torno da

meta em 2012. Nesse cenário, o Copom, considerando que permaneciam limitados os riscos para a trajetória da inflação e que, dada a fragilidade da economia global, a contribuição do setor externo tem sido desinflacionaria, deu seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias e reduziu a taxa Selic para 9,00% a.a., em abril, e para 8,50% a.a., em maio.

<b>Reunião do Copom</b>	<b>Aplicação do viés de baixa</b>	<b>Meta para a taxa Selic (% a.a.)<sup>11</sup></b>
24.01.2007	-	13,00
7.03.2007	-	12,75
18.04.2007	-	12,50
6.06.2007	-	12,00
18.07.2007	-	11,50
5.09.2007	-	11,25
17.10.2007	-	11,25
5.12.2007	-	11,25
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
20.7.2011	-	12,50
31.8.2011	-	12,00
19.10.2011	-	11,50
30.11.2011	-	11,00
18.1.2012	-	10,50
7.3.2012	-	9,75
19.4.2012	-	9,00
31.5.2012	-	8,50

<sup>11</sup>/ 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 2012**

26. O aprofundamento da crise europeia, a desaceleração na China e os temores quanto à sustentabilidade do ritmo de crescimento da economia dos EUA se traduziram, no decorrer do segundo trimestre do ano, em aumento do grau de incerteza e da aversão ao risco nos mercados financeiros. Esse cenário, que incorpora recuo dos preços das *commodities*, perda de vigor do comércio internacional e diminuição de riqueza nos mercados acionários, se traduz em dificuldade na rolagem da dívida soberana de países do bloco europeu com fragilidade fiscal.

27. Nas economias maduras, o aumento dos riscos para a estabilidade financeira, em ambiente de austeridade fiscal, tem provocado a manutenção dos mecanismos não convencionais de afrouxamento monetário e das taxas de juro oficiais em mínimas históricas, virtualmente nulas nos EUA e Japão. Em grande parte das economias emergentes, a diminuição da resiliência da demanda doméstica, o enfraquecimento da demanda externa e a continuidade do processo de desinflação global têm favorecido a preservação de políticas monetárias acomodatícias.

28. No Brasil, a trajetória de moderação no ritmo de expansão das operações de crédito, consistente com o ambiente de incertezas no cenário internacional e arrefecimento do nível da atividade econômica interna, poderá ser interrompida nos próximos meses, em resposta aos impactos das medidas de estímulo à economia adotadas recentemente e dos processos de redução das taxas de juros e de contenção dos índices de inadimplência.

29. O crescimento mais moderado das receitas públicas em relação às despesas, registrado no primeiro quadrimestre do ano, não impediu que o resultado fiscal do período fosse compatível com a meta de superávit primário estabelecida para o ano. Medidas de desoneração visando o maior dinamismo da atividade econômica podem manter o crescimento das receitas em patamar mais modesto, exigindo moderação maior no crescimento dos gastos, em especial de custeio. Vale ressaltar que a composição benigna de cumprimento integral da meta de superávit primário e a menor incorporação de juros nominais, em decorrência, principalmente, da trajetória da taxa Selic, contribuem para a

melhora na percepção de risco do país, contrastando com o ambiente internacional em que economias maduras enfrentam desafios importantes de ajuste fiscal.

30. A economia brasileira manteve ritmo de crescimento modesto no primeiro trimestre do ano, a despeito do desempenho favorável do mercado de trabalho e, principalmente, do consumo das famílias. Destaque-se a contribuição negativa do setor agropecuário para o crescimento econômico nesse começo de 2012, influenciada por significativas quebras de safra nas culturas de soja, arroz e fumo.

31. Os indicadores de atividade com periodicidade mensal evidenciaram, em abril e maio, a continuidade do ritmo moderado de crescimento da atividade. Ressalte-se que essa trajetória poderá ser alterada nos próximos meses, quando os efeitos defasados dos recentes estímulos monetários e fiscais tendem a sustentar a aceleração da atividade econômica. A concretização dessa perspectiva está condicionada a eventuais desdobramentos, em especial sobre as decisões internas de investimento, da intensificação das incertezas no cenário externo.

32. De forma consistente com o cenário descrito, o déficit em transações correntes manteve-se, nos cinco primeiros meses de 2012, em patamar semelhante ao registrado no período equivalente do ano anterior, resultado de recuo no superávit da balança comercial, aumento nos gastos líquidos com serviços e, em sentido oposto, retração nas remessas líquidas de renda, decorrente de menores saídas e maiores ingressos de lucros e dividendos. O déficit foi financiado integralmente pelos fluxos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED), ressaltando-se, no âmbito da conta financeira, que os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações somaram US\$4,2 bilhões de janeiro a maio de 2012, ante US\$6,2 bilhões em todo o ano de 2011.

33. Nesse ambiente, as taxas de inflação apresentaram comportamento distinto no trimestre finalizado em maio, ocorrendo arrefecimento dos preços ao consumidor e aceleração dos índices gerais. A desaceleração registrada nos preços ao consumidor traduziu, em especial, a redução das pressões no segmento de preços livres, notadamente dos grupos alimentação e educação, esse evidenciando o esgotamento do impacto dos reajustes anuais das mensalidades escolares. A aceleração dos índices gerais de preços re-

fletiu as elevações nos preços industriais e agrícolas, pressionados, em parte, pela recente depreciação cambial.

34. As taxas de inflação ao consumidor acumuladas em doze meses seguiram em redução. Considerando o baixo repasse em períodos recentes, as elevações observadas nos preços no atacado nos últimos meses deverão exercer impacto limitado sobre os preços ao consumidor, favorecendo a continuidade da convergência de sua trajetória para a meta estipulada para a inflação.

#### **E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o terceiro trimestre e para o ano de 2012.**

35. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre de 2012 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 2012<sup>1/</sup>**

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	246,7 - 289,6	5,8	274,5 - 322,2	6,4
Base restrita <sup>3/</sup>	169,2 - 228,9	8,0	190,3 - 257,5	8,7
Base ampliada <sup>4/</sup>	2654,5 - 3116,1	9,4	2719,8 - 3192,8	10,2
M4 <sup>4/</sup>	3302,7 - 4468,4	14,9	3380,1 - 4573,1	12,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

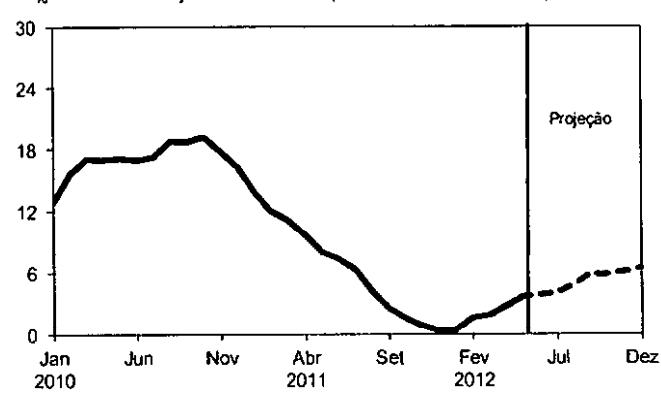
2/ Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

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 diários dos meios de pagamento

**Meios de pagamento - M1**  
Variação em 12 meses (média dos saldos diários)

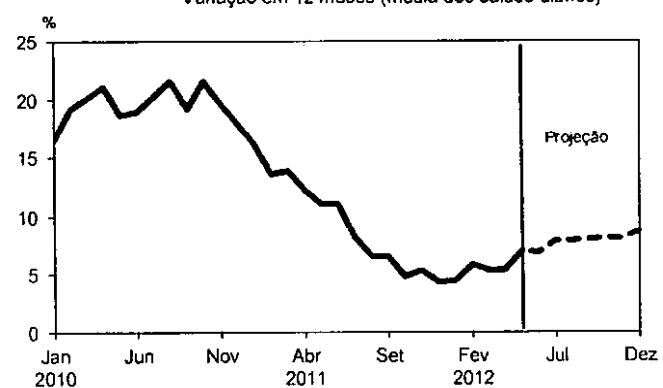


foi estimada em 5,8% para setembro e em 6,4% para dezembro de 2012.

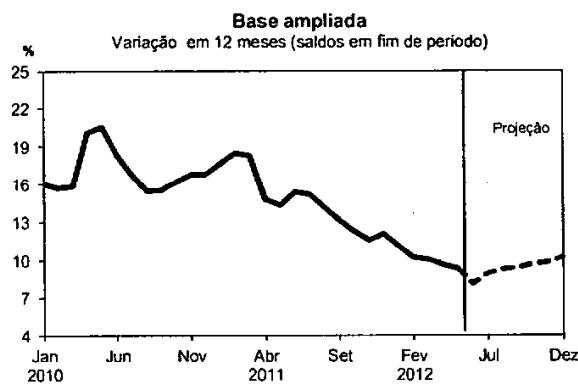
37. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições do imposto de renda.

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% em setembro e de 8,7% em dezembro de 2012.

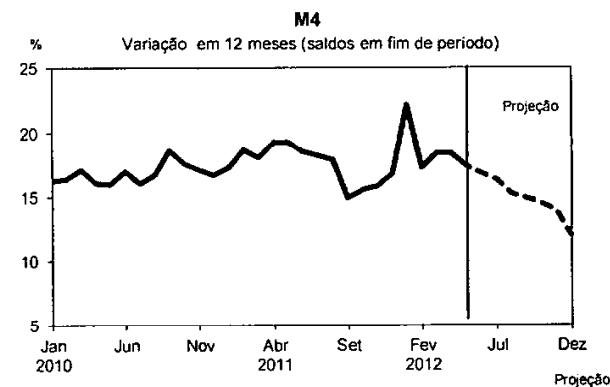
**Base monetária restrita**  
Variação em 12 meses (média dos saldos diários)



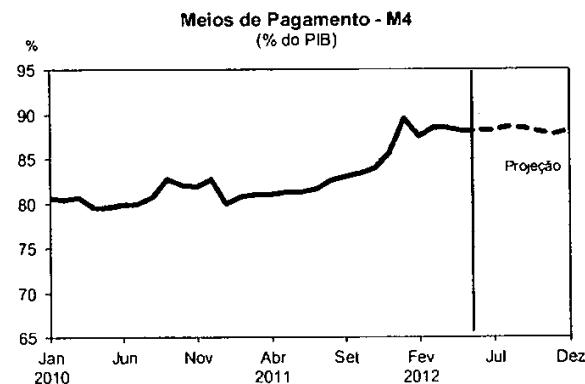
39. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variações em doze meses de 9,4% em setembro e de 10,2% em dezembro de 2012.



40. 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 doze meses esperado para o M4 atinge 14,9% em setembro e 12% em dezembro de 2012.



41. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar, em 2012, estabilidade em relação à registrada ao longo de 2011, 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 2012, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre e para o ano de 2012.

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

Discriminação	2012		2012 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	258,9	3,6	268,1	5,8	298,3	6,4
Base restrita <sup>4/</sup>	190,1	7,0	199,0	8,0	223,9	8,7
Base ampliada <sup>5/</sup>	2 776,7	9,3	2 885,3	9,4	2 956,3	10,2
M4 <sup>5/</sup>	3 769,5	17,4	3 885,6	14,9	3 976,6	12,0

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<sup>1/</sup>**

Discriminação	2012		2012 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio <sup>1/</sup>		Terceiro Trimestre		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>	1,362	-3,2	1,347	-2,0	1,332	-2,1
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,303	-2,4	0,309	1,7	0,318	5,2
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,463	6,7	0,468	4,0	0,471	2,4
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,358	7,4	1,347	5,1	1,345	1,7

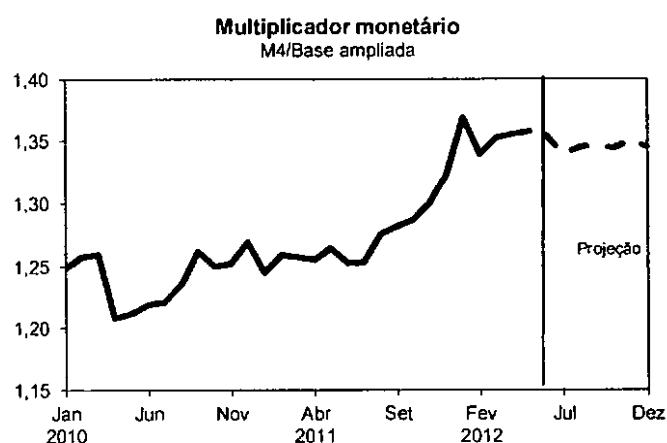
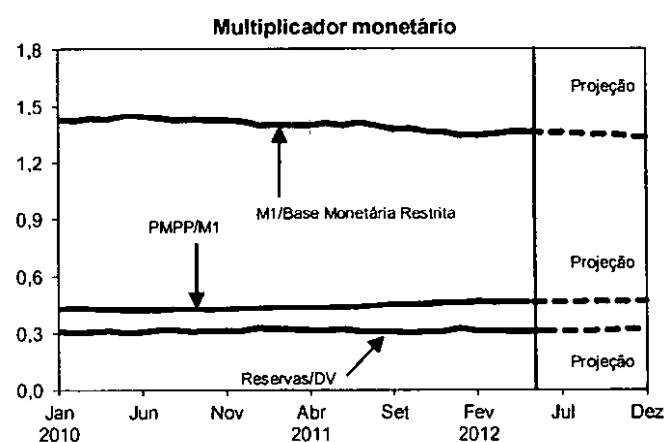
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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 2012.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2012<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>	243,3 - 285,6	4,7	257,3	1,8
Base restrita <sup>3/</sup>	166,2 - 224,8	8,2	190,4	5,3
Base ampliada <sup>4/</sup>	2507,0 - 2943,0	9,1	2 749,1	10,1
M4 <sup>4/</sup>	3039,2 - 4111,9	13,8	3 718,7	18,4

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2012 e ocorridos no período abril/maio<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>	242,9 - 285,1	5,1	258,9	3,6
Base restrita <sup>3/</sup>	165,8 - 224,3	8,4	190,1	7,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	2 570,7 - 3 017,7	7,8	2 776,7	9,3
M4 <sup>4/</sup>	3 188,6 - 4 314,0	15,6	3 769,5	17,4

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

**Quadro 3. Programação monetária para o terceiro trimestre e para ano de 2012<sup>1/</sup>**

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	246,7 - 289,6	5,8	274,5 - 322,2	6,4
Base restrita <sup>3/</sup>	169,2 - 228,9	8,0	190,3 - 257,5	8,7
Base ampliada <sup>4/</sup>	2654,5 - 3116,1	9,4	2719,8 - 3192,8	10,2
M4 <sup>4/</sup>	3302,7 - 4 468,4	14,9	3380,1 - 4573,1	12,0

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<sup>1/</sup>**

Discriminação	2012		2012 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	258,9	3,6	268,1	5,8	298,3	6,4
Base restrita <sup>4/</sup>	190,1	7,0	199,0	8,0	223,9	8,7
Base ampliada <sup>5/</sup>	2 776,7	9,3	2 885,3	9,4	2 956,3	10,2
M4 <sup>5/</sup>	3 769,5	17,4	3 885,6	14,9	3 976,6	12,0

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<sup>1/</sup>**

Discriminação	2012		2012 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio <sup>1/</sup>		Terceiro Trimestre		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>	1,362	-3,2	1,347	-2,0	1,332	-2,1
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,303	-2,4	0,309	1,7	0,318	5,2
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,463	6,7	0,468	4,0	0,471	2,4
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,358	7,4	1,347	5,1	1,345	1,7

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.

## 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 agrupa 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.

Aviso nº 569 - C. Civil.

Em 4 de julho de 2012.

A Sua Excelência o Senhor  
Senador CÍCERO LUCENA  
Primeiro Secretário do Senado Federal

Assunto: Programação Monetária.

Senhor Primeiro Secretário,

Encaminho a essa Secretaria Mensagem da Excelentíssima Senhora Presidenta da República destinada à Comissão de Assuntos Econômicos, contendo a Programação Monetária.

Atenciosamente,



GLEISI HOFFMANN  
Ministra de Estado Chefe da Casa Civil  
da Presidência da República

(À Comissão de Assuntos Econômicos)

Publicado no DSF, em 10/07/2012.