

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico - DEPEC

Programação Monetária

2005

Março – 2005

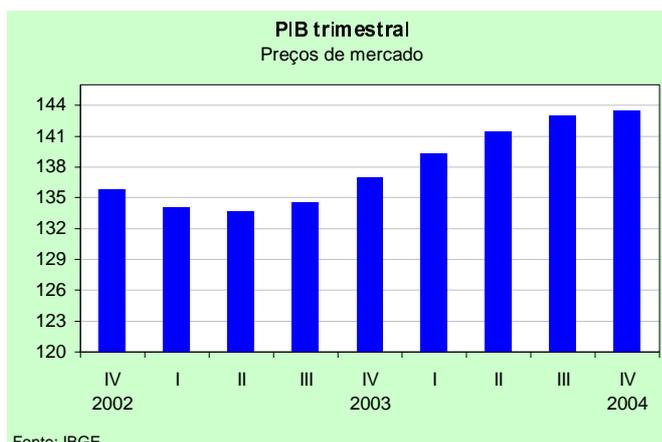


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o segundo trimestre e para o ano 2005

A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2005

1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 5,2% em 2004, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a maior taxa anual registrada desde 1994, quando atingiu 5,9%. Esse resultado refletiu a recuperação da demanda interna e a continuidade do desempenho positivo do comércio exterior. Nesse contexto, no ano, o consumo das famílias e a formação bruta de capital fixo aumentaram 4,3% e 10,9%, respectivamente, as exportações cresceram 18% e as importações, 14,3%. Do crescimento de 5,2% do PIB em 2004, 4,1 p.p. decorreram da evolução da demanda interna e 1,1 p.p. do setor externo. No quarto trimestre, o PIB cresceu 0,4% em relação ao trimestre anterior, considerada a série com ajuste sazonal, ratificando a moderação no ritmo de crescimento da economia sinalizada por indicadores produtivos setoriais. Nessa mesma base de comparação, o PIB havia registrado taxas de 1,8%, 1,5% e 1,1% nos três primeiros trimestres de 2004, respectivamente.



Fonte: IBGE

2. A produção industrial aumentou 8,3% em 2004, relativamente ao ano anterior. Esse crescimento superou desempenhos anuais expressivos do setor, como os registrados em 1993, de 7,5% e em 1994, de 7,6%, configurando-se como o maior desde 1986, quando a taxa de crescimento do setor atingiu 10,9%. A produção de bens de consumo duráveis experimentou o maior crescimento no ano, 21,8%, inferior apenas ao alcançado em 1993; a produção de bens de capital elevou-se 19,7%, taxa mais alta desde 1986, enquanto a produção de bens intermediários aumentou 7,4% e a de bens de consumo não duráveis, 4%. Os primeiros resultados para a indústria em 2005 evidenciam a continuidade do processo de expansão, com acomodação no ritmo de crescimento. Segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF) do IBGE, a produção do setor industrial registrou taxa de crescimento trimestral de 0,4% em janeiro de 2005, ante 1,6% em outubro e 3,7% em julho.

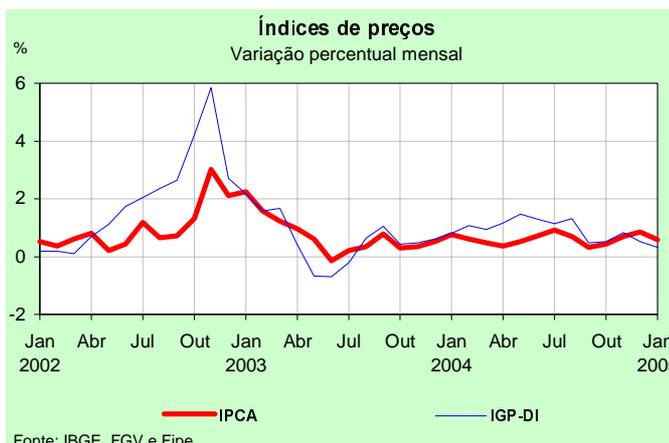


Fonte: IBGE

3. As vendas do comércio varejista, após relativa estabilidade no terceiro trimestre de 2004, voltaram a apresentar dinamismo nos últimos meses do ano e no início de 2005. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o Índice de Volume de Vendas no Varejo aumentou 9,2% em 2004, maior crescimento do setor desde 2000, quando se iniciou a pesquisa de âmbito nacional. Embora a expansão das vendas nos segmentos de bens duráveis e semiduráveis, mais sensíveis às condições de crédito, tenha se destacado em 2004, a evolução do consumo de bens não duráveis condicionada, principalmente, à ampliação da renda, também foi expressiva no ano.



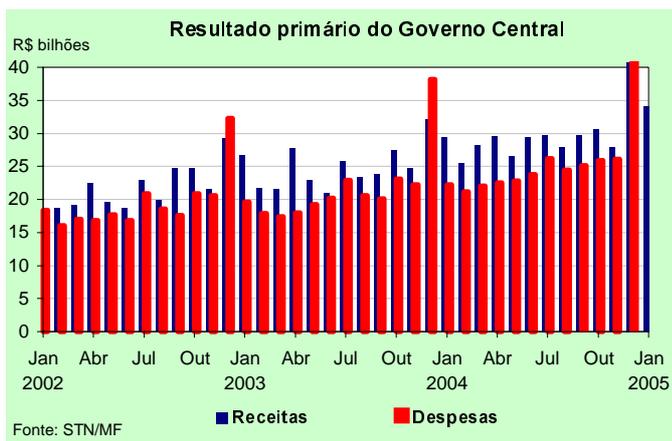
4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da Fundação Getulio Vargas (FGV) aumentou 12,1% em 2004, acumulando 1,3% no trimestre encerrado em fevereiro de 2005, ante 1,8% no trimestre setembro a novembro. O índice de preços por atacado registrou forte recuo e os preços dos produtos agrícolas apresentaram discreta aceleração no período dezembro a fevereiro, após terem registrado taxas negativas no trimestre anterior. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou 7,6% em 2004, refletindo elevações de 10,2% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 6,6% nos preços livres. As variações mensais do IPCA situaram-se em níveis elevados após novembro de 2004, acumulando 2,4% no trimestre encerrado em fevereiro de 2005, ante 1,5% no trimestre setembro a novembro. Essa aceleração foi determinada, fundamentalmente, pela elevação de 2% nos preços livres, segmento cuja participação na composição do índice supera 70%, comparativamente a 0,9% no trimestre encerrado em novembro.



5. A taxa de desemprego aberto manteve-se em trajetória descendente no quarto trimestre de 2004, alcançando 9,6% em dezembro, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE (PME). Registrou-se redução de 1,8 p.p. na taxa, relativamente ao resultado do período correspondente em 2003, resultado que evidencia o crescimento da economia ao longo do ano e a consequente geração de novos postos de trabalho, traduzida pelo aumento expressivo no número de ocupados no período, 711 mil. Em janeiro de 2005 a taxa de desemprego atingiu 10,2%, crescimento compatível com a sazonalidade representada pelo início do ano, mas manteve-se 1,5 p.p. inferior à taxa assinalada em janeiro de 2004.

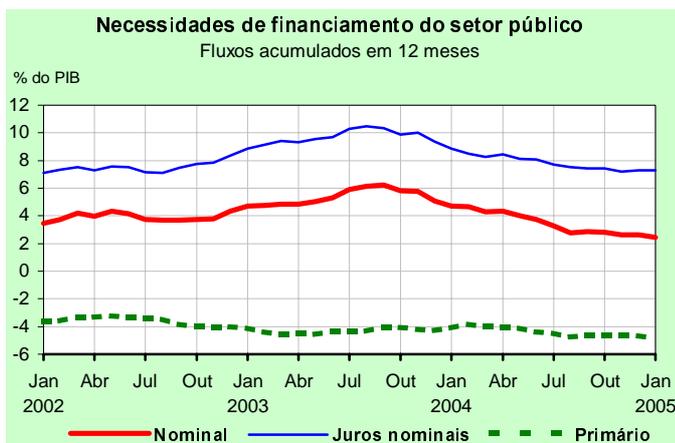


6. O superávit primário do setor público não financeiro atingiu R\$81,1 bilhões, 4,6% do PIB, em 2004, comparativamente a R\$66,2 bilhões, 4,3% do PIB, em 2003. O aumento de 0,3 p.p. do PIB registrado no superávit primário em 2004 refletiu expansões de 0,49 p.p. no resultado do Governo Central e de 0,11 p.p. no relativo aos governos regionais, assim como a redução de 0,24 p.p. registrada pelas empresas estatais. O Governo Central apresentou superávit de



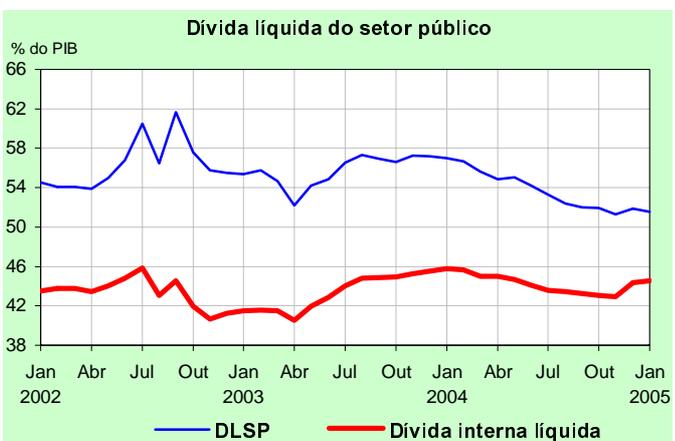
R\$52,4 bilhões em 2004, decorrente de resultado positivo de R\$84,7 bilhões do governo federal e de déficits de R\$32 bilhões nas contas do Instituto Nacional do Seguro Social e de R\$336 milhões nas operações do Banco Central. Em janeiro de 2005, o superávit primário do setor público alcançou R\$11,4 bilhões, o melhor resultado para o mês desde o início da divulgação da série. O Governo Central e os governos regionais apresentaram superávits de R\$8,5 bilhões e R\$3,3 bilhões, respectivamente, e as empresas estatais, déficit de R\$0,4 bilhão.

7. Os juros nominais apropriados em 2004 totalizaram R\$128,3 bilhões, patamar 2 p.p. do PIB inferior ao relativo ao ano anterior, evidenciando a redução, para 16,25%, de 7.1 p.p., na meta para a taxa Selic acumulada em 2004. O significativo aumento do superávit primário do setor público não financeiro conjugado à sensível redução na apropriação de juros proporcionou expressiva contração do déficit nominal do setor público não financeiro, para R\$47,1 bilhões, 2,7



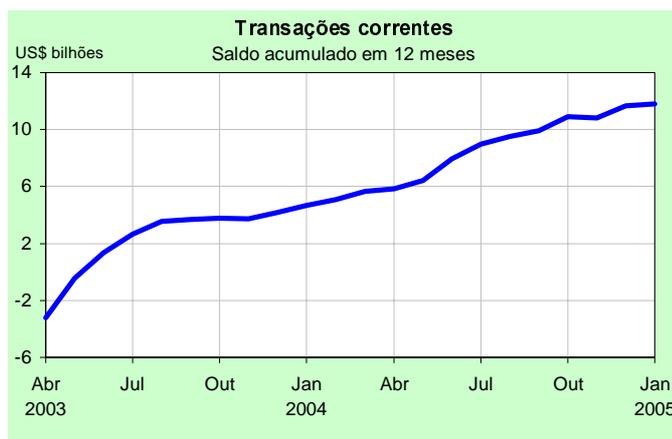
% do PIB, em 2004. Esse resultado equívale a 60% e a 76% dos déficits acumulados em 2003 e 2002, respectivamente. Como proporção do PIB, o déficit nominal em 2004 representou o melhor resultado obtido desde a criação da série, em 1991. Em janeiro de 2005 o déficit nominal atingiu R\$902 milhões, ante R\$15,3 bilhões no mês anterior e R\$4 bilhões no mês correspondente de 2004. Essa redução refletiu, fundamentalmente, a dimensão do superávit primário registrado no período.

8. A dívida líquida do setor público não financeiro (DLSP) atingiu R\$955,9 bilhões, 51,5% do PIB, em janeiro de 2005, ante R\$957 bilhões, 51,9% do PIB, em dezembro de 2004. Essa redução esteve condicionada, principalmente, pelo superávit primário, pela apreciação cambial, e pelo crescimento do PIB valorizado registrados no período, que compensaram, com folga, a apropriação de juros nominais registrada no mês. Em 2004, a DLSP registrou redução de 5,3



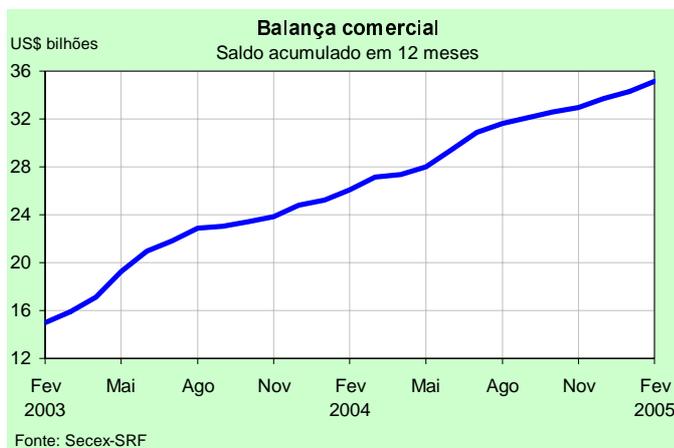
p.p. do PIB, em relação a 2003, interrompendo a trajetória de elevação observada desde 1994. Essa melhora evidenciou a conjugação de fatores favoráveis, em especial a continuidade do equilíbrio fiscal em todos os segmentos do setor público, o crescimento da economia, a menor apropriação de juros e a relativa estabilidade da taxa de câmbio.

9. As transações correntes do balanço de pagamentos acumularam superávit recorde de US\$11,7 bilhões em 2004, comparativamente a US\$4,2 bilhões em 2003. Em janeiro, o superávit da balança comercial atingiu US\$2,2 bilhões, recorde histórico para o mês. Esse resultado, paralelamente aos ingressos líquidos de transferências unilaterais correntes assinalados no mês, contribuiu para que as transações correntes do balanço de pagamentos, mesmo com a piora no resultado



nas contas de serviços e rendas, fossem superavitárias em US\$818 milhões, superando o resultado obtido em janeiro de 2004. Em 12 meses encerrados em janeiro de 2005, as transações correntes registraram superávit de US\$11,8 bilhões, equivalentes a 1,95% do PIB, os melhores resultados em valor e em participação no PIB desde o início da série histórica, em 1947.

10. O superávit da balança comercial atingiu o valor recorde de US\$33,7 bilhões, em 2004, resultado 26,9% superior ao de 2003. As exportações totalizaram US\$96,5 bilhões, as importações, US\$62,8 bilhões, e a corrente de comércio, US\$159,3 bilhões, com aumentos de 32%, 30% e 31,2%, respectivamente, em relação a 2003. As exportações alcançaram US\$15,2 bilhões no bimestre encerrado em fevereiro, recorde histórico para o período, com aumento de 31,9%

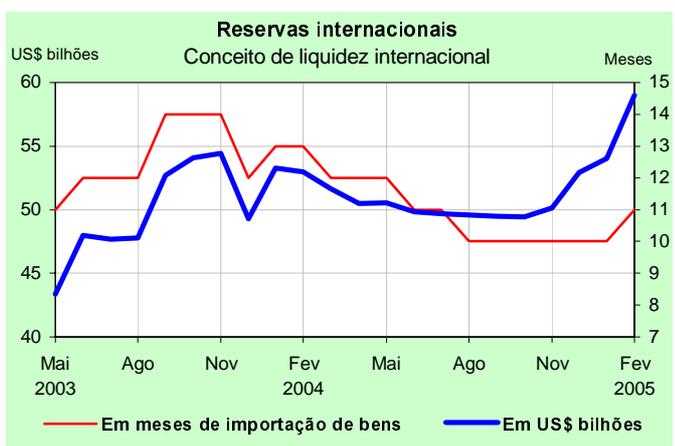


em relação às assinaladas no período correspondente de 2004. Consideradas as categorias de produtos, as exportações também apresentaram valores recordes no primeiro bimestre do ano, com as vendas de produtos básicos atingindo US\$3,6 bilhões, aumento de 8,1%; as de semimanufaturados, US\$2,4 bilhões; e as de manufaturados, US\$8,9 bilhões, com aumentos respectivos de 28,1% e de 45,3%, ante o primeiro bimestre de 2004. As importações, mantendo a continuidade do processo de crescimento iniciado a partir do quarto trimestre de 2003, atingiram US\$10,2 bilhões no bimestre, expansão de 28,4% em relação ao primeiro bimestre de 2004, registrando-se aumentos em todas as categorias de uso, com destaque para bens de capital, 28,4%, e combustíveis e lubrificantes, 46,3%, estas impulsionadas pelas compras de petróleo. O saldo comercial e a corrente de comércio registraram elevações de 39,8% e de 30,5%, respectivamente, considerada a mesma base de comparação.

11. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED) atingiram US\$18,2 bilhões em 2004, crescimento de 79,1% em relação a 2003. Em janeiro de 2005, os ingressos líquidos de IED somaram US\$1,2 bilhão, 22,7% superiores aos valores de janeiro do ano anterior, resultado de ingressos líquidos de US\$800 milhões, na forma de participação no capital de empresas no país, e de US\$418 milhões, em empréstimos intercompanhia.



12. As reservas internacionais, no conceito liquidez internacional, atingiram US\$52,9 bilhões em 2004, aumento de US\$3,6 bilhões ante a posição de dezembro de 2003. Ao longo do primeiro bimestre de 2005, registrou-se acréscimo adicional de US\$6,1 bilhões nas reservas, que totalizaram US\$59 bilhões ao final de fevereiro, maior valor desde agosto de 1998. As reservas internacionais líquidas ajustadas, no conceito FMI, também cresceram US\$6,1 bilhões, somando US\$31,4 bilhões, melhor resultado desde setembro de 2001. O Banco Central do Brasil adquiriu, no primeiro bimestre, US\$6,3 bilhões no mercado à vista de câmbio. Com relação às operações externas, no período, destacaram-se as relativas a bônus da República, com desembolso de US\$1,9 bilhão e pagamento de juros de US\$1,2 bilhão. Ressaltem-se, ainda, as amortizações de US\$177 milhões e as despesas de juros de US\$17 milhões referentes ao Clube de Paris, além da despesa de juros de US\$316 milhões junto ao FMI. As receitas com remuneração das reservas alcançaram US\$185 milhões e as liquidações de compras do Tesouro Nacional, US\$194 milhões. As demais operações geraram despesa de US\$796 milhões.



B. Política Monetária no quarto trimestre de 2004

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 quarto trimestre de 2004.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$87,3 bilhões em dezembro, expansão mensal de 13,5% e anual de 23,4%. As reservas bancárias expandiram-se 5% em relação ao mês anterior e 26,3% em 12 meses, situando-se em R\$26,1 bilhões. Nas mesmas bases de comparação, o saldo de papel moeda emitido registrou crescimentos de 17,5% e de 22,2%, respectivamente, atingindo R\$61,2 bilhões.

15. A base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, expandiu-se 1,6% em dezembro, alcançando R\$979,2 bilhões. A expansão de 10,4%, em 12 meses, refletiu aumentos nos saldos de títulos do Tesouro Nacional, 11,7%, na base restrita, 21,2%, e nos depósitos compulsórios, 16,1%, e recuo de 56,1% no saldo de títulos do Banco Central.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, atingiram R\$127,1 bilhões em dezembro, com aumentos de 12,3% no mês e de 21,2% em 12 meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, o saldo de papel-moeda em poder do público elevou-se 18,5% e 22,5%, respectivamente, atingindo R\$51 bilhões, e os depósitos à vista, 8,6% e 20,3%, alcançando R\$76,1 bilhões.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$1,11 trilhão em dezembro, registrando expansões de 1,9% no mês e de 15,8% em 12 meses.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2004^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	108,7 - 147,0	21,9	127,1	21,2
Base restrita ^{3/}	73,6 - 99,6	22,4	87,3	23,4
Base ampliada ^{4/}	880-1190,6	16,7	979,2	10,4
M4 ^{4/}	954,2-1291,0	16,9	1111,4	15,8

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.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, proporcionaram expansão monetária de R\$23,2 bilhões no quarto trimestre. Registraram-se emissão líquida de US\$31,3 bilhões no mercado primário, resultado da colocação líquida de R\$33,1 bilhões em títulos do Tesouro Nacional e do resgate líquido de R\$1,8 bilhão pelo Banco Central, e compra líquida de R\$54,1 bilhões no mercado secundário.

19. Na reunião ordinária de outubro, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu, por unanimidade, tendo em vista o recrudescimento da elevação dos preços do petróleo e a deterioração marginal das expectativas de inflação para 2005, elevar a meta para a taxa Selic em 0,5 p.p., fixando-a em 16,75% a.a. Em novembro, assim como em dezembro, os membros do Copom entenderam que o processo de ajuste gradual dos juros básicos deveria prosseguir, de maneira a assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas no horizonte relevante para a atuação da política monetária. Em cada reunião foi decidida a elevação em 0,5 p.p. da meta para a taxa Selic anual, que encerrou o ano no patamar de 17,75% a.a.

C. Política monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2005

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, somou R\$82,9 bilhões em fevereiro, implicando contração de 3,6% no mês e expansão de 20,6% em 12 meses. As reservas bancárias contraíram 3,3% em relação a janeiro e expandiram 21,7% em 12 meses, situando-se em R\$26,4 bilhões. Nas mesmas bases de comparação, o papel-moeda emitido retraiu 3,7% e aumentou 20,1%, atingindo R\$56,5 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,01 trilhão em fevereiro, com aumentos de 1,3% no mês e de 11,3% em 12 meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 18% no saldo dos depósitos compulsórios, de 14,9% na base restrita e de 13,3% no saldo de títulos públicos do Tesouro Nacional, paralelamente à redução de 57% no saldo de títulos do Banco Central.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$120,7 bilhões em fevereiro, decrescendo 3% no mês e expandindo-se 20,3% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$46,8 bilhões, apresentando contração de 4,6% no mês e expansão de 19,8% em 12 meses, e os depósitos à vista totalizaram R\$73,9 bilhões, com redução mensal de 2% e crescimento anual de 20,7%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$1,14 trilhão, registrando aumentos de 1,2% no mês e de 14,9% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2005 e ocorridos no período janeiro/fevereiro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	99,6-134,7	18,5	120,7	20,3
Base restrita ^{3/}	68,4-92,6	20,6	82,9	20,6
Base ampliada ^{4/}	898,8-1216,0	15,3	1013,3	11,3
M4 ^{4/}	972,3-1315,5	14,8	1135,5	14,9

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 contração monetária de R\$21,9 bilhões no bimestre janeiro-fevereiro. O Tesouro Nacional efetuou colocações líquidas de R\$6,3 bilhões no mercado primário, enquanto, no mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto contracionista de R\$15,7 bilhões.

25. O Copom decidiu, em janeiro de 2005, por unanimidade, elevar a meta para a taxa Selic para 18,25% a.a., sem viés, considerando os riscos ao processo de convergência da inflação para a trajetória de metas representados pelos fatores de autopropagação do ciclo econômico e pela resistência da inflação à queda, dadas as condições vigentes de demanda agregada. Em fevereiro, o Copom ponderou que o processo de ajuste da taxa de juros básica deveria ser mantido e decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 18,75% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
22.01.2003	-	25,50
19.02.2003	-	26,50
19.03.2003	-	26,50
23.04.2003	-	26,50
21.05.2003	-	26,50
18.06.2003	-	26,00
23.07.2003	-	24,50
20.08.2003	-	22,00
17.09.2003	-	20,00
22.10.2003	-	19,00
19.11.2003	-	17,50
17.12.2003	-	16,50
21.01.2004	-	16,50
18.02.2004	-	16,50
17.03.2004	-	16,25
14.04.2004	-	16,00
19.05.2004	-	16,00
16.06.2004	-	16,00
21.07.2004	-	16,00
18.08.2004	-	16,00
15.09.2004	-	16,25
20.10.2004	-	16,75
17.11.2004	-	17,25
15.12.2004	-	17,75
19.01.2005	-	18,25
16.02.2005	-	18,75

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

D. Perspectivas para o segundo trimestre e para o ano 2005

26. Os indicadores macroeconômicos vêm evidenciando o processo de crescimento da economia brasileira, expresso tanto pela significativa taxa de expansão do PIB assinalada em 2004, quanto pelos resultados favoráveis e persistentes da balança comercial, pelo crescimento generalizado dos setores industriais – abrangendo, no mercado interno, segmentos produtores tanto de bens duráveis como de não-duráveis – e, principalmente, pela recuperação expressiva dos investimentos, após vários anos apresentando resultados modestos.

27. Os impactos sociais decorrentes da expansão econômica, que segundo as contas nacionais mantém-se por seis trimestres ininterruptos, encontram-se traduzidos no mercado de trabalho, cujos indicadores têm mostrado aumento do nível de emprego em ritmo acentuado – ou recorde, se considerada a evolução do emprego formal, assim como no crescimento anual do consumo das famílias, o mais alto dos últimos dez anos.

28. Os indicadores do nível de atividade sugerem que o arrefecimento da expansão, observado a partir dos últimos meses de 2004, prossegue neste início de ano. Esse comportamento é característico em períodos subseqüentes à obtenção de patamares produtivos elevados, constituindo-se em um aspecto favorável à sustentabilidade do atual ciclo econômico. A evolução recente das expectativas de empresários e consumidores, bem como as perspectivas delineadas para a evolução das exportações, dos gastos de investimento e de consumo corroboram com o cenário de continuidade do crescimento.

29. A evolução moderada das operações de crédito do sistema financeiro, no trimestre encerrado em fevereiro deste ano, esteve associada às características sazonais do período. Ao mesmo tempo em que se observou menor demanda por recursos por parte das empresas, tendo em vista o ciclo de negócios mais reduzidos, registrou-se manutenção da trajetória de crescimento das contratações de empréstimos bancários por parte das famílias de maneira a atender, basicamente, compromissos financeiros que se concentram no início do ano.

30. Adicionalmente, vale destacar a crescente participação das contratações dos empréstimos consignados em folha de pagamento, consolidando, dessa forma, o papel desempenhado por esta modalidade como alternativa menos onerosa, em especial em relação ao crédito rotativo, tradicionalmente utilizado como complementação de renda no primeiro trimestre do ano. Vale observar que essa migração concorre, ao mesmo tempo, para patamares menores tanto de inadimplência como de taxas de juros, ainda que, no período, essas tenham sido influenciadas pelo processo de ajuste da política monetária.

31. O recuo expressivo da relação dívida líquida do setor público/PIB e a redução na sua exposição cambial, registrados em 2004, favoreceram a melhor percepção do risco-país e reforçaram a expectativa de sustentabilidade daquela relação, a curto e médio prazos. Essa percepção é fortalecida pela continuidade do esforço fiscal em 2005, traduzida na fixação da meta de superávit primário em 4,25% do PIB, conforme deliberado no processo orçamentário para o ano.

32. Esse compromisso fiscal, as expectativas favoráveis de crescimento da economia e a menor vulnerabilidade às oscilações da taxa de câmbio sinalizam que, em 2005, o patamar da relação dívida líquida do setor público/PIB não deverá ser superior ao registrado em 2004.

33. A reversão ocorrida nas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos, a partir de 2003, foi proporcionada pelo desempenho das transações correntes, fundamentalmente pela performance da balança comercial, com superávits recordes ao longo do período. Os sucessivos superávits em transações correntes, somados aos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, evoluíram de US\$14,9 bilhões, 2,91% do PIB, em doze meses até janeiro de 2004, para US\$30,2 bilhões, 4,98% do PIB, na mesma base de comparação até janeiro de 2005.

34. Em 2005, o fluxo líquido de investimentos diretos deverá ser discretamente inferior ao registrado em 2004 e espera-se a continuidade de operações no mercado de bônus e o refinanciamento parcial da dívida privada, com taxas de rolagem expressivas. Assim, o financiamento do balanço de pagamentos deverá ocorrer sem dificuldades, com redução prevista para as reservas internacionais no conceito de liquidez, devida às amortizações de empréstimos feitos junto ao FMI.

35. O recrudescimento da inflação no final de 2004 e início deste ano resultou do aquecimento da demanda, decorrente da expansão da renda e do crédito, conforme evidenciado pelas evoluções dos núcleos e do índice de difusão; de pressões associadas a choques de oferta, em especial as altas nos preços dos produtos *in natura* e de insumos importantes na cadeia produtiva; e de mecanismos de indexação, ainda que informais, como os reajustes nos preços da educação e de alguns monitorados que têm como referência a inflação do último ano.

36. Os dois primeiros fatores caracterizam-se pelo aspecto temporário ou pontual, tendendo a exercer menor influência sobre a evolução dos preços nos próximos meses, quando os índices de preços deverão refletir, por um lado, a sazonalidade favorável de itens importantes do setor primário e, por outro lado, os reajustes previstos em monitorados. O desempenho da demanda, deverá refletir, nos próximos meses, o impacto da elevação recente nas taxas de juros.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o segundo trimestre e para o ano 2005.

37. A programação dos agregados monetários para o segundo trimestre e para o ano 2005 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.

38. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para estimar a demanda por seus componentes. Considerou-se também 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 15,7% para junho e em 16,3% para dezembro de 2005.

Quadro 3. Programação monetária para 2005^{1/}

R\$ bilhões

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	102,3-138,4	15,7	125,7-170,0	16,3
Base restrita ^{3/}	69,6-94,2	15,7	86,6-117,2	16,7
Base ampliada ^{4/}	909,9-1231,1	14,3	983,3-1330,4	18,1
M4 ^{4/}	1014,0-1371,9	16,1	1096,4-1483,4	16,1

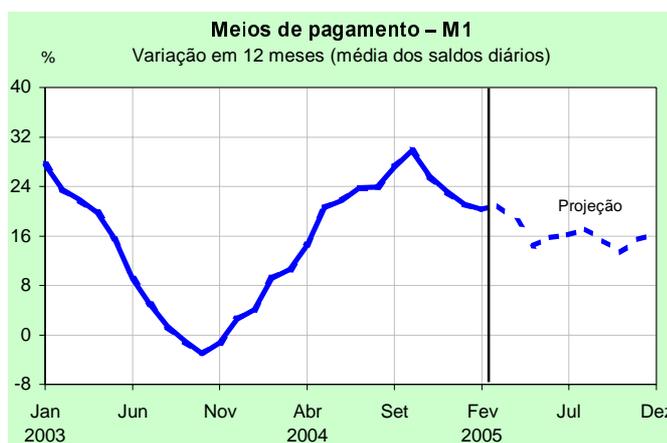
1/ Refere-se ao último mês do período.

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.

39. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro associada à expectativa de crescimento da atividade econômica. Também foram incluídas, como variáveis exógenas, a elevação do salário mínimo, as restituições do imposto de renda e as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar nº 110, de 29.6.2001.



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, foram projetadas elevações em 12 meses, para o saldo médio da base monetária, de 15,7% em junho e de 16,7% em dezembro de 2005.

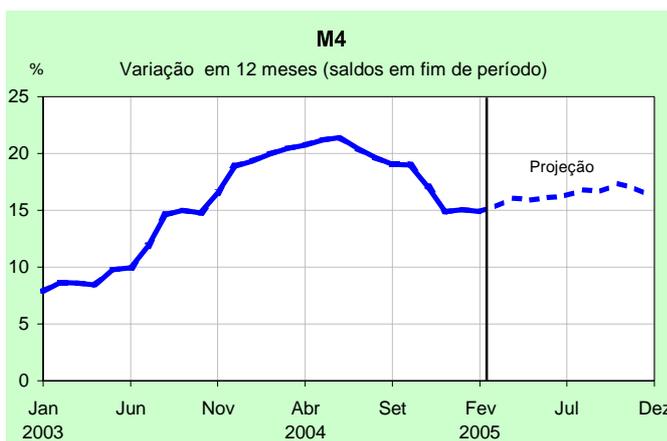


41. As projeções da base monetária ampliada, que con-

siste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal, foram efetuadas considerando-se cenários para os resultados primários do governo central, as operações do setor externo e as emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio tendo em vista a projeção da capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam aumentos da base monetária ampliada, em 12 meses, de 14,3% em junho, e de 18,1% em dezembro de 2005.

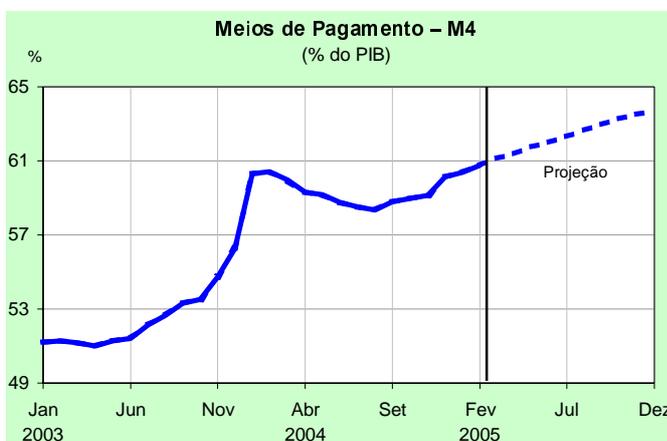


42. As previsões dos meios de pagamento ampliados estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em 12 meses esperado para o M4 corresponde a 16,1%, em junho e em dezembro de 2005.



43. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo de 2005, 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 janeiro/fevereiro de 2005,



bem como os valores previstos para o segundo trimestre de 2005.

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

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

Discriminação	2005		2005 ^{2/}			
	Janeiro-fevereiro		Segundo trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	120,7	20,3	120,3	15,7	147,9	16,3
Base restrita ^{4/}	82,9	20,6	81,9	15,7	101,9	16,7
Base ampliada ^{5/}	1013,3	11,3	1070,5	14,3	1156,9	18,1
M4 ^{5/}	1135,5	14,9	1 193,0	16,1	1 289,9	16,1

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.

46. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada, em qualquer direção, ao longo de 2005.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

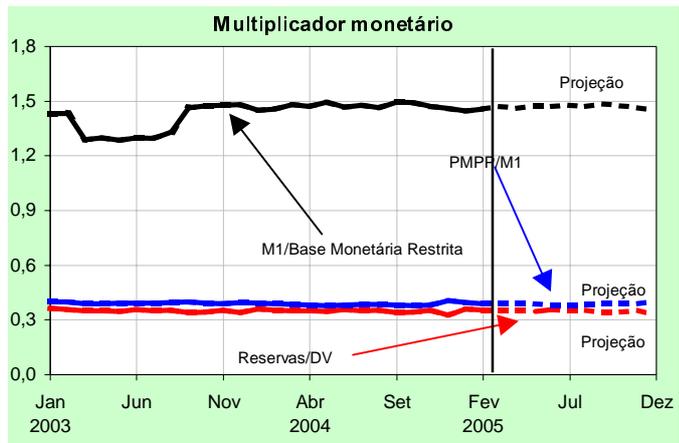
Discriminação	2005		2005 ^{2/}			
	Janeiro-fevereiro		Segundo trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,456	-0,1	1,472	-0,6	1,451	-0,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,357	0,8	0,349	0,0	0,340	-1,2
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,388	-0,5	0,388	1,0	0,405	1,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,121	3,2	1,115	2,6	1,115	-1,8

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2004^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	108,7 - 147,0	21,9	127,1	21,2
Base restrita ^{3/}	73,6 - 99,6	22,4	87,3	23,4
Base ampliada ^{4/}	880-1190,6	16,7	979,2	10,4
M4 ^{4/}	954,2-1291,0	16,9	1111,4	15,8

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 primeiro trimestre de 2005 e ocorridos no período janeiro/fevereiro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	99,6-134,7	18,5	120,7	20,3
Base restrita ^{3/}	68,4-92,6	20,6	82,9	20,6
Base ampliada ^{4/}	898,8-1216,0	15,3	1013,3	11,3
M4 ^{4/}	972,3-1315,5	14,8	1135,5	14,9

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 2005^{1/}

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	102,3-138,4	15,7	125,7-170,0	16,3
Base restrita ^{3/}	69,6-94,2	15,7	86,6-117,2	16,7
Base ampliada ^{4/}	909,9-1231,1	14,3	983,3-1330,4	18,1
M4 ^{4/}	1014,0-1371,9	16,1	1096,4-1483,4	16,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	2005		2005 ^{2/}			
	Janeiro-fevereiro		Segundo trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	120,7	20,3	120,3	15,7	147,9	16,3
Base restrita ^{4/}	82,9	20,6	81,9	15,7	101,9	16,7
Base ampliada ^{5/}	1013,3	11,3	1070,5	14,3	1156,9	18,1
M4 ^{5/}	1135,5	14,9	1 193,0	16,1	1 289,9	16,1

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	2005		2005 ^{2/}			
	Janeiro-fevereiro		Segundo trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,456	-0,1	1,472	-0,6	1,451	-0,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,357	0,8	0,349	0,0	0,340	-1,2
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,388	-0,5	0,388	1,0	0,405	1,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,121	3,2	1,115	2,6	1,115	-1,8

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.