

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2006

Junho – 2006

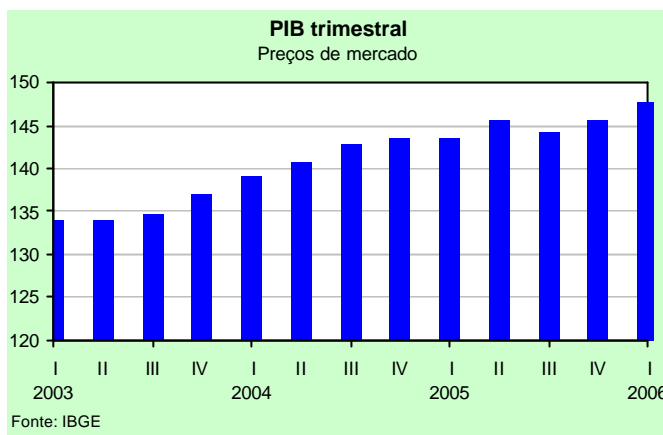


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o terceiro trimestre e para o ano de 2006

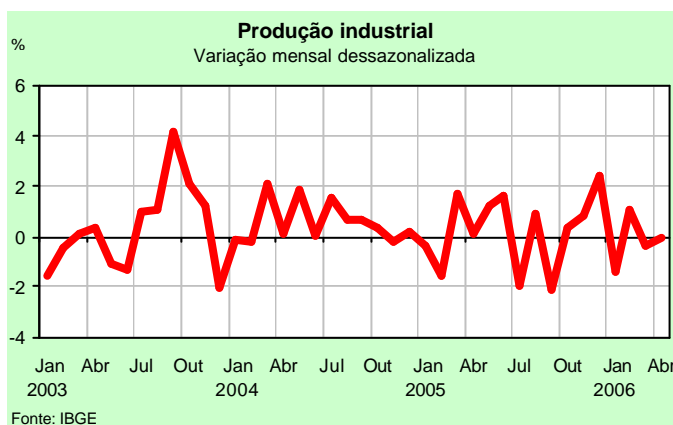
A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2006

1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 1,4% no primeiro trimestre de 2006, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, de acordo com estatísticas dessazonalizadas das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. A taxa de crescimento do PIB na margem mostrou-se consistente com as expectativas para o período, ratificando a percepção de recuperação do ritmo de crescimento da economia, impulsionada tanto pelo crescimento da renda real como pelos reflexos decorrentes da flexibilização da política monetária.



A análise setorial, na mesma base de comparação, revela alta generalizada do nível de atividade, atingindo 1,1% na agropecuária, 1,7% na indústria e 0,8% no setor de serviços. Em relação aos componentes da demanda, ressalte-se o crescimento de 3,7% da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), após aumento de 1,7% no quarto trimestre de 2005, em relação ao terceiro trimestre. O consumo das famílias aumentou 0,5% e o do governo, 1%. As exportações cresceram 3,9%, décima segunda elevação trimestral consecutiva, e as importações, 11,6%, taxa mais acentuada desde o quarto trimestre de 1996.

2. A atividade industrial apresentou crescimento moderado nos meses iniciais de 2006. No primeiro quadrimestre do ano, o setor industrial acumulou expansão de 2,9%, em relação ao período equivalente do ano anterior, com destaque para o setor extrativo que, impulsionado pelos resultados expressivos nos segmentos de petróleo e gás e de minérios ferrosos, cresceu 10,9%. No mesmo período, a produção da indústria de transformação aumentou 2,5%. A análise desagregada



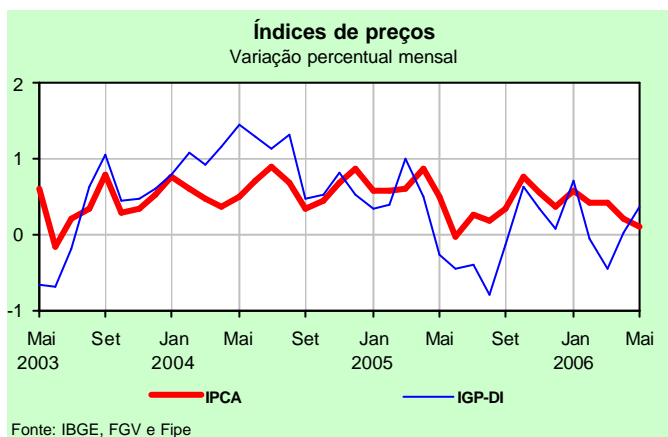
por categorias de uso evidencia a representatividade da produção de bens de consumo durável, que aumentou 10,8%, no período, seguindo-se os crescimentos relativos às produções de bens de capital, 6,7%; bens de consumo semidurável e não durável, 2,4%; e bens intermediários, 1,6%.

3. Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o volume de vendas do comércio varejista recuou 0,1% em março, em relação ao mês anterior. Ainda considerando dados dessazonalizados, o Índice de Volume de Vendas no Varejo aumentou 2,3% no trimestre encerrado em março de 2006, em relação ao trimestre outubro a dezembro de 2005. Registrem-se os crescimentos das vendas nos segmentos



hipermercados e supermercados, 4,9%, e móveis e eletrodomésticos, 2,2%, e os recuos nas vendas relativas a combustíveis e lubrificantes, 3,1%, e tecidos, vestuário e calçados, 1,4%. As vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, segmento que não é considerado no cálculo do índice geral, decresceram 3,4% no período. Ressalte-se que a melhoria nas condições de crédito deverá impulsionar as vendas desse último segmento nos próximos meses, conforme antecipado, em maio, pelas estatísticas relativas a licenciamento de veículos.

4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela Fundação Getulio Vargas (FGV-RJ) registrou inflação de 0,38% em maio, frente alta de 0,02% em abril. No ano, o IGP-DI acumula alta de 0,61% (1,99% em igual período de 2005). A aceleração do IGP-DI registrada em maio, na comparação com o mês anterior, refletiu a variação do IPA-DI, que representa 60% do índice total, com elevação de 0,46% (-0,15% em abril) e pelo INCC-

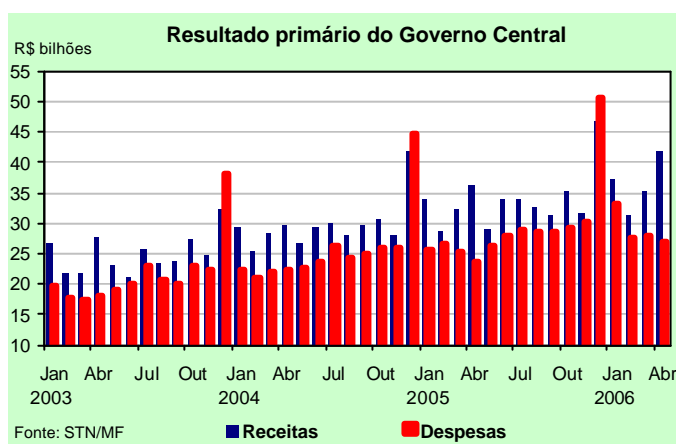


DI, que representa 10% do total do índice, cuja alta atingiu 1,32% (0,36% em abril). O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), utilizado como indicador no sistema de metas de inflação, registra trajetória declinante no acumulado de doze meses desde abril de 2005, quando alcançou 8,07%. O IPCA encerrou 2005 indicando inflação de 5,69%, em redução pelo terceiro ano consecutivo. Em maio, a variação do IPCA desacelerou para 0,10%, ante 0,21% registrados em abril. O recuo da inflação de abril para maio refletiu, principalmente, a intensa queda nos preços do álcool aliada ao menor crescimento na taxa de variação dos medicamentos, dos artigos de vestuário, das tarifas de energia elétrica e de condomínio. No ano, até maio, o IPCA acumulou variação de 1,75%, ante 3,18% em igual período de 2005.

5. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, a taxa de desemprego aberto, após apresentar trajetória ascendente no primeiro trimestre, alcançando 10,4% em março, ante 8,3% em dezembro de 2005, manteve-se estável em abril. Esse comportamento refletiu, fundamentalmente, a sazonalidade do período. A taxa média de desemprego relativa aos quatro primeiros meses do ano foi 0,6 p.p. inferior à ocorrida no período correspondente de 2005, reflexo da expansão de 2,1% no número de ocupados e da retração de 4% no número de desocupados. Nesse período, registraram-se tanto a criação de 325 mil vagas quanto o aumento na qualidade das ocupações, tendo em vista o aumento de 422 mil postos de trabalho no segmento com carteira assinada e a eliminação de 153 mil empregos no mercado informal. Ressalte-se que, em abril, a relação entre o número de empregos formais e informais atingiu o valor mais elevado desde o início da série histórica, em 2002.

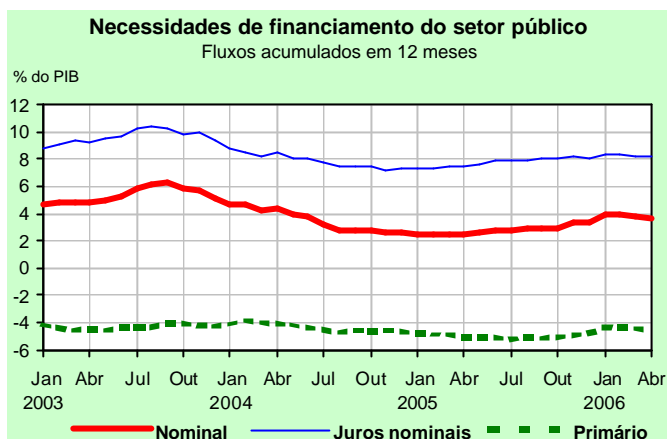


6. O superávit primário do setor público não financeiro totalizou R\$40,4 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, 6,36% do PIB, comparativamente a 7,45% do PIB em igual período de 2005. Contribuíram para essa redução os decréscimos nos superávits do governo central, 0,95 p.p. do PIB, e dos governos regionais, 0,32 p.p. O superávit das empresas estatais cresceu 0,18 p.p. do PIB, no período. O superávit do Governo Central atingiu R\$28,5 bilhões no quadrimestre, registrando-se superávit de R\$40,9 bilhões no Governo Federal e déficit de R\$12,5 bilhões nas contas da Previdência Social. Embora o resultado do Governo Central recuasse R\$3,6 bilhões, 1,09 p.p. do PIB, em relação ao assinalado no período correspondente de 2005, manteve-se consistente com a meta anual de 2,45% do PIB fixada para este nível de governo. A redução do superávit evidenciou o crescimento mais acentuado das despesas, 0,8 p.p. do PIB, do que das receitas, 0,4 p.p.

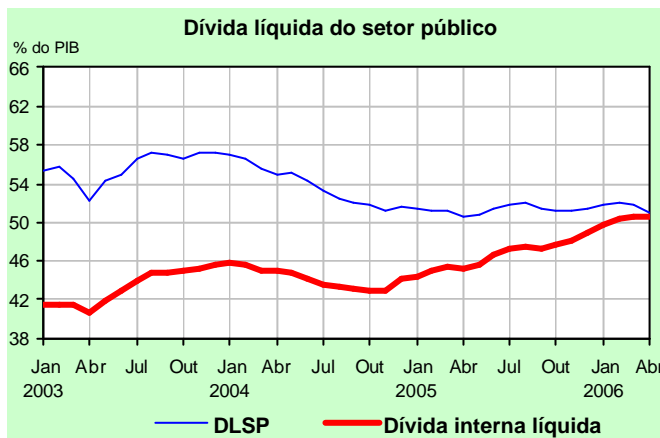


registrando-se superávit de R\$40,9 bilhões no Governo Federal e déficit de R\$12,5 bilhões nas contas da Previdência Social. Embora o resultado do Governo Central recuasse R\$3,6 bilhões, 1,09 p.p. do PIB, em relação ao assinalado no período correspondente de 2005, manteve-se consistente com a meta anual de 2,45% do PIB fixada para este nível de governo. A redução do superávit evidenciou o crescimento mais acentuado das despesas, 0,8 p.p. do PIB, do que das receitas, 0,4 p.p.

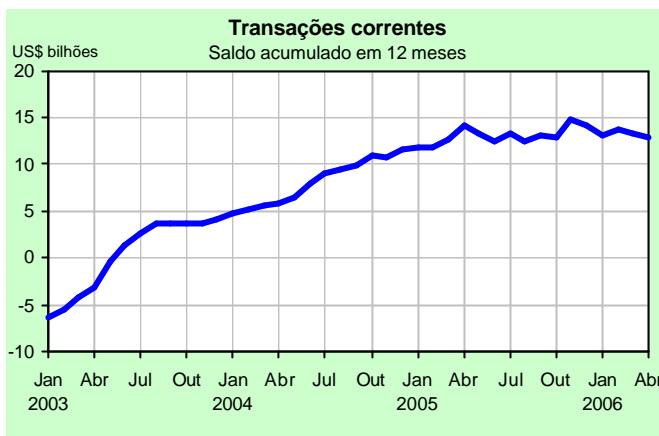
7. Os juros nominais, incorporados pelo critério de competência, totalizaram R\$57 bilhões no primeiro quadrimestre de 2006, 9% do PIB, comparativamente a R\$51,2 bilhões, 8,7% do PIB, no mesmo período de 2005. O crescimento dos juros apropriados refletiu o resultado das operações de swap, desfavorável em R\$4,5 bilhões no quadrimestre, comparativamente ao resultado favorável de R\$1,3 bilhão no período janeiro a abril de 2005. Adicionalmente, parte do efeito da redução de 5,7%, em 2005, para 5,2%, em 2006, na taxa Selic acumulada no ano, foi neutralizada pelos encargos incidentes sobre os títulos prefixados emitidos nos meses em que a taxa situava-se em patamar mais elevado. O déficit nominal do setor público não financeiro, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$16,6 bilhões no quadrimestre encerrado em abril, 1,41 p.p. do PIB superior ao registrado no mesmo período do ano anterior.



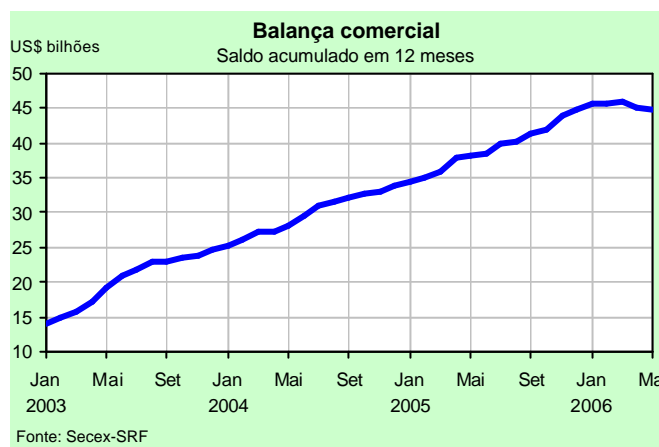
8. A dívida líquida do setor público alcançou R\$1.014,88 bilhões em abril, 51% do PIB, ante R\$1.002,48 bilhões, 51,5% do PIB, em dezembro de 2005. A redução da relação dívida/PIB foi favorecida pelos impactos associados ao resultado primário, 2 p.p.; à apreciação cambial acumulada no ano, 0,3 p.p.; ao reconhecimento de dívidas, 0,1 p.p.; e, ao crescimento do PIB valorizado, 1,1 p.p. Em sentido contrário, concorreram a apropriação de juros nominais, com impacto correspondente a 2,9 p.p. do PIB, e os ajustes de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, com 0,2 p.p. Em abril, a relação dívida líquida/PIB atingiu o nível mais baixo desde junho de 2001. Esse resultado traduziu, especialmente, a trajetória declinante da taxa Selic, a apreciação cambial e a continuidade do equilíbrio fiscal em todas as esferas de governo.



9. As transações correntes apresentaram superávit de US\$2 bilhões no primeiro quadrimestre de 2006. As despesas líquidas com serviços somaram US\$2,1 bilhões e as remessas líquidas de rendas, US\$9,6 bilhões, com crescimentos de 19,7% e de 17,8%, respectivamente, em relação ao mesmo período de 2005. O superávit em transações correntes acumulado em doze meses totalizou US\$12,8 bilhões em abril de 2006, representando 1,54% do PIB, ante US\$14,2 bilhões no período correspondente do ano anterior. Essa trajetória está associada ao comportamento das remessas líquidas nas contas de serviços e rendas, que se elevaram em 33,5% na mesma base de comparação. O desempenho em transações correntes vem apresentando desaceleração em relação ao recorde de US\$14,8 bilhões registrado em novembro de 2005.



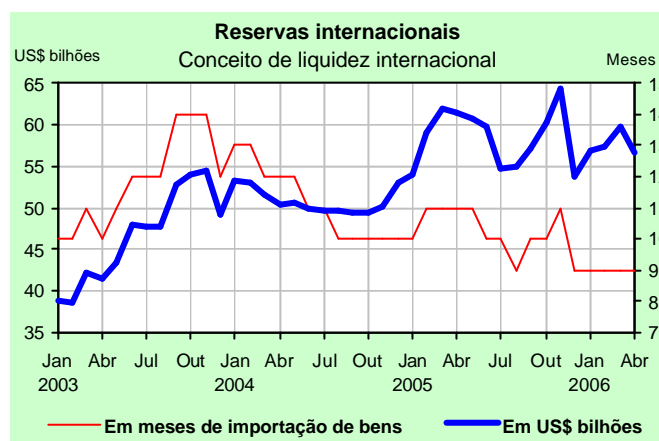
10. As exportações totalizaram US\$10,3 bilhões em maio, e as importações, US\$7,2 bilhões, valores recordes para o mês, registrando, de acordo com as médias diárias, estabilidade e elevação de 8,6%, respectivamente, em relação ao mesmo mês do ano anterior. O superávit comercial de US\$3 bilhões, assinalado em maio, situou-se 12,1% abaixo do ocorrido em maio de 2005. Considerados os doze meses encerrados em maio, o superávit comercial totalizou US\$44,6 bilhões, com crescimento de 17,1% em relação ao período correspondente no ano anterior, resultado de exportações de US\$124,3 bilhões e de importações de US\$79,7 bilhões.



11. Os ingressos de investimentos estrangeiros diretos (IED) líquidos somaram US\$4,7 bilhões no primeiro quadrimestre de 2006, ante US\$6,5 bilhões de janeiro a abril de 2005. Ressalte-se o comportamento dos investimentos diretos brasileiros no exterior que, refletindo o processo de internacionalização crescente das empresas brasileiras, acumularam saídas líquidas de US\$3,5 bilhões no quadrimestre, ante US\$847 milhões no período equivalente de 2005. Considerado o período de doze meses encerrado em abril de 2006, os ingressos líquidos de IED somaram US\$13,3 bilhões, comparativamente a US\$15,1 bilhões, em 2005.



12. As reservas internacionais cresceram US\$2,8 bilhões no primeiro quadrimestre de 2006, ante a posição de final de 2005, totalizando US\$56,6 bilhões. As compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$10,1 bilhões no período. Relativamente às operações externas, destacaram-se as amortizações de US\$14,6 bilhões, sendo US\$12,6 bilhões relativos a bônus soberanos - incluindo US\$5,8 bilhões referentes ao exercício da opção de call dos bradies e US\$4,4 bilhões de operações de recompra de principal de bônus - e US\$1,9 bilhão decorrente de pagamentos realizados ao Clube de Paris.



B. Política Monetária no primeiro trimestre de 2006

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 primeiro trimestre de 2006.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$90,5 bilhões em março, retração mensal de 2,1% e expansão anual de 11,1%. As reservas bancárias estabilizaram-se em R\$28,5 bilhões e expandiram-se 8,2% em 12 meses. Nas

mesmas bases de comparação, o saldo de papel moeda emitido retraiu 3% e expandiu 12,5%, respectivamente, atingindo R\$62 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 em 1% em março, ao alcançar R\$1,21 trilhão. A expansão de 17%, em 12 meses, refletiu aumentos nos saldos de títulos do Tesouro Nacional, 17,8%; na base restrita, 13,4%; e nos depósitos compulsórios, 10,5%; e, recuo de 54,1% no saldo de títulos do Banco Central.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, atingiram R\$132 bilhões em março, com aumentos de 0,2% no mês e de 10,2% em 12 meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, o saldo de papel-moeda em poder do público reduziu 2,8% e expandiu 11%, respectivamente, atingindo R\$50,6 bilhões, e os depósitos à vista aumentaram 2,1% e 9,7%, respectivamente, ao alcançar R\$81,4 bilhões.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$1,37 trilhão em março, registrando expansões de 1,6% no mês e de 19% em 12 meses.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2006 ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	111,8-151,3	9,8	132,0	10,2
Base restrita ^{3/}	78,1-105,6	12,8	90,5	11,1
Base ampliada ^{4/}	1090,9-1280,7	14,9	1207,8	17,0
M4 ^{4/}	1138,7-1540,6	16,2	1371,5	19,0

^{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.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, proporcionaram contração monetária de R\$26,2 bilhões no primeiro trimestre. Registraram-se colocações líquidas de US\$5,3 bilhões de títulos do Tesouro Nacional no mercado primário e de R\$21,1 bilhões no mercado secundário.

19. Em janeiro de 2006, o Copom avaliou que o cenário externo permanecia favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira, e que os dados referentes à atividade econômica sugeriam a consolidação progressiva de uma trajetória de expansão em ritmo condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Foi considerado,

adicionalmente, que a elevação da inflação observada no início de 2006 se deveu a fatores de caráter predominantemente sazonal, que deveriam apresentar arrefecimento ao longo do tempo. Diante disso, foi decidida, por unanimidade, a redução da meta para a taxa Selic para 17,25% a.a, sem viés. Na reunião realizada em março, o Copom considerou a permanência do cenário benigno que fundamentou a decisão tomada na reunião anterior quanto ao prosseguimento ao processo de flexibilização da política monetária. Nesse contexto, a meta para a taxa SELIC foi fixada em 16,5% ao ano, sem viés.

C. Política monetária no bimestre abril-maio de 2006

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, somou R\$90,8 bilhões em maio, com redução de 0,2% em relação a abril e expansão de 12,9% em 12 meses. Nas mesmas bases de comparação, as reservas bancárias contraíram 0,5% e expandiram 8,3%, respectivamente, situando-se em R\$28,2 bilhões e o papel-moeda emitido manteve estabilidade e aumentou 15,1%, ao atingir R\$62,5 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,22 trilhão em maio, com aumentos de 0,5% no mês e de 17,7% em 12 meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 10,7% no saldo dos depósitos compulsórios, de 8,1% na base restrita e de 19,1% no saldo de títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional, paralelamente à redução de 45,9% no saldo de títulos de emissão do Banco Central.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$132 bilhões em maio, com expansão de 0,7% no mês e de 13,5% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$51,2 bilhões, apresentando crescimentos de 1% no mês e de 14,1% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$80,8 bilhões, com elevações de 0,6% e 13,1%, nas mesmas bases de comparação.

23. O agregado monetário M4 totalizou R\$1,4 trilhão em maio, registrando aumentos de 1,5% no mês e de 19,6% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2006 e ocorridos no período abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	112,8-152,7	12,4	132,0	13,5
Base restrita ^{3/}	76,7-103,7	12,4	90,8	12,9
Base ampliada ^{4/}	1144,2-1343,2	18,1	1223,9	17,7
M4 ^{4/}	1205,7-1631,3	19,8	1400,1	19,6

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\$2,2 bilhões no bimestre abril-maio. O Tesouro Nacional efetuou resgate líquido de R\$43,7 bilhões, enquanto o Banco Central resgatou liquidamente R\$0,4 bilhão, ambos atuando no mercado primário. No mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto contracionista de R\$41,6 bilhões.

25. Em abril, o Copom avaliou que embora a elevação nos preços internacionais de commodities importantes introduzisse um risco adicional para a evolução dos preços domésticos, continuava se configurando um cenário benigno para a trajetória da inflação. Adicionalmente, tendo em vista as incertezas que cercavam os mecanismos de transmissão da política monetária e a menor distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo, o Copom entendeu que a preservação das importantes conquistas obtidas no combate à inflação e na manutenção do crescimento econômico, com geração de empregos e aumento da renda real, poderia demandar que a flexibilização adicional da política monetária fosse conduzida com maior parcimônia. À luz dessas considerações, o Copom decidiu reduzir a meta para a taxa Selic para 15,75% a.a. Em maio, o Copom considerou que o aumento recente na volatilidade nos mercados financeiros internacionais, mesmo apresentando um caráter transitório, havia gerado elevação na incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, que poderia acabar dificultando tanto a avaliação de cenários pela autoridade monetária quanto a coordenação de expectativas dos agentes privados. Nesse ambiente, no qual cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a meta para a taxa Selic para 15,25%, sem viés, e acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até a sua próxima reunião para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
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
16.03.2005	-	19,25
20.04.2005	-	19,50
18.05.2005	-	19,75
15.06.2005	-	19,75
20.07.2005	-	19,75
17.08.2005	-	19,75
14.09.2005	-	19,50
19.10.2005	-	19,00
23.11.2005	-	18,50
14.12.2005	-	18,00
18.01.2006	-	17,25
08.03.2006	-	16,50
19.04.2006	-	15,75
31.05.2006	-	15,25

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

D. Perspectivas para o terceiro trimestre e para o ano 2006

26. A atividade econômica manteve-se em expansão no primeiro trimestre de 2006, e início do segundo trimestre, o que confirma a continuidade do crescimento da economia brasileira após o ajuste efetuado ao longo do terceiro trimestre de 2005. A demanda interna responde integralmente pelo atual dinamismo da atividade, com alta expressiva tanto do consumo quanto dos investimentos. Quanto ao setor externo, apesar da sua contribuição ser negativa nos primeiros meses de 2006, observa-se continuidade do crescimento das exportações.

27. A recuperação dos investimentos é consequência das boas perspectivas para o crescimento da economia, do momento propício à aquisição de máquinas e equipamentos, da realização de obras de infra-estrutura, da desoneração tributária e das melhores condições de crédito para o setor da construção civil. Assim, a evolução favorável dos investimentos constitui-se em fator relevante para o crescimento sustentado e mais acelerado, no médio e longo prazos. Relativamente ao consumo, o crescimento da massa salarial e a flexibilização recente da política monetária asseguram perspectivas positivas para o restante do ano.

28. Esse cenário se mostra sustentável para os próximos meses, levando-se em conta os prognósticos mais plausíveis para o comportamento da economia mundial. Embora um cenário de continuidade das elevações nas taxas de juros norte-americanas possa elevar a volatilidade de alguns indicadores domésticos, os fundamentos atuais da economia brasileira, expressos na estabilidade de preços, nos superávits em transações correntes e na melhora do perfil da dívida pública, constituem uma contenção à propagação desses eventuais efeitos.

29. A evolução dos agregados monetários e, sobretudo, o crescimento das operações de crédito, no período de fevereiro a maio, evidenciam a crescente contribuição desse canal de difusão da política monetária na composição da demanda interna. Assim, ao mesmo tempo em que as novas contratações por parte das famílias mantêm-se em patamar elevado nas diversas modalidades, a demanda por recursos por parte das empresas se situa em linha com a expansão do nível da atividade. Concorreram para esse resultado tanto a redução da taxa média de juros praticada no segmento livre de crédito, consistente com a flexibilização da política monetária, quanto os ganhos de renda real.

30. A expansão do crédito para pessoas físicas permanece sustentada, basicamente, pela modalidade de crédito pessoal, em particular as operações relativas aos empréstimos consignados em folha de pagamento. Em relação ao crédito para pessoas jurídicas, o resultado mostrou-se mais expressivo nas modalidades lastreadas em moeda estrangeira.

31. Adicionalmente, vale destacar a contínua participação de formas alternativas ao crédito bancário como fonte de financiamento no mercado de capitais por parte, principalmente, das empresas de maior porte. Nesse sentido, destacam-se as novas emissões de ações e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), instrumentos utilizados de maneira expressiva em períodos recentes.

32. Apesar da distribuição atípica do resultado primário do setor público no correr do ano, não repetindo a acumulação de resultados mensais acima da média nos primeiros meses, a exemplo do observado em anos recentes, persiste a austeridade na condução da política fiscal e o comprometimento com o cumprimento integral da meta estabelecida para 2006

33. O cumprimento da meta de resultado fiscal e a efetivação do cenário esperado pelo mercado para as principais variáveis da economia brasileira, apontam para a continuidade da atual trajetória de redução da dívida líquida do setor público como proporção do PIB.

34. A menor variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos meses confirma a trajetória de convergência para as metas de inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). O diagnóstico de que a aceleração inflacionária

observada no início do ano era temporária foi confirmado pelo comportamento subsequente dos índices de preços. O recuo da inflação ocorreu de forma generalizada e foi evidenciado pelas diferentes medidas de núcleo.

35. Esse comportamento favorável ocorreu em um período de recuperação da atividade econômica, sugerindo que a expansão da economia tem ocorrido em ritmo compatível com as condições de oferta, não exercendo, desse modo, pressões significativas sobre os preços. Em relação à conjuntura internacional, as condições mostram-se favoráveis para a continuidade do crescimento das exportações, mas devem ser considerados alguns fatores de risco para a evolução dos preços internos, em especial no que se refere aos efeitos da maior volatilidade dos mercados financeiros e dos preços das commodities, particularmente, de produtos metálicos e de energia.

36. As projeções para 2006, no que se refere ao saldo da balança comercial, apresentam perspectivas positivas e as expectativas são de continuidade na obtenção de superávits em transações correntes. Apesar da apreciação cambial ocorrida, as exportações e o saldo comercial apresentam evolução favorável. Por outro lado, o crescimento observado nas importações é consistente com o cenário de retomada da atividade econômica, não comprometendo o desempenho esperado para o setor externo.

37. Nos primeiros quatro meses do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$12,4 bilhões e as transferências unilaterais correntes apresentaram melhora em relação ao resultado de janeiro a abril de 2005. Mesmo com a elevação das remessas líquidas nas contas de serviços e de rendas, o superávit em transações correntes atingiu US\$2 bilhões. Considerando o resultado acumulado em doze meses, o saldo positivo em transações correntes totalizou US\$12,8 bilhões, equivalente a 1,54% do PIB. Os superávits em transações correntes, somados aos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, em doze meses até abril de 2006, atingiram US\$26,2 bilhões, 3,15% do PIB.

38. A melhora significativa nas contas externas ocorrida no passado recente deverá permitir que 2006 seja encerrado com um nível de reservas superior ao de 2005, não obstante as antecipações de pagamentos da dívida pública realizados no ano, e continua indicando um cenário confortável para o balanço de pagamentos, mesmo em cenários com alguma piora nas condições de financiamento ao longo dos próximos meses. A manutenção de elevados superávits comerciais e dos atuais níveis de reservas internacionais, a redução do estoque de passivo externo e os fluxos líquidos de IED constituem variáveis favoráveis para a posição externa brasileira. Fortalecendo o cenário, o fluxo positivo registrado no mercado de câmbio contratado, nos cinco primeiros meses do ano, permite sustentar a expectativa de que não haverá dificuldades para o financiamento do balanço de pagamentos em 2006.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o terceiro trimestre e para o ano de 2006.

39. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre e para o ano 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 o ano de 2006^{1/}

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	116,7-157,9	14,5	137,9-186,6	13,9
Base restrita ^{3/}	81,6-110,4	16,1	95,9-129,8	14,8
Base ampliada ^{4/}	1178,0-1382,8	16,8	1215,7-1427,1	14,5
M4 ^{4/}	1241,2-1679,3	17,6	1284,4-1737,7	15,1

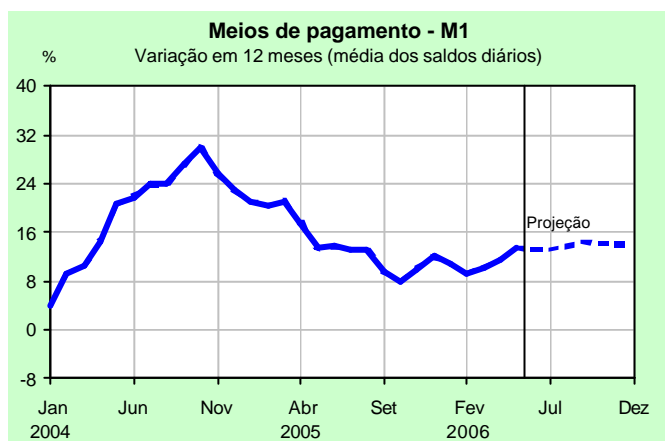
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

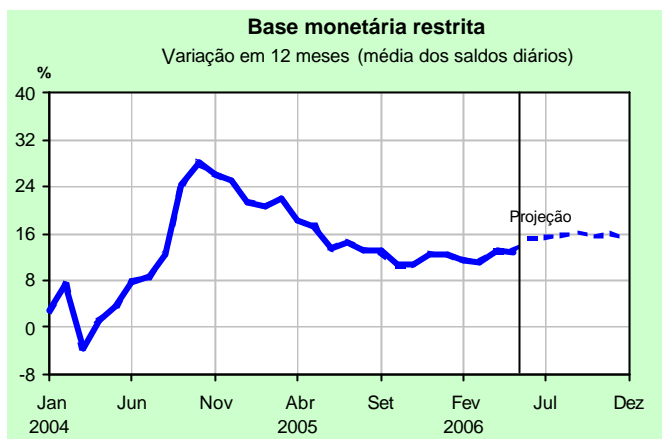
4/ Saldos em fim de período.

40. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerou-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 14,5% para setembro e em 13,9% para dezembro de 2006.

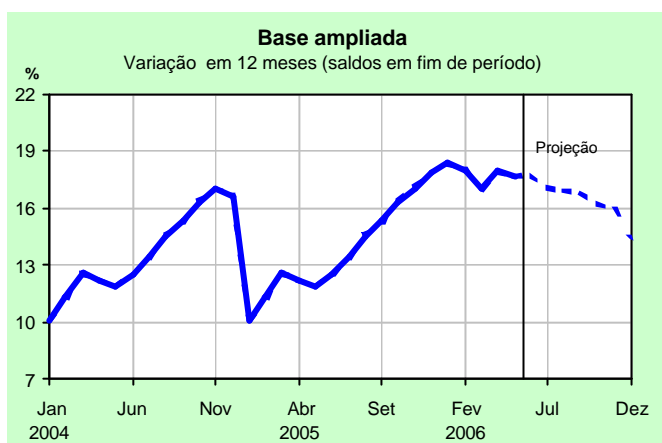


41. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, a recuperação da atividade econômica, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar nº 110, de 29.6.2001.

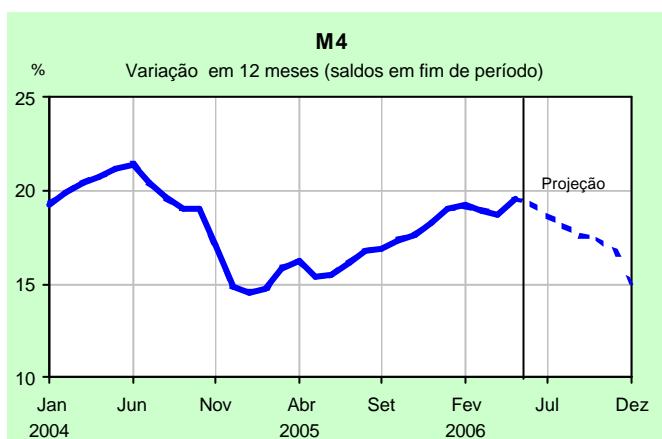
42. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 16,1% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em setembro e de 14,8% em dezembro de 2006.



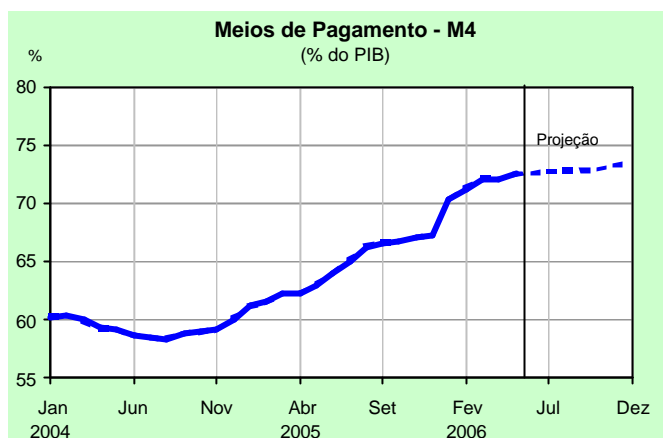
43. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 16,8% em setembro e 14,5% em dezembro de 2006.



44. 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 17,6% em setembro e 15,1% em dezembro de 2006.



45. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo de 2006, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



46. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre abril/maio de 2006, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre de 2006.

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

Discriminação	2006		2006 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	132,0	13,5	137,3	14,5	162,2	13,9
Base restrita ^{4/}	90,8	12,9	96,0	16,1	112,8	14,8
Base ampliada ^{5/}	1223,9	17,7	1280,4	16,8	1321,4	14,5
M4 ^{5/}	1400,1	19,6	1460,3	17,6	1 511,0	15,1

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2006		2006 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,455	0,6	1,430	-1,4	1,438	-0,8
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,350	-4,1	0,351	0,0	0,341	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,388	0,5	0,398	2,1	0,400	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,144	1,6	1,140	1,4	1,144	0,6

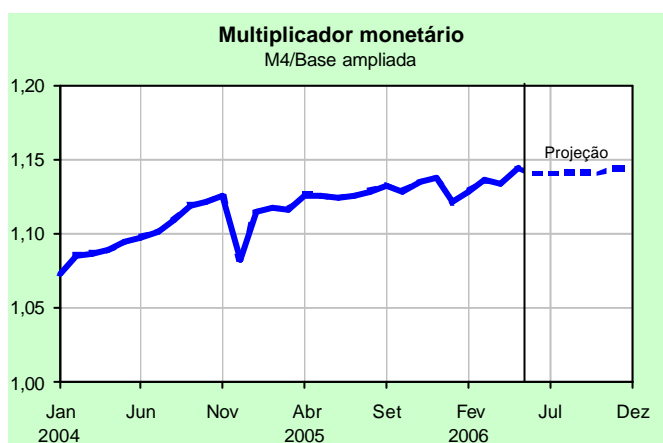
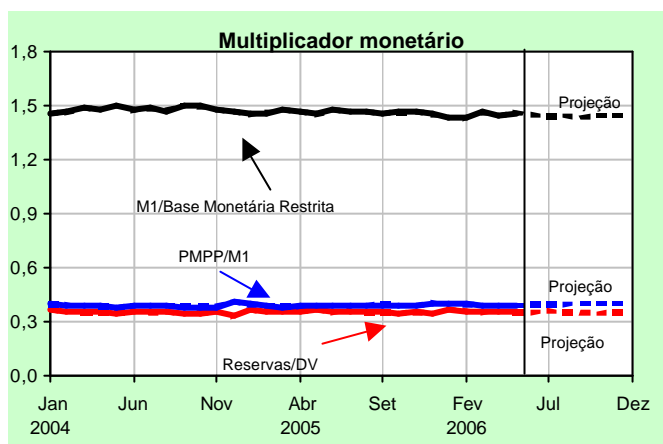
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

48. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo de 2006.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2006 ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	111,8-151,3	9,8	132,0	10,2
Base restrita ^{3/}	78,1-105,6	12,8	90,5	11,1
Base ampliada ^{4/}	1090,9-1280,7	14,9	1207,8	17,0
M4 ^{4/}	1138,7-1540,6	16,2	1371,5	19,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2006 e ocorridos no período abril/maio ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	112,8-152,7	12,4	132,0	13,5
Base restrita ^{3/}	76,7-103,7	12,4	90,8	12,9
Base ampliada ^{4/}	1144,2-1343,2	18,1	1223,9	17,7
M4 ^{4/}	1205,7-1631,3	19,8	1400,1	19,6

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 o ano de 2006 ^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões			
	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	116,7-157,9	14,5	137,9-186,6	13,9
Base restrita ^{3/}	81,6-110,4	16,1	95,9-129,8	14,8
Base ampliada ^{4/}	1178,0-1382,8	16,8	1215,7-1427,1	14,5
M4 ^{4/}	1241,2-1679,3	17,6	1284,4-1737,7	15,1

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	2006		2006 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	132,0	13,5	137,3	14,5	162,2	13,9
Base restrita ^{4/}	90,8	12,9	96,0	16,1	112,8	14,8
Base ampliada ^{5/}	1223,9	17,7	1280,4	16,8	1321,4	14,5
M4 ^{5/}	1400,1	19,6	1460,3	17,6	1 511,0	15,1

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	2006		2006 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,455	0,6	1,430	-1,4	1,438	-0,8
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,350	-4,1	0,351	0,0	0,341	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,388	0,5	0,398	2,1	0,400	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,144	1,6	1,140	1,4	1,144	0,6

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.