

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico - DEPEC

# Programação Monetária

**2005**

Setembro – 2005

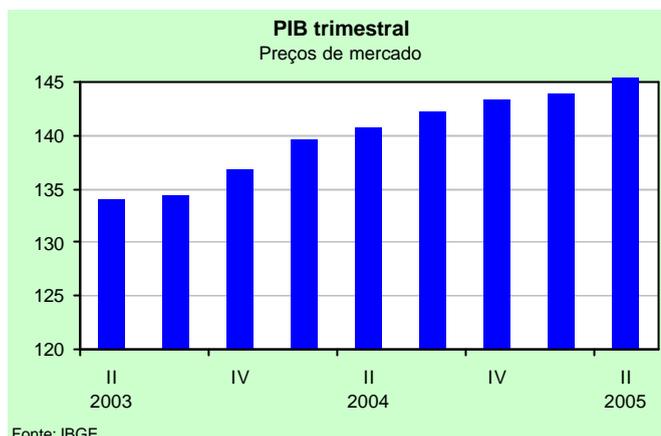


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

# Programação Monetária para o quarto trimestre de 2005

## A. A economia brasileira no terceiro trimestre de 2005

1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 3,4% no primeiro semestre de 2005, em relação ao mesmo período de 2004, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A indústria apresentou o crescimento mais significativo, no período, 4,4%, seguindo-se os setores agropecuário, 2,9%, e de serviços, 2,4%. Considerando a evolução na margem, o PIB cresceu 1,4% no segundo trimestre de 2005, em relação ao trimestre anterior, dados dessazonalizados.



Todos os setores de atividade registraram crescimento no trimestre, com a taxa mais expressiva, 3%, ocorrendo na indústria. O setor de serviços e a agropecuária apresentaram crescimentos de 1,2% e 1,1% respectivamente.

2. A produção industrial, após período de acomodação nos primeiros meses do ano, cresceu 2,2% no trimestre maio a julho, ante o trimestre encerrado em abril, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE. A produção da atividade extrativa aumentou 6,3% e a relativa à indústria de transformação, que corresponde a mais de 95% da produção do setor industrial, cresceu 2%.

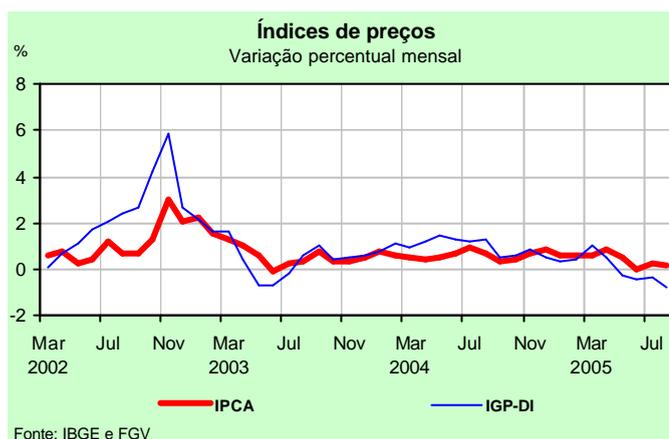


Registraram-se, no trimestre, aumentos na produção de todas as categorias de uso, atingindo 4,4% em bens de capital, 2,3% em bens intermediários e 2% em bens de consumo. Considerando-se os resultados acumulados nos sete primeiros meses do ano, a produção do setor industrial elevou-se 4,3%, resultado de aumentos de 10,5% na indústria extrativa e de 4% na indústria de transformação.

3. O Índice de Volume de Vendas no Varejo, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) divulgada pelo IBGE, registrou alta de 2,5% no trimestre encerrado em julho de 2005, ante o resultado do trimestre encerrado em abril, considerada a série ajustada sazonalmente. Os segmentos de móveis e eletrodomésticos e de hipermercados e supermercados apresentaram resultados positivos nessa base de comparação, 6,9% e 2,6%, respectivamente. Os outros segmentos registraram queda, ocorrendo com maior intensidade em tecidos, vestuário e calçados, -1,2%.



4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) recuou 1,63% no trimestre encerrado em agosto, evidenciando a evolução dos preços no segmento atacadista e ao consumidor. No atacado, após registrarem altas nos primeiros meses do ano, os preços dos produtos industriais decresceram 1,65% no trimestre junho a agosto, refletindo, entre outros fatores, a apreciação da taxa de câmbio. Os preços agrícolas, evidenciando a continuidade da comercialização da

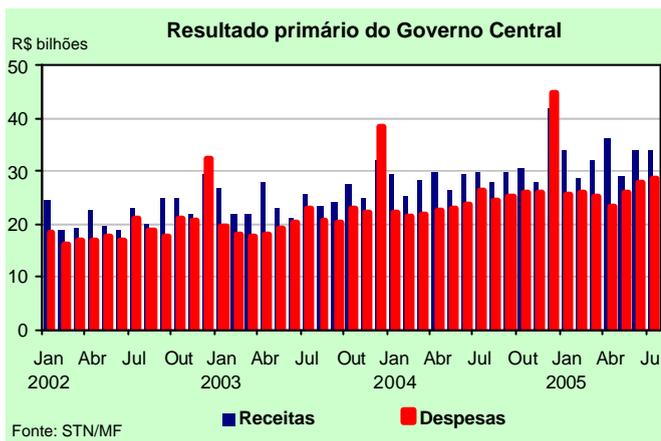


nova safra e também favorecidos pelo desempenho da taxa de câmbio, decresceram 4,97% no período. O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) apresentou redução de 0,36% no trimestre encerrado em agosto, ante alta de 2,39% no trimestre anterior, resultado associado, principalmente, às quedas de preços nos grupos alimentação e vestuário. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou variação de 0,4% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,98% no trimestre março a maio, traduzindo o arrefecimento dos preços livres e dos preços monitorados. O índice apresentou variações mensais de -0,02% em junho, única variação negativa desde junho de 2003, de 0,25% em julho e de 0,17% em agosto.

5. A taxa de desemprego aberto vem mantendo-se estável nos últimos meses, situando-se em 9,4% em julho, de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE. Ressalte-se que em todos os meses de 2005 as taxas de desemprego apresentaram-se nos menores patamares para os mesmos períodos do ano, desde o início da série em 2002. A taxa de desemprego média do período janeiro a julho de 2005 recuou 1,9 p.p. em relação ao mesmo período de 2004, registrando-se, no período, a criação de 748 mil postos de trabalho, dos quais 517 mil com carteira assinada.



6. O superávit primário do setor público não financeiro acumulado até julho alcançou R\$68,7 bilhões, 6,3% do PIB, em 2005, ante R\$52,8 bilhões, 5,4% do PIB, no mesmo período de 2004, constituindo o resultado mais favorável para essa base de comparação, em unidades monetárias correntes e em percentual do PIB, desde o início da divulgação da série, em 1991. O aumento equivalente a 0,9 p.p. do PIB registrado no período refletiu melhora nos superávits em todas as esferas de governo, atingindo 0,2 p.p. no governo central e nos governos regionais e 0,5 p.p. nas empresas estatais. Assinale-se que o superávit primário acumulado até julho de 2005 pelo setor público não financeiro ultrapassa em 14,2% a meta estabelecida pelo governo até agosto, e equivale a 82% da meta estabelecida para o ano.



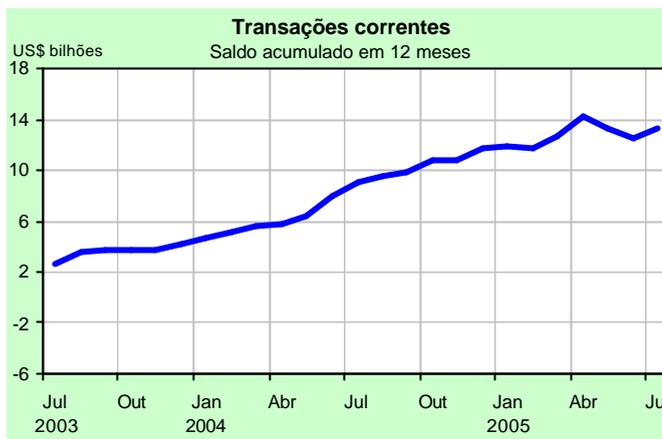
7. Os juros nominais, apropriados pelo critério de competência, acumularam R\$92,3 bilhões, 8,4% do PIB, até julho, comparativamente a R\$72,2 bilhões, 7,3% do PIB, no mesmo período do ano anterior. As necessidades de financiamento do setor público não financeiro, constituídas do resultado primário e juros nominais apropriados, acumularam déficit de R\$23,5 bilhões, 2,1% do PIB, até julho, comparativamente a R\$19,4 bilhões, 2% do PIB, em igual período de 2004.



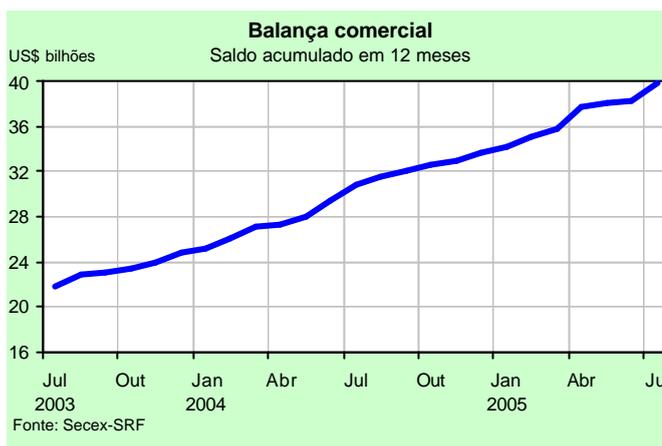
8. A dívida líquida do setor público (DLSP) totalizou R\$971,8 bilhões, 51,3% do PIB, em julho, comparativamente a R\$957 bilhões, 51,7% do PIB, ao final de 2004. Esse resultado deveu-se à apropriação de juros de R\$92,3 bilhões, assim como ao superávit primário de R\$68,7 bilhões e ao efeito da apreciação cambial, da ordem de R\$14,2 bilhões. Expressa em porcentagem do PIB, a DLSP decresceu 0,4 p.p. no período, não obstante tenha aumentado 0,8 p.p. de abril a julho, como resultado do comportamento recente do IGP-DI centrado, índice utilizado como inflator do PIB valorizado.



9. O superávit da balança comercial alcançou US\$5 bilhões em julho e US\$24,7 bilhões nos primeiros sete meses do ano. As exportações brasileiras totalizaram US\$11,1 bilhões em julho, maior valor mensal já registrado, e US\$64,7 bilhões até julho, com aumento de 24,6% em relação ao mesmo período do ano anterior. As importações atingiram, nos períodos correspondentes, US\$6 bilhões e US\$40,1 bilhões, respectivamente, assinalando-se que o total acumulado no ano elevou-se 19,2% na comparação com o mesmo período de 2004.



10. O superávit em conta corrente atingiu US\$7,9 bilhões nos primeiros sete meses do ano, ante US\$6,2 bilhões no mesmo período do ano anterior, desempenho associado, em grande parte, ao dinamismo das exportações e, em menor escala, ao resultado em transferências unilaterais. Em doze meses, o superávit em transações correntes atingiu US\$13,4 bilhões, 1,94% do PIB, resultado superado apenas pelo recorde de US\$14,2 bilhões, 2,19% do PIB, assinalado em abril desse ano. As despesas líquidas com serviços totalizaram US\$4,2 bilhões no período janeiro a julho de 2005, apresentando crescimento de 85% relativamente ao mesmo período de 2004, enquanto as remessas líquidas de rendas elevaram-se 23%, atingindo US\$14,6 bilhões.



11. A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou remessas líquidas de US\$2,9 bilhões, de janeiro a julho de 2005, ante US\$3,8 bilhões no período correspondente de 2004. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos aumentaram 87,8% no período, somando US\$10,6 bilhões, dos quais US\$8,4 bilhões referentes a ingressos na forma de participação e US\$2,2 bilhões a empréstimos intercompanhias.



12. As reservas internacionais, no conceito de liquidez, aumentaram US\$2,1 bilhões de janeiro a agosto de 2005, totalizando US\$55,1 bilhões. As reservas líquidas ajustadas, no conceito do Banco Central, cresceram US\$12,9 bilhões, somando US\$40,4 bilhões. Devido à maior oferta de divisas no mercado interno, o Banco Central adquiriu, ao longo do primeiro trimestre, US\$10,2 bilhões no mercado à vista de câmbio. Com relação às operações externas, destacaram-se o desembolso de US\$4,5 bilhões em bônus da República e a despesa líquida de US\$8,6 bilhões com o serviço da dívida externa, exclusive FMI. Com relação a essa última, ressaltaram-se as amortizações de US\$3,5 bilhões de bônus; a despesa de US\$3,9 bilhões de juros de bônus; as amortizações de US\$985 milhões ao Clube de Paris; a despesa de juros de US\$918 milhões ao FMI; além da receita de US\$853 milhões com a remuneração das reservas. As amortizações ao FMI totalizaram US\$7,8 bilhões, incluída a antecipação das parcelas trimestrais da linha de crédito SRF (*Supplemental Reserve Facility*) que venceriam até março de 2006. As liquidações de compras do Tesouro Nacional totalizaram US\$6 bilhões, enquanto as demais operações geraram despesa de US\$2,2 bilhões.



## B. Política monetária no segundo trimestre de 2005

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

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$80,2 bilhões em junho, com redução de 0,2% no mês e expansão de 13,4% em 12 meses. O papel-moeda emitido alcançou R\$55 bilhões, apresentando crescimento de 1,2% no mês e de 21,1% em 12 meses, enquanto as reservas bancárias atingiram R\$25,3 bilhões, registrando retração de 3,1% e elevação de 10,1%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

15. A base monetária ampliada, no conceito de saldo de final de período, atingiu R\$1,05 trilhão em junho, registrando elevações de 1,29% no mês e de 12,51% em 12 meses. Considerando os componentes do agregado, em junho, a base restrita somou R\$78,5 bilhões, os depósitos compulsórios, R\$67,7 bilhões, e o saldo de títulos do TN e do BCB em poder do mercado, R\$907,2 bilhões.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2005 <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>	102,3-138,4	15,7	118,2	13,7
Base restrita <sup>3/</sup>	69,6-94,2	15,7	80,2	13,4
Base ampliada <sup>4/</sup>	909,9-1231,1	14,3	1053,5	12,5
M4 <sup>4/</sup>	1014,0-1371,9	16,1	1185,0	15,5

<sup>1/</sup> Refere-se ao último mês do período.

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

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

<sup>4/</sup> Saldos em fim de período.

16. O saldo médio dos meios de pagamento (M1) alcançou R\$118,2 bilhões em junho, com expansão de 1,6% no mês e de 13,7% em 12 meses. O papel-moeda em poder do público atingiu R\$45,6 bilhões, com crescimentos de 1,5% no mês e de 14,4% em 12 meses, e os depósitos à vista totalizaram R\$72,6 bilhões, com aumentos de 1,6% e de 13,2%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

17. O agregado monetário M4 registrou expansão de 1,2% em junho, totalizando R\$1,18 trilhão. Em 12 meses, o aumento atingiu 15,5%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central e as operações do extramercado, determinaram impacto expansionista de R\$15,6 bilhões no segundo trimestre. No mercado primário, verificaram-se compras líquidas de US\$1,2 bilhão em papéis do TN e do BCB. No mercado secundário, as compras líquidas de títulos totalizaram R\$14,5 bilhões.

19. Em abril, o Copom decidiu, unanimemente, aumentar a meta para a taxa Selic em 0,25 p.p., para 19,5% a.a., sem viés, em virtude da identificação da existência de fatores que aumentaram os riscos a que está submetido o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Esses riscos estavam associados à persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e à deterioração no cenário externo. Posteriormente, considerando a persistência de focos de pressão na inflação corrente, que contaminaram a inflação de abril, fizeram com que se deteriorassem as expectativas para 2005 e provocaram a permanência dos núcleos em níveis elevados, o Copom decidiu, mais uma vez por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 19,75% a.a., sem viés, em maio. Em junho, o Copom avaliou que houve uma redução na persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e uma melhora do cenário externo, reduzindo-se, em relação à reunião de maio, os riscos a que está submetido o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Diante disso, o Comitê decidiu, por unanimidade, manter a meta para a taxa Selic em 19,75% a.a., sem viés.

### **C. Política monetária no bimestre julho–agosto de 2005**

20. A base monetária restrita, de acordo com o conceito de média dos saldos diários, somou R\$82,1 bilhões em agosto, com retração de 0,5% no mês e crescimento de 13,2% em 12 meses. Quanto aos seus componentes, o papel-moeda emitido aumentou 0,1% no mês e 13,7% em 12 meses, somando R\$56,3 bilhões. As reservas bancárias, totalizando R\$25,8 bilhões, apresentaram recuo de 2% em relação a julho e expansão de 12,1% nos últimos 12 meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,08 trilhão em julho, expandindo-se 1,1% no mês e 14,4% nos últimos 12 meses. A base restrita atingiu R\$79,8 bilhões, os depósitos compulsórios em espécie, R\$68,9 bilhões e os títulos públicos federais em poder de mercado, R\$921,6 bilhões.

22. O saldo médio dos meios de pagamento (M1) alcançou R\$120,2 bilhões em agosto, com decréscimo de 0,3% no mês e acréscimo de 13,1% em 12 meses. O papel-moeda em poder do público situou-se em R\$46,5 bilhões, implicando em redução de 0,1% no mês e aumento de 13,1% em 12 meses. Os depósitos à vista atingiram R\$73,7 bilhões, com redução mensal de 0,4% e aumento de 13,1% em 12 meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2005 e ocorridos no período julho/agosto<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	106,4-144,0	14,4	120,2	13,1
Base restrita <sup>3/</sup>	71,5-96,8	15,0	82,7	13,2
Base ampliada <sup>4/</sup>	934,9-1264,9	15,7	1082,5	14,4
M4 <sup>4/</sup>	1049,1-1419,4	16,2	1229,7	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.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$1,23 trilhão em julho, denotando expansão de 2% no mês e de 17,4% em 12 meses.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central e as operações do extramercado, resultaram em expansão monetária de R\$1,2 bilhão no bimestre julho-agosto. No mercado primário, o resultado líquido determinou impacto expansionista de R\$10,2 bilhões. No mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto contracionista de R\$9 bilhões.

25. Nas reuniões de julho e de agosto, o Copom avaliou que houve uma melhora do cenário externo, não obstante a permanência de níveis elevados para os preços internacionais do petróleo, configurando-se, de maneira mais definida, um cenário benigno para a evolução da inflação. Nesse contexto, em que a política monetária passa a se defrontar com o desafio de garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro, o Copom considerou que a perspectiva de manutenção da taxa de juros básica por um período suficientemente longo de tempo no nível estabelecido em sua reunião de maio seria capaz de proporcionar condições adequadas para assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas. Assim, a meta para a taxa Selic foi mantida em 19,75% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) <sup>1/</sup>
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
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

#### D. Perspectivas para o quarto trimestre

26. A economia brasileira voltou a registrar forte expansão da atividade no segundo trimestre, após relativa acomodação ocorrida no final de 2004 e no primeiro trimestre de 2005. O crescimento nos últimos meses contrariou as expectativas prevalecentes no início do ano, quando, face o recrudescimento da inflação, delineava-se perda de dinamismo da atividade.

27. A aceleração do crescimento refletiu tanto o impulso à demanda interna, decorrente da expansão do crédito e, mais recentemente, do aumento da renda, quanto a continuidade do patamar elevado da demanda externa. A retomada da atividade tem sido impulsionada, no cenário interno, pelo segmento de bens de consumo durável, evidenciando as melhores condições de crédito associadas à modalidade de crédito consignado e aos acordos entre lojas comerciais e financeiras. Adicionalmente, indicadores recentes revelam

aumento mais significativo da produção de bens de consumo não durável, relacionado, principalmente, à evolução da renda real.

28. Os investimentos também apresentaram recuperação expressiva no segundo trimestre do ano, após recuos nos dois trimestres anteriores. No trimestre encerrado em julho, a produção de bens de capital atingiu patamar recorde, apesar do nível relativamente baixo da produção de bens destinados à agricultura, evidenciando o dinamismo dos demais setores. Paralelamente a esse comportamento, as importações de bens capital têm apresentado aumento significativo nos últimos meses. Sondagens conjunturais apontam perspectivas de sustentação do investimento em nível elevado para o restante do ano.

29. A sustentabilidade desse cenário decorre da continuidade dos crescimentos do emprego, da renda e do crédito, bem como pela manutenção da atividade econômica mundial em patamar relativamente elevado, não obstante a elevação nas cotações do petróleo.

30. Os indicadores do mercado de trabalho apontam recuperação do rendimento real e queda da taxa de desemprego nos últimos meses. A conjunção de todos esses resultados favoráveis, assim como a convergência das variações dos preços para as metas estabelecidas, mesmo diante das incertezas que caracterizam o cenário político, ratifica a maturidade do processo de consolidação do crescimento sustentado da economia no médio e longo prazos.

31. A evolução das operações de crédito do sistema financeiro, no trimestre junho a agosto, permaneceu condicionada, fundamentalmente, pelo aumento da demanda por empréstimos consignados em folha de pagamento e por financiamentos para aquisição de bens duráveis. Ao mesmo tempo em que a elevação da demanda por crédito bancário ocorre em um ambiente de redução da inadimplência, o volume de captações de recursos por parte das empresas no mercado de capitais segue apresentando valores significativos, mediante emissões de ações e debêntures.

32. A austeridade na condução da política fiscal continua a assegurar a sustentabilidade da dívida pública. Nesse sentido, devem ser salientados tanto os resultados favoráveis relacionados ao ritmo de sua capitalização, cuja taxa tem se mantido significativamente abaixo da Selic, quanto a redução de sua volatilidade, decorrente tanto da redução da exposição cambial quanto da maior participação da dívida prefixada.

33. A evolução da balança comercial, mesmo incorporando o crescimento das importações, fortalece a projeção de superávit comercial crescente em 2005. Esse resultado favorecerá a obtenção de novo superávit em transações correntes.

34. Nos primeiros sete meses do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$24,7 bilhões e as transferências unilaterais correntes também apresentaram melhora

em relação ao resultado de janeiro a julho de 2004. Mesmo com a elevação das remessas líquidas nas contas de serviços e de rendas, o superávit em transações correntes relativo aos sete primeiros meses de 2005 foi maior que o assinalado no mesmo período de 2004. Considerando o resultado acumulado em doze meses, o saldo positivo em transações correntes totalizou US\$13,4 bilhões, o segundo melhor resultado da série, equivalente a 1,94% do PIB.

35. A melhora expressiva nas contas externas deverá contribuir para que o nível de reservas internacionais líquidas aumente em 2005, pelo terceiro ano consecutivo. As reservas internacionais brutas deverão aumentar pelo quinto ano consecutivo, não obstante a antecipação dos pagamentos ao FMI. A reversão significativa registrada nas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos, a partir de 2003, esteve associada ao desempenho em transações correntes, fundamentalmente aos resultados da balança comercial. Os sucessivos superávits em transações correntes, somados aos crescentes fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, passaram de 3,58% do PIB, em doze meses até julho de 2004, para 5,3% do PIB, na mesma base de comparação de 2005.

36. A manutenção de elevados superávits comerciais, a redução do estoque da dívida externa, os elevados fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e a manutenção dos níveis atuais de reservas internacionais constituem resultados favoráveis para a posição externa brasileira. Fortalecendo esse cenário, o fluxo positivo registrado no mercado de câmbio contratado, nos sete primeiros meses do ano, e as recentes emissões soberanas, permitem sustentar a avaliação de que não haverá dificuldades no financiamento do balanço de pagamentos, tanto em 2005 quanto em 2006.

37. O comportamento dos preços nos últimos meses, bem como as expectativas quanto à sua evolução, evidenciam não apenas a superação das pressões inflacionárias existentes ao longo de 2004 e início de 2005, mas também que as incertezas relativas à trajetória da inflação, presentes anteriormente, estão sendo dissipadas. Essa evolução deve ser atribuída, fundamentalmente, à ação das medidas de política monetária, ainda que seja possível identificar no comportamento recente dos preços fatores relacionados a condições favoráveis de oferta.

38. Nesse sentido, a perspectiva favorável para a evolução futura dos preços, expressa pelas estimativas de mercado, resulta, em grande parte, da política monetária implementada. Para os próximos meses, não há expectativa de pressões generalizadas sobre preços, sejam de ordem inercial ou relacionadas à recuperação de margens, o que consolida a trajetória de convergência da inflação para as metas fixadas para 2005 e 2006.

**E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2005.**

39. A programação dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2005 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juro 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 2005<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões	
	Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	124,4-168,4	15,2
Base restrita <sup>3/</sup>	86,5-117,1	16,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	970,0-1312,3	16,5
M4 <sup>4/</sup>	1103,0-1492,3	17,0

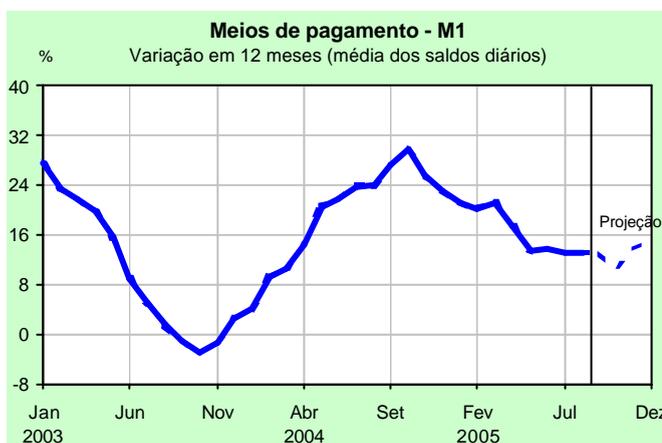
1/ Refere-se ao último mês do período.

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.

40. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerou-se, ainda, 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 15,2% para dezembro de 2005.

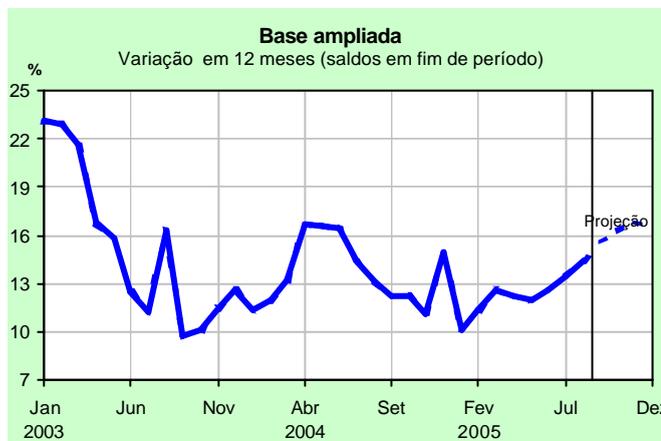


41. Considerou-se, ainda, para a projeção dos meios de pagamento, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar 110, de 29.6.2001 e o pagamento das restituições de imposto de renda.



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 em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 16,6% em dezembro de 2005.

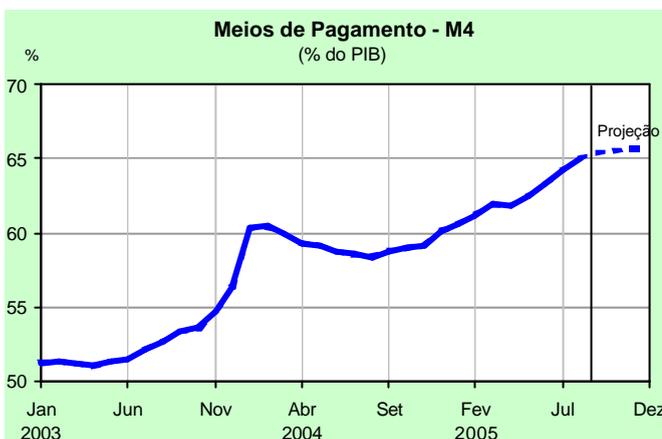
43. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juro e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 16,5% em dezembro de 2005.



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% em dezembro de 2005.



45. 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.



46. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho-agosto de 2005, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2005.

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

Discriminação	2004		2005			
	Ano		Julho/Agosto		Ano <sup>2/</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>	127,1	21,2	120,2	13,1	146,4	15,2
Base restrita <sup>4/</sup>	87,3	23,4	82,7	13,2	101,8	16,6
Base ampliada <sup>5/</sup>	979,2	10,4	1082,5	14,4	1141,2	16,5
M4 <sup>5/</sup>	1109,5	15,8	1229,7	17,4	1 297,7	17,0

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.

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

**Quadro 5. Multiplicador monetário''**

Discriminação	2004		2005			
	Ano		Julho/Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,456	-1,7	1,464	-0,1	1,438	-1,2
Res.bancárias / dep.vis	0,344	5,2	0,350	-0,8	0,344	0,0
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,401	1,0	0,387	0,0	0,407	1,5
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,133	4,7	1,136	2,6	1,137	0,4

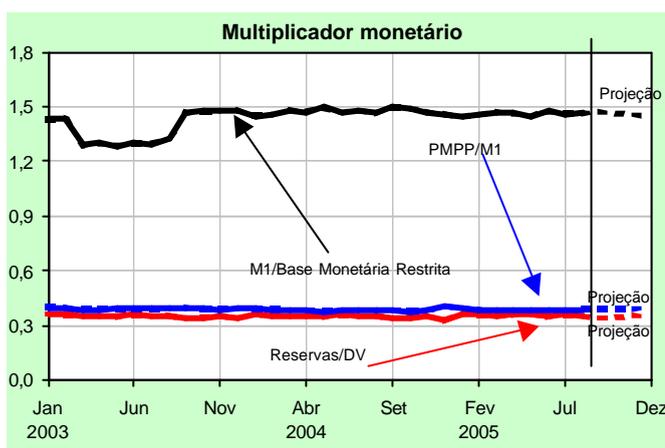
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2005 <sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	102,3-138,4	15,7	118,2	13,7
Base restrita <sup>3/</sup>	69,6-94,2	15,7	80,2	13,4
Base ampliada <sup>4/</sup>	909,9-1231,1	14,3	1053,5	12,5
M4 <sup>4/</sup>	1014,0-1371,9	16,1	1185,0	15,5

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2005 e ocorridos no período julho/agosto <sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	106,4-144,0	14,4	120,2	13,1
Base restrita <sup>3/</sup>	71,5-96,8	15,0	82,7	13,2
Base ampliada <sup>4/</sup>	934,9-1264,9	15,7	1082,5	14,4
M4 <sup>4/</sup>	1049,1-1419,4	16,2	1229,7	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 2005 <sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões	
	Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	124,4-168,4	15,2
Base restrita <sup>3/</sup>	86,5-117,1	16,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	970,0-1312,3	16,5
M4 <sup>4/</sup>	1103,0-1492,3	17,0

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	2004		2005			
	Ano		Julho/Agosto		Ano <sup>2/</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>	127,1	21,2	120,2	13,1	146,4	15,2
Base restrita <sup>4/</sup>	87,3	23,4	82,7	13,2	101,8	16,6
Base ampliada <sup>5/</sup>	979,2	10,4	1082,5	14,4	1141,2	16,5
M4 <sup>5/</sup>	1109,5	15,8	1229,7	17,4	1 297,7	17,0

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	2004		2005			
	Ano		Julho/Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,456	-1,7	1,464	-0,1	1,438	-1,2
Res.bancárias / dep.vis	0,344	5,2	0,350	-0,8	0,344	0,0
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,401	1,0	0,387	0,0	0,407	1,5
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,133	4,7	1,136	2,6	1,137	0,4

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.