

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico - DEPEC

# Programação Monetária

**2005**

**Dezembro – 2004**

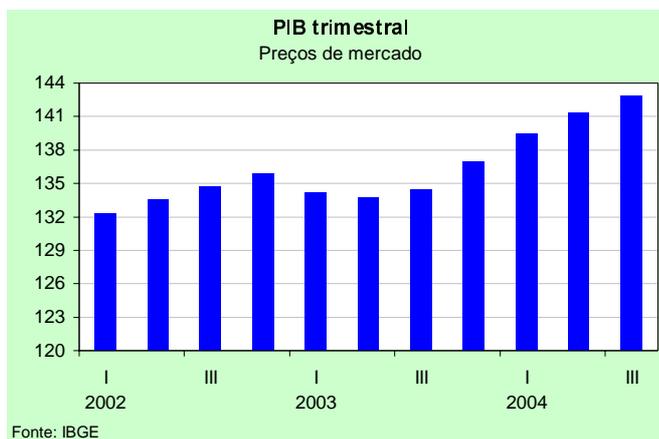


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

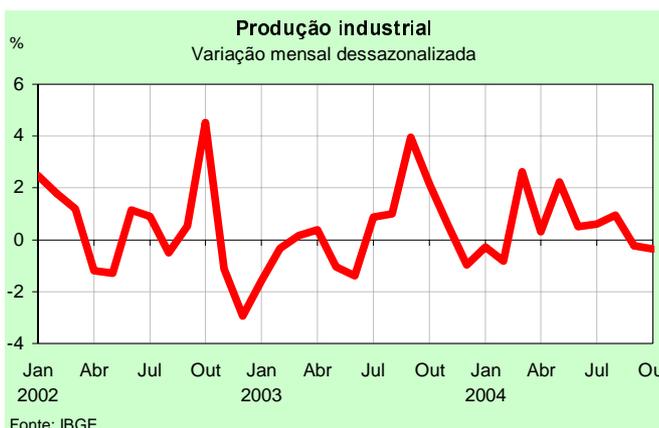
## Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2005

### A. A economia no quarto trimestre de 2004

1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 1% no terceiro trimestre, em relação ao resultado do segundo trimestre, de acordo com estatísticas dessazonalizadas divulgadas pelo IBGE. A análise setorial revela que o desempenho do PIB no terceiro trimestre refletiu recuo de 3,6% na agropecuária, enquanto o produto do setor industrial, confirmando o comportamento de indicadores mensais de nível de atividade, cresceu 2,8%, e o do setor de serviços, apresentando alta pelo quinto trimestre seguido, 0,7%, favorecido pela expansão da renda. O crescimento do PIB nos nove primeiros meses de 2004, comparativamente a igual período de 2003, atingiu 5,3%. Esse resultado está associado ao aumento da demanda interna no primeiro semestre, decorrente das melhores condições de crédito e da recuperação gradual dos rendimentos reais, ao desempenho do comércio exterior e ao aumento dos investimentos. O consumo das famílias aumentou 3,9%; a formação bruta de capital fixo, 11,8%; as exportações, 18,6%; e as importações, 14,9%, na mesma base de comparação.



2. A produção industrial retraiu-se 0,4% em outubro ante setembro, considerada a série dessazonalizada, apresentando taxa de crescimento de 1,3% no trimestre agosto a outubro, ante o trimestre encerrado em julho. A análise por categorias de uso revela a continuidade do dinamismo da produção de bens de consumo durável, com expansão de 1,8% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao trimestre maio a julho. A produção de bens intermediários aumentou 1,5%, a de bens de consumo semidurável e não-durável manteve-se estável. Na mesma base de comparação a produção de bens de capital mostrou redução de 2,1%. No ano, até outubro, a produção industrial registrou expansão acumulada de 8,3%, em relação a igual período de 2003.

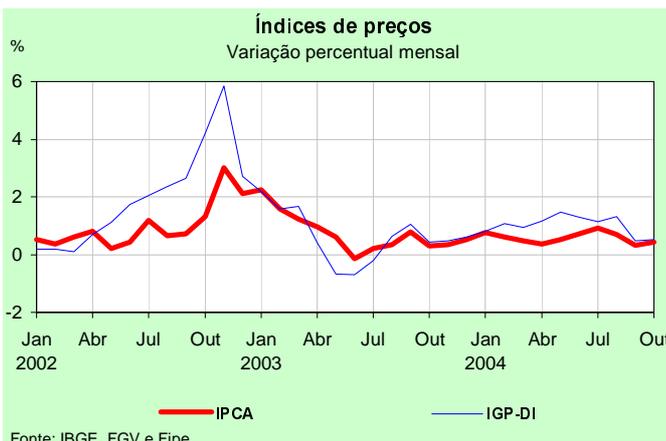


3. As vendas do comércio varejista mantiveram-se estáveis, em nível historicamente elevado, no terceiro trimestre de 2004, após apresentarem tendência crescente desde meados de 2003. Destaque-se, no período, o desempenho positivo de setores cujas vendas estão condicionadas principalmente à evolução da renda, como alimentos e bebidas, enquanto segmentos mais sensíveis às condições de crédito mostraram perda de dinamismo. Ressalte-se que a evolução recente



de fatores determinantes do fluxo de vendas, em especial a continuidade de expansão da massa salarial e o comportamento das expectativas dos consumidores, delinea perspectivas favoráveis para o setor no final do ano.

4. A variação acumulada do IGP-DI, da Fundação Getulio Vargas, atingiu 1,84% no trimestre encerrado em novembro, ante 3,79% no trimestre junho a agosto. Ressalte-se que a redução na taxa do trimestre ocorreu mesmo com as taxas mensais apresentando trajetória ascendente no período: 0,48% em setembro, 0,53% em outubro e 0,82% em novembro. O comportamento desse índice foi determinado, sobretudo, pela evolução do Índice de Preços por Atacado (IPA), que



participa com 60% na sua composição e mostrou taxas significativamente menores nos meses de setembro a novembro, em virtude do recuo dos preços do setor primário. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), do IBGE, alcançou 1,47% no trimestre encerrado em novembro, ante 2,3%, de junho a agosto. Apesar do recuo no trimestre, os preços livres e os monitorados mostraram taxas mensais crescentes no período. No primeiro grupo, o avanço da inflação esteve associado, principalmente, aos aumentos dos preços dos artigos de residência e do vestuário. Entre os monitorados, destacaram-se as altas dos preços dos combustíveis e de telefonia fixa.

5. A taxa de desemprego aberto manteve-se em trajetória descendente ao

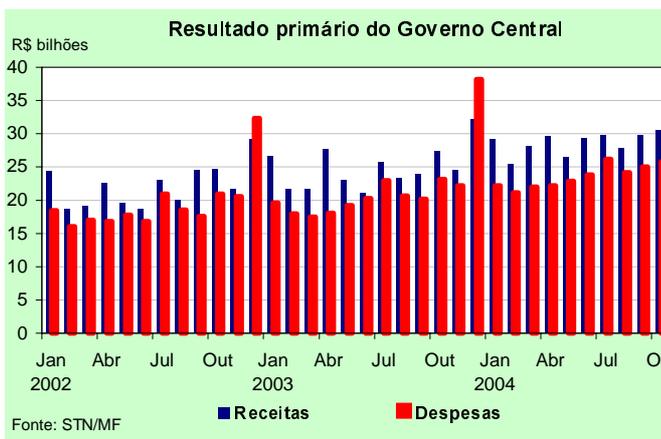
longo do segundo semestre, atingindo 10,5% em outubro, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE. Embora a redução do desemprego esteja parcialmente influenciada pela sazonalidade favorável do segundo semestre, a intensidade de queda das taxas reflete, principalmente, o dinamismo da economia ao longo do ano e a conseqüente geração de novos postos. Nesse sentido, a taxa



de desemprego em outubro de 2004 é 2,4 p.p. inferior à de outubro do ano anterior. Adicionalmente, o crescimento médio do número de ocupados no trimestre agosto a outubro totalizou 94 mil pessoas, ante o ingresso de 48 mil pessoas na população economicamente ativa.

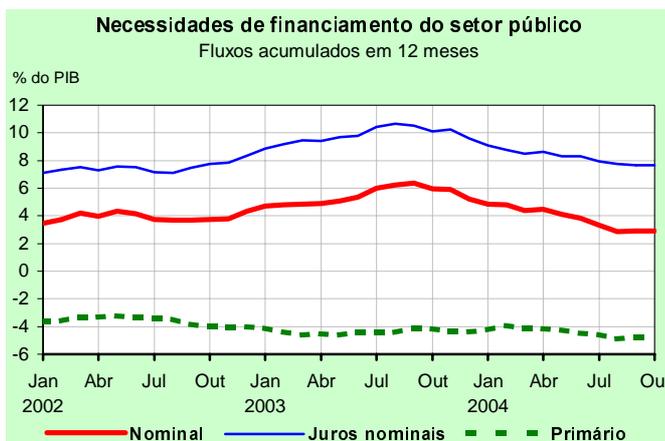
6. O superávit primário do governo central atingiu R\$4,8 bilhões em outubro,

mantendo-se estável em relação ao mês anterior e acumulando resultado positivo de R\$51 bilhões, 3,7% do PIB, nos dez primeiros meses de 2004, comparativamente a R\$42,9 bilhões, 3,5% do PIB, em período equivalente de 2003. O superávit em outubro resultou do saldo positivo de R\$7,3 bilhões obtido pelo Tesouro Nacional e do déficit de R\$2,6 bilhões da Previdência Social (RGPS), além do

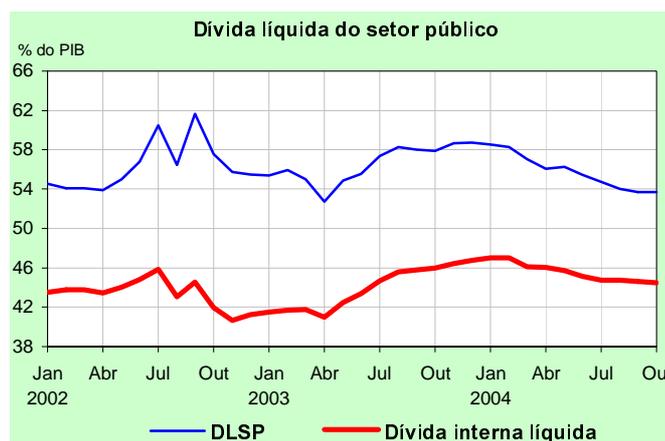


saldo negativo de R\$20 milhões no resultado do Banco Central. A receita líquida total do Governo Central acumulada em 2004 somou R\$286,5 bilhões até outubro, ante R\$241,9 bilhões em igual período do ano anterior, enquanto as despesas totais somaram R\$235,5 bilhões, ante R\$199 bilhões nos dez primeiros meses de 2003.

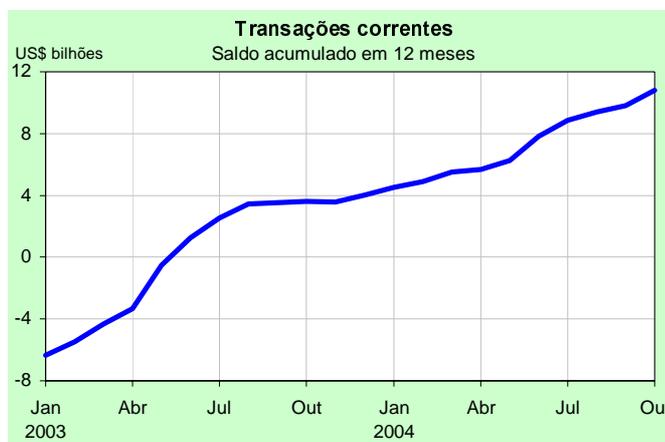
7. As necessidades de financiamento do setor público, no conceito nominal, conceito que abrange o resultado primário e os juros nominais apropriados, apresentaram déficit de R\$2,9 bilhões em outubro. Considerado o resultado acumulado no ano, o déficit nominal totalizou R\$28,4 bilhões, 2% do PIB, comparativamente a R\$59,7 bilhões, 4,8% do PIB, em 2003, constituindo o melhor resultado nominal registrado nessa base de comparação desde o início da divulgação da série, em 1991. Essa performance foi determinada, sobretudo, por taxas básicas de juros pela manutenção de resultados primários favoráveis.



8. A dívida líquida do setor público não financeiro totalizou R\$945,4 bilhões, 53,7% do PIB, em outubro, comparativamente a R\$945,7 bilhões, 54,7% do PIB, em julho, e a R\$913,1 bilhões, 58,7% do PIB, em dezembro de 2003. Ressalte-se que a relação dívida líquida/PIB atingiu o nível mais baixo desde abril de 2003, quando se situara em 52,7%.

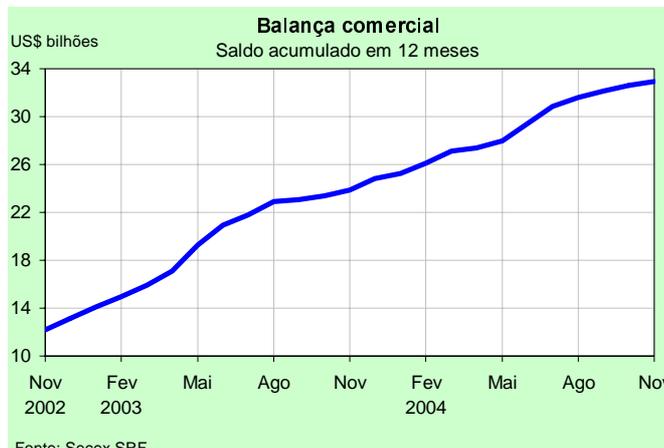


9. As transações correntes do balanço de pagamentos registraram superávit de US\$1 bilhão em outubro, acumulando resultado positivo de US\$10,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2004. Esse desempenho foi influenciado, fundamentalmente, pelos superávits comerciais, favorecidos pelos sucessivos recordes das exportações, e, em menor escala, pelos ingressos associados à conta de transferências unilaterais. Os gastos líquidos com serviços atingiram US\$3,7 bilhões de



janeiro a outubro, declínio de 14,4% relativamente ao resultado do período correspondente de 2003. Considerada a mesma base de comparação, as remessas líquidas de rendas expandiram 13,6%, totalizando US\$16,5 bilhões.

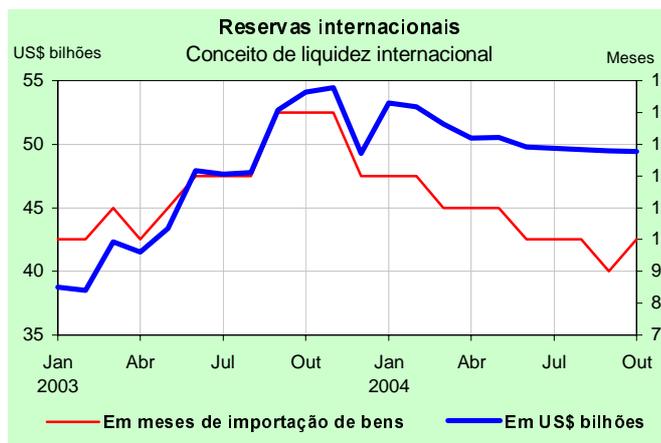
10. O saldo da balança comercial atingiu US\$2,1 bilhões em novembro e US\$30,2 bilhões no acumulado do ano. As exportações totalizaram US\$87,3 bilhões, de janeiro a novembro, aumento de 31,6% ante o resultado do mesmo período de 2003, refletindo a obtenção de valores recordes em todas as categorias de produtos, resultados condicionados pelo aumento das quantidades embarcadas e por elevações nos preços internacionais de importantes produtos da pauta exportadora brasileira. Assim, consideradas as médias diárias das exportações relativas a janeiro a novembro de 2004 e do ano anterior, registraram-se crescimentos de 36,7% nas vendas de produtos básicos e de 33,3% e 24,5% nas relativas a produtos manufaturados e semimanufaturados, respectivamente. As importações referentes ao período janeiro a novembro somaram US\$57,1 bilhões, 28,9% superiores às registradas no mesmo período do ano anterior. A média diária das importações registrou crescimento em todas as categorias de produtos, na comparação de janeiro a novembro com igual período de 2003. As compras de bens de capital ampliaram-se 16,6%; as de matérias-primas, 30,9%; as de bens de consumo, 23,8%; e as relativas a combustíveis e lubrificantes, 52,1%, significativamente influenciadas pelo aumento de 72% nas importações de petróleo



11. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos atingiram US\$13,7 bilhões de janeiro a outubro de 2004, comparativamente a US\$6,8 bilhões no mesmo período de 2003. Registraram-se US\$14,4 bilhões de ingressos na forma de participação e US\$713 milhões de repatriação de empréstimos intercompanhias, ante ingressos de US\$6,2 bilhões e US\$539 milhões, respectivamente, nos mesmos dez meses de 2003.



12. As reservas internacionais brutas aumentaram US\$837 milhões nos onze primeiros meses de 2004, acumulando US\$50,1 bilhões. Paralelamente, as reservas internacionais líquidas ajustadas, no conceito do FMI, cresceram US\$4,8 bilhões, totalizando US\$22,2 bilhões. No mesmo período, o Banco Central efetuou compras líquidas de US\$2,6 bilhões no mercado à vista de câmbio, integralmente realizadas em janeiro e fevereiro.



Com respeito às operações externas da autoridade monetária, destacaram-se os desembolsos de US\$5,2 bilhões em bônus da República e de US\$1 bilhão proveniente de organismos multilaterais; as amortizações de US\$3,4 bilhões ao FMI; e a despesa líquida de US\$11,9 bilhões referente ao serviço da dívida externa. As demais operações externas geraram receita líquida de US\$647 milhões. As liquidações de compras do Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio totalizaram US\$6,6 bilhões.

## B. Política monetária no terceiro trimestre de 2004

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 terceiro trimestre do ano.

14. A base monetária, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$73,2 bilhões em setembro, com elevações de 0,9% no mês e de 24,4% no período de 12 meses. Entre seus componentes, o papel-moeda emitido somou R\$50,2 bilhões, com crescimentos de 1,4% no mês e de 23,1% nos últimos 12 meses, e as reservas bancárias totalizaram R\$23 bilhões, registrando estabilidade no mês e aumento de 27,3% no acumulado em 12 meses.

15. O saldo da base monetária ampliada, compreendendo base restrita, depósitos compulsórios em espécie e títulos públicos federais fora do Banco Central, expandiu-se 0,4% em setembro, alcançando R\$950,4 bilhões. No período de 12 meses, a base monetária ampliada cresceu 12,2%, refletindo aumentos de 13,9% no saldo de títulos do Tesouro Nacional, de 15,5% nos depósitos compulsórios e de 26,5% no saldo da base restrita, em paralelo à retração de 52,5% no saldo de títulos do Banco Central.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2004 <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>            | 94,4-127,7   | 28,9   | 109,5       | 27,1                           |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 63,2-85,4    | 26,3   | 73,2        | 24,4                           |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 825,4-1116,8 | 14,6   | 950,4       | 12,2                           |
| M4 <sup>4/</sup>            | 908,1-1228,6 | 19,6   | 1063,7      | 19,1                           |

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. O saldo médio dos meios de pagamento (M1) alcançou R\$109,5 bilhões em setembro, resultando em crescimentos de 3% no mês e de 27,1% no intervalo de 12 meses. Entre seus componentes, o papel-moeda em poder do público situou-se em R\$41,7 bilhões, com acréscimos de 1,4% no mês e de 21,7% em 12 meses; enquanto os depósitos à vista elevaram-se 4% no mês e 30,1% em 12 meses, perfazendo R\$67,8 bilhões.

17. O agregado monetário mais amplo, M4, avançou 1,1% em setembro, totalizando R\$1.063,7 bilhões. Nos últimos 12 meses, o M4 aumentou 19,1%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$19,5 bilhões no terceiro trimestre. No mercado primário, verificou-se resgate líquido de R\$5,6 bilhões, resultado da colocação líquida de R\$1,7 bilhão em títulos do Tesouro Nacional e do resgate líquido de R\$7,2 bilhões em títulos do Banco Central. As operações com títulos públicos no mercado secundário e no extramercado exerceram impacto expansionista de R\$13,7 bilhões e de R\$225 milhões, respectivamente.

19. Em julho, o Comitê de Política Monetária (Copom) considerou que a manutenção da meta para a taxa de juros básica no nível de 16% a.a., sem viés, permitiria a concretização de cenário benigno para a inflação, com convergência das expectativas de inflação dos agentes privados e da inflação efetivamente ocorrida para as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Em agosto, o Comitê manteve, por unanimidade, a meta para a taxa Selic em 16% a.a., sem viés, declarando-se atento aos desenvolvimentos nas trajetórias do preço do petróleo e das expectativas de inflação para 2005. Em setembro, o Copom iniciou processo de ajuste moderado da taxa básica de juros, elevando a meta para a taxa Selic em 0,25 p.p., para 16,25% a.a., sem viés, de forma que a trajetória da inflação não prejudicasse a recuperação da renda real e que o processo de retomada da atividade, iniciado em 2003, tivesse prosseguimento de modo balanceado.

### C. Política monetária no bimestre outubro-novembro de 2004

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$77 bilhões em novembro, com crescimentos de 1,5% no mês e de 26,2% nos últimos 12 meses. Entre seus componentes, o papel-moeda emitido apresentou elevações de 1% no mês e 24,7% em 12 meses, alcançando R\$52,1 bilhões. As reservas bancárias atingiram R\$24,9 bilhões, expandindo 2,5% no mês e 29,5% no período de 12 meses.

21. A base monetária ampliada apresentou incremento mensal de 0,8% em novembro, alcançando R\$965,4 bilhões. A expansão de 11,1% nos últimos 12 meses decorreu do declínio de 58,9% no saldo de títulos do Banco Central e dos crescimentos de 13,1% no saldo de títulos do Tesouro Nacional, de 16,6% nos depósitos compulsórios e de 20,3% na base restrita.

22. A média dos saldos diários dos meios de pagamento (M1) manteve-se estável em novembro, no patamar de R\$113,2 bilhões, implicando acréscimo de 25,7% nos últimos 12 meses. O papel-moeda em poder do público situou-se em R\$43,1 bilhões, com taxas de crescimento de 0,6% no mês e de 23,5% em 12 meses; ao passo que os depósitos à vista totalizaram R\$70,2 bilhões, retraindo-se 0,4% no mês e aumentando 27,1% em 12 meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2004 e ocorridos no período outubro/novembro<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>            | 108,7 - 147,0 | 21,9  | 113,2       | 25,7                            |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 73,6 - 99,6   | 22,4  | 77,0        | 26,2                            |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 880-1190,6    | 16,7  | 965,4       | 11,1                            |
| M4 <sup>4/</sup>            | 954,2-1291,0  | 16,9  | 1085,9      | 17,1                            |

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. OM4 totalizou R\$1.085,9 bilhões em novembro, implicando aumentos de 1,1% no mês e de 17,1% em 12 meses.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em expansão monetária de R\$10,9 bilhões no bimestre outubro-novembro. No mercado primário, as operações determinaram impacto contracionista de R\$13,9 bilhões, decorrente de R\$15,7 bilhões em colocações líquidas de

títulos do Tesouro Nacional e de resgates líquidos de R\$1,8 bilhão em títulos do Banco Central. No mercado secundário, a compra líquida de títulos totalizou R\$24,8 bilhões.

25. Em reunião ordinária em outubro, o Copom decidiu unanimemente aumentar a meta para a taxa Selic em 0,5 ponto percentual, para 16,75% a.a., sem viés, dados o recrudescimento da escalada do petróleo e a deterioração marginal das expectativas de inflação para 2005. Em novembro, o Copom decidiu manter o processo de ajuste do instrumento de política monetária, com o objetivo último de reduzir a volatilidade do produto e oferecer condições de sustentabilidade de longo prazo ao processo de crescimento da economia brasileira. Nesse sentido, a meta para a taxa Selic foi elevada, por unanimidade, para 17,25% a.a., sem viés.

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

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

#### D. Perspectivas para o primeiro trimestre e para o ano 2005

26. O crescimento vigoroso do PIB, pelo quinto trimestre consecutivo, traduz-se na evolução favorável de variáveis diretamente relacionadas ao bem estar econômico e social, como o crescimento do consumo, da massa de rendimentos, e do emprego, esse, em ritmo de expansão há muito não observado.

27. O comportamento recente dos indicadores evidencia a sustentabilidade do ciclo que ora se observa. Além do aumento da massa salarial, das expectativas de

consumidores e empresários e do volume de crédito, fatores que tendem a constituir-se em fontes relevantes para o crescimento no próximo ano, o aumento dos investimentos se destacou nos últimos meses.

28. Nesse sentido, os gastos com a formação bruta de capital fixo aumentaram de modo considerável no terceiro trimestre de 2004. Adicionalmente, a revisão dos dados das contas nacionais ratificou patamar mais elevado para a variável nos dois primeiros trimestres do ano. Apesar do resultado negativo dos indicadores da formação bruta de capital fixo em outubro, há de se ressaltar que os condicionantes dos fluxos de investimentos seguem evoluindo favoravelmente, apontando a consolidação de patamar elevado no próximo ano, fator considerado essencial para sustentação de resultados positivos da economia.

29. O desempenho recente das operações de crédito do sistema financeiro refletiu a continuidade do crescimento do ritmo da atividade econômica e o aumento da procura sazonal de recursos pelo setor produtivo, condicionado pelo crescimento das atividades relacionadas às vendas de fim de ano e pela dinamização dos negócios associados ao plantio agrícola. Em relação ao custo do crédito, o comportamento das taxas ativas praticadas pelas instituições financeiras refletiu o processo de elevação da taxa Selic, iniciado em setembro. A evolução dos juros de mercado evidenciou, ainda, o avanço marginal nas operações de crédito a prazos mais curtos, consistente com a sazonalidade do período, pactuadas a taxas de juros mais elevadas.

30. Os resultados fiscais continuam favoráveis em todos os segmentos do setor público e situaram-se em níveis compatíveis com as metas fixadas para o ano. Assinale-se a continuidade do desempenho do segmento de governos, principal responsável pelo aumento do superávit acumulado no ano, sustentado por aumento da arrecadação, sobretudo decorrente do nível de atividade, e redução de gastos de pessoal e encargos, em contexto de aumento de despesas de custeio e de investimento. Ressalte-se que a relação dívida líquida/PIB atingiu o valor mais reduzido desde abril de 2003, influenciada, ainda, pela apreciação do real e pela retomada do crescimento da economia.

31. O superávit em transações correntes continua influenciado pelo desempenho da balança comercial, que registrou superávit de US\$28,1 bilhões até outubro, e pelos ingressos relativos às transferências unilaterais correntes, que alcançaram R\$2,7 bilhões, nesse período. Mesmo com a elevação das remessas líquidas na conta de rendas, o país obteve superávit em transações correntes de US\$10,6 bilhões, ante US\$3,8 bilhões no mesmo período de 2003. Considerando o resultado acumulado em 12 meses encerrados em outubro, o saldo positivo em transações correntes totalizou US\$10,8 bilhões.

32. A expectativa para 2005 é de um ritmo menor no crescimento das exportações. Por outro lado, a retomada da atividade econômica e o conseqüente crescimento observado nas importações, ao longo deste ano, são comportamentos compatíveis

com a projeção de superávit comercial de US\$25 bilhões para 2005, ligeiramente inferior ao patamar de 2004, devido à variação mais acentuada das importações em relação às exportações.

33. Os fluxos de investimentos estrangeiros diretos líquidos apresentaram recuperação e seu comportamento recente confirma as estimativas para o ano. Em 2005, a perspectiva é de que o ingresso de investimentos estrangeiros diretos atinja US\$14 bilhões.

34. O comportamento recente dos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e as taxas de rolagem do setor privado contribuem para a expectativa favorável quanto às contas externas. Esse ambiente permite manter perspectivas de financiamento sem dificuldades para o balanço de pagamentos brasileiro ao longo do próximo ano, mesmo com a esperada redução nas reservas internacionais brutas, consequência, principalmente, das amortizações dos empréstimos junto ao FMI.

35. A trajetória da inflação nos últimos meses foi favorecida pela continuidade da apreciação cambial e, principalmente, pelo comportamento dos preços da alimentação, em particular dos produtos *in natura*, que registraram acentuada redução. Não obstante, indicadores como o índice de difusão e, sobretudo, os núcleos de inflação revelam movimento inflacionário persistente, caracterizado pela ampliação do movimento de alta de preços entre os diversos segmentos.

36. Embora a evolução desse quadro nos próximos meses contemple a redução expressiva de riscos advindos do mercado internacional de petróleo, no cenário interno dois fatores suscitam apreensão. O primeiro, está associado à diferença observada no comportamento dos preços dos produtos industriais no atacado e no varejo, expresso por uma taxa de repasse inferior à assinalada em períodos recentes. O segundo, decorre do aumento sazonal de demanda em dezembro, intensificada, este ano, pelo elevado patamar da atividade econômica. Adicionalmente, vislumbram-se para os próximos meses fatores que tendem a pressionar os índices de preços, ainda que temporariamente. Além dos reajustes previstos para itens monitorados, deverão ser observados, por razões sazonais, aumentos de preços dos alimentos *in natura*, de recreação e dos gastos com a educação.

#### **E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2005.**

37. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 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.

### Quadro 3. Programação monetária para 2005<sup>1/</sup>

R\$ bilhões

| Discriminação               | Primeiro Trimestre |                                  | Ano           |                                  |
|-----------------------------|--------------------|----------------------------------|---------------|----------------------------------|
|                             | R\$ bilhões        | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões   | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> |
| M1 <sup>3/</sup>            | 99,6-134,7         | 18,5                             | 122,0-165,0   | 11,1                             |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 68,4-92,6          | 20,6                             | 84,1-113,8    | 11,9                             |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 898,8-1216,0       | 15,3                             | 997,0-1348,9  | 15,1                             |
| M4 <sup>4/</sup>            | 972,3-1315,5       | 14,8                             | 1076,9-1457,0 | 14,9                             |

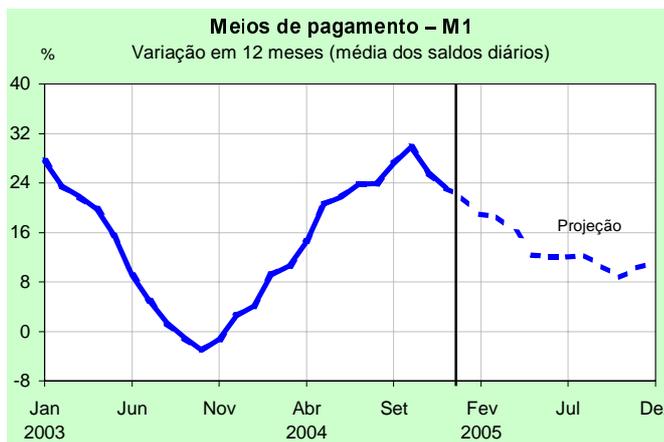
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

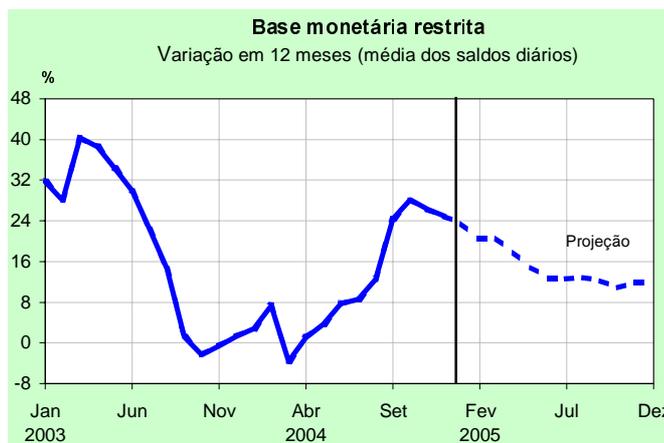
4/ Saldos em fim de período.

38. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para 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 18,5% para março e em 11,1% para dezembro de 2005.

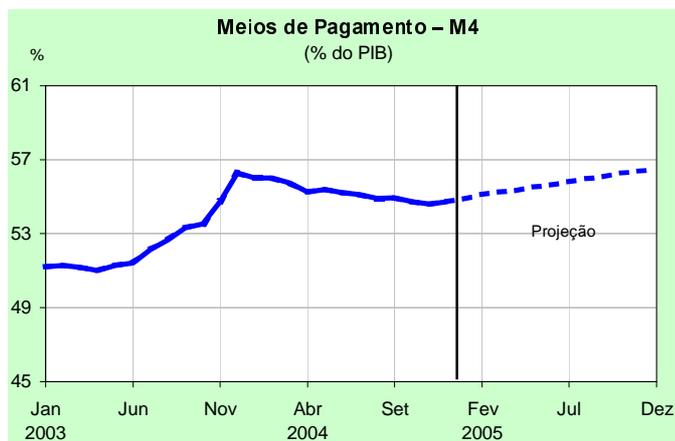


39. Para a previsão dos meios de pagamento foram consideradas, ainda, a continuidade do crescimento das operações de crédito do sistema financeiro, associada à trajetória de recuperação da atividade econômica. Considerou-se, também, as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar nº 110, de 29.6.2001.

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, projeta-se elevação em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 20,6% em março e crescimento de 11,9% 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 outubro/novembro de 2005, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre e para o ano de 2005.

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

| Discriminação               | 2004               |                    | 2005 <sup>2/</sup> |                    |                           |                    |
|-----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------------|--------------------|
|                             | Outubro - Novembro |                    | Primeiro trimestre |                    | Ano                       |                    |
|                             | 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>            | 113,2              | 25,7               | 117,2              | 18,5               | 143,5                     | 11,1               |
| Base restrita <sup>4/</sup> | 77,0               | 26,2               | 80,5               | 20,6               | 99,0                      | 11,9               |
| Base ampliada <sup>5/</sup> | 965,4              | 11,1               | 1057,4             | 15,3               | 1173,0                    | 15,1               |
| M4 <sup>5/</sup>            | 1 085,9            | 17,1               | 1 143,9            | 14,8               | 1 267,0                   | 14,9               |

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.

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

**Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>**

| Discriminação                    | 2004               |                    | 2005 <sup>2/</sup> |                    |               |                    |
|----------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------|--------------------|
|                                  | Outubro - Novembro |                    | Primeiro trimestre |                    | Ano           |                    |
|                                  | Multiplicador      | Var. % em 12 meses | Multiplicador      | Var. % em 12 meses | Multiplicador | Var. % em 12 meses |
| M1 / Base restrita <sup>3/</sup> | 1,471              | -0,4               | 1,456              | -1,7               | 1,450         | -0,7               |
| Res.bancárias / dep.vis          | 0,355              | 2,0                | 0,349              | 0,0                | 0,327         | 0,0                |
| Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>   | 0,380              | -1,8               | 0,394              | 2,6                | 0,413         | 1,2                |
| M4 / Base ampliada <sup>4/</sup> | 1,125              | 5,4                | 1,082              | -0,5               | 1,080         | -0,3               |

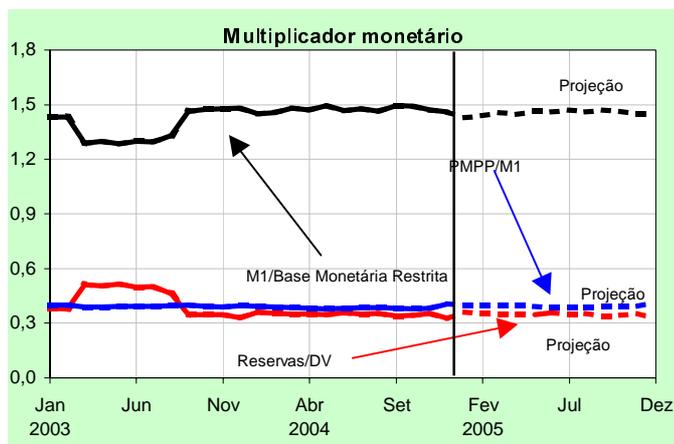
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

46. 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 terceiro trimestre de 2004 <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>            | 94,4-127,7   | 28,9  | 109,5       | 27,1                            |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 63,2-85,4    | 26,3  | 73,2        | 24,4                            |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 825,4-1116,8 | 14,6  | 950,4       | 12,2                            |
| M4 <sup>4/</sup>            | 908,1-1228,6 | 19,6  | 1063,7      | 19,1                            |

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 quarto trimestre de 2004 e ocorridos no período outubro/novembro <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>            | 108,7 - 147,0 | 21,9  | 113,2       | 25,7                            |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 73,6 - 99,6   | 22,4  | 77,0        | 26,2                            |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 880-1190,6    | 16,7  | 965,4       | 11,1                            |
| M4 <sup>4/</sup>            | 954,2-1291,0  | 16,9  | 1085,9      | 17,1                            |

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        |                                  |               |                                  |
|-----------------------------|--------------------|----------------------------------|---------------|----------------------------------|
|                             | Primeiro Trimestre |                                  | Ano           |                                  |
|                             | R\$ bilhões        | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões   | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> |
| M1 <sup>3/</sup>            | 99,6-134,7         | 18,5                             | 122,0-165,0   | 11,1                             |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 68,4-92,6          | 20,6                             | 84,1-113,8    | 11,9                             |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 898,8-1216,0       | 15,3                             | 997,0-1348,9  | 15,1                             |
| M4 <sup>4/</sup>            | 972,3-1315,5       | 14,8                             | 1076,9-1457,0 | 14,9                             |

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 <sup>2/</sup> |                       |                           |                       |
|-----------------------------|--------------------|-----------------------|--------------------|-----------------------|---------------------------|-----------------------|
|                             | Outubro - Novembro |                       | Primeiro trimestre |                       | Ano                       |                       |
|                             | R\$ bilhões        | Var. % em<br>12 meses | R\$ bilhões        | Var. % em<br>12 meses | R\$ bilhões <sup>3/</sup> | Var. % em<br>12 meses |
| M1 <sup>4/</sup>            | 113,2              | 25,7                  | 117,2              | 18,5                  | 143,5                     | 11,1                  |
| Base restrita <sup>4/</sup> | 77,0               | 26,2                  | 80,5               | 20,6                  | 99,0                      | 11,9                  |
| Base ampliada <sup>5/</sup> | 965,4              | 11,1                  | 1057,4             | 15,3                  | 1173,0                    | 15,1                  |
| M4 <sup>5/</sup>            | 1 085,9            | 17,1                  | 1 143,9            | 14,8                  | 1 267,0                   | 14,9                  |

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 <sup>2/</sup> |                          |               |                          |
|----------------------------------|--------------------|--------------------------|--------------------|--------------------------|---------------|--------------------------|
|                                  | Outubro - Novembro |                          | Primeiro trimestre |                          | Ano           |                          |
|                                  | Multiplicador      | Var. %<br>em 12<br>meses | Multiplicador      | Var. %<br>em 12<br>meses | Multiplicador | Var. %<br>em 12<br>meses |
| M1 / Base restrita <sup>3/</sup> | 1,471              | -0,4                     | 1,456              | -1,7                     | 1,450         | -0,7                     |
| Res.bancárias / dep.vis          | 0,355              | 2,0                      | 0,349              | 0,0                      | 0,327         | 0,0                      |
| Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>   | 0,380              | -1,8                     | 0,394              | 2,6                      | 0,413         | 1,2                      |
| M4 / Base ampliada <sup>4/</sup> | 1,125              | 5,4                      | 1,082              | -0,5                     | 1,080         | -0,3                     |

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.