Diretoria Colegiada
Departamento Econômico - DEPEC

Programação Monetária

2006

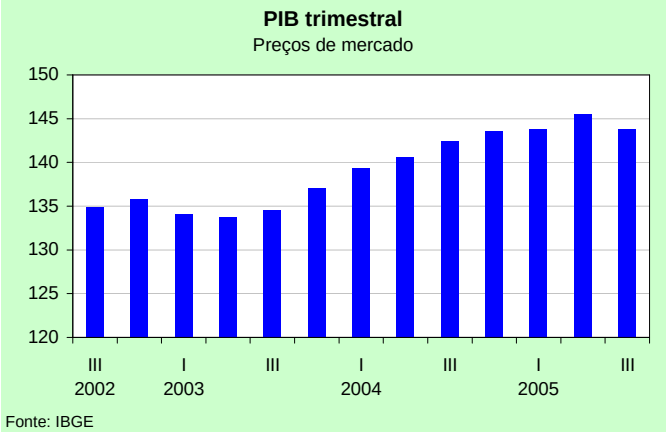
Dezembro – 2005

BANCO CENTRAL DO BRASIL

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

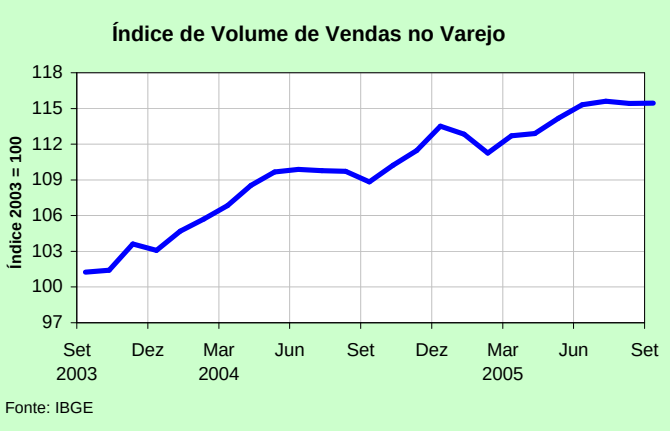
A. A economia no quarto trimestre de 2005

1. O Produto Interno Bruto (PIB) recuou 1,2% no terceiro trimestre de 2005, em relação ao segundo trimestre do ano, de acordo com dados dessazonalizados. Esse resultado revelou decréscimos de 3,4% na produção agropecuária, de 1,2% no setor industrial e de 0,03% no setor de serviços. Pela ótica da demanda, o consumo das famílias registrou aumento 0,8% no período, enquanto o consumo do governo e a formação bruta de capital fixo recuaram 0,4% e 0,9%, respectivamente. Em relação à demanda externa, as exportações aumentaram 1,8% e as importações, 1,4%. A evolução da demanda, em patamar superior ao apresentado pelo produto agregado indica redução dos estoques, o que sugere recuperação da produção nos próximos meses.

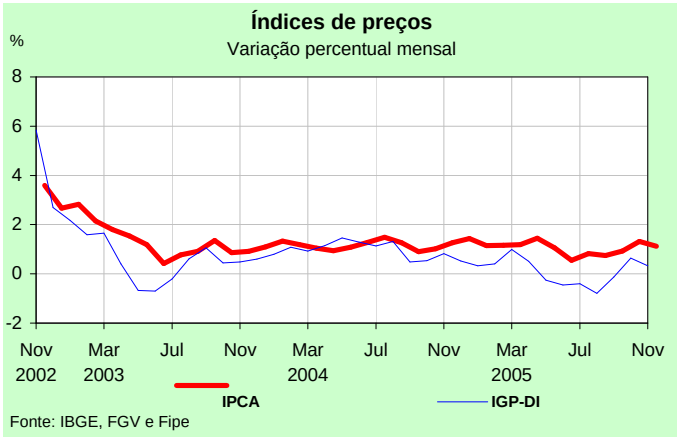


2. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE, o nível de atividade industrial recuou 1,5% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao trimestre finalizado em julho, segundo dados dessazonalizados, refletindo reduções de 1,6% na indústria de transformação e de 0,7% na indústria extrativa. Registraram-se, no período, mudanças na importância relativa das categorias de uso, com a produção de bens duráveis, que vinha sustentando níveis elevados, retraindo-se 9%, seguindo-se as quedas nas produções de bens de consumo semidurável e não durável, 1,5%; de bens intermediários, 1,1%; e de bens de capital, 0,1%. Nos dez primeiros meses do ano, o setor industrial acumulou crescimento de 3,4%, resultado de aumentos de 3% na produção da indústria de transformação e de 10,2% na extrativa. Nessa base de comparação, a evolução da indústria segue sustentada pelo desempenho da produção de bens de consumo durável, que aumentou 12,6%, seguindo-se as expansões na produção de bens de consumo semidurável e não durável, 5,1%; de bens de capital, 3,2%; e de bens intermediários, 1,1%.

3. O faturamento do comércio varejista manteve-se estável, em nível historicamente elevado, ao longo do terceiro e início do quarto trimestres de 2005. Apesar dessa estabilidade, observou-se importante mudança na composição do indicador geral. As vendas de bens duráveis, responsáveis pelo desempenho do índice no primeiro semestre de 2005, recuaram no segundo semestre, enquanto as vendas de bens semiduráveis e não duráveis, mais relacionadas ao crescimento da renda real dos consumidores, aumentaram na mesma base de comparação. Expectativas favoráveis quanto à manutenção do controle da inflação, o crescimento da renda real, as condições de crédito e índices de confiança do consumidor em patamar elevado sinalizam o crescimento das vendas do varejo a partir dos níveis recordes em que se encontram.

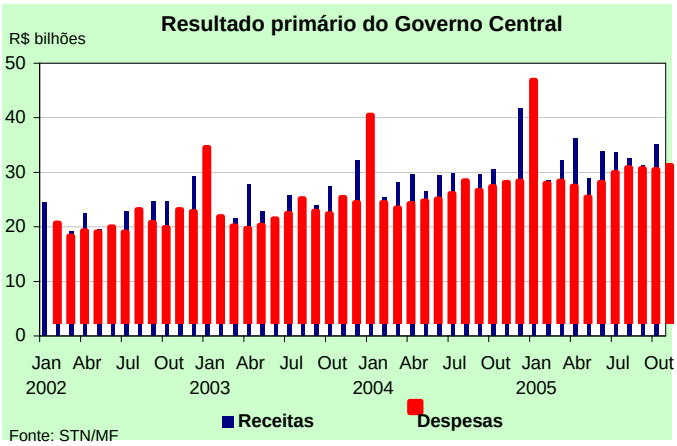


4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,83% no trimestre encerrado em novembro, comparativamente à variação negativa de 1,63% no trimestre junho a agosto. A aceleração refletiu variações de 0,75% no Índice de Preços no Atacado (IPA), de 1,08% no Índice de Preços ao Consumidor (IPC-Br) e de 0,72% no Índice Nacional de Custo da Construção (INCC). A evolução do IPA incorporou aumento de 1,59% nos preços dos produtos industriais e recuo de 1,79% nos preços agrícolas. O IPCA registrou alta de 1,66% no trimestre encerrado em novembro, resultante de variações mensais de 0,35% em setembro, de 0,75% em outubro e de 0,55% em novembro. A aceleração verificada em relação ao trimestre encerrado em agosto, quando o índice cresceu 0,4%, refletiu os reajustes de preços de alguns itens monitorados e a inversão da contribuição dos preços dos alimentos.

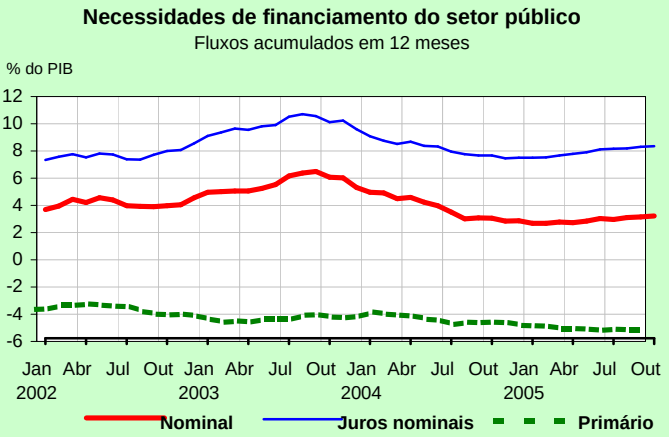


5. A taxa de desemprego atingiu 9,6% em outubro, mantendo-se no patamar dos últimos meses e apresentando recuo de 0,9 p.p. em relação a outubro de 2004, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas. A taxa de desemprego média do período janeiro a outubro de 2005 decresceu 1,8 p.p. em relação ao mesmo período de 2004, registrando-se a criação de 598 mil vagas, sendo 503 mil para trabalhadores com carteira de trabalho.

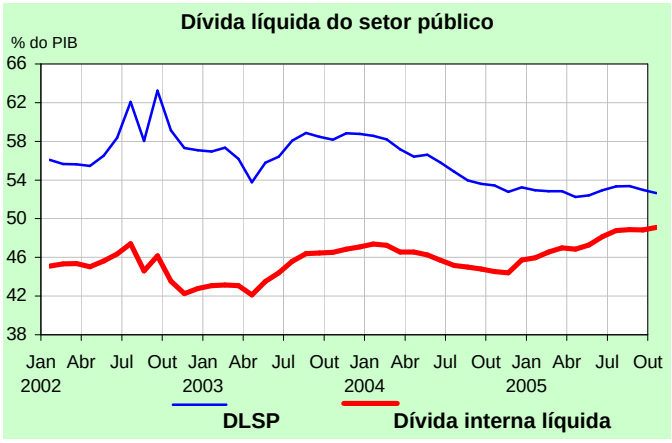
6. O superávit primário do setor público não financeiro alcançou R$8,6 bilhões em outubro, acumulando R$95,1 bilhões no ano, 6% do PIB, resultado mais favorável já alcançado nessa base de comparação desde o início da série, em 1991. Considerado o período de doze meses encerrado em outubro, o superávit alcançou R$98,2 bilhões, 5,1% do PIB. Esses resultados indicam que a meta de superávit estabelecida para 2005, de 4,25% do PIB, será atendida, não obstante a ocorrência sazonal de déficits no final de ano, em razão da elevação das despesas. O superávit do Governo Central atingiu R$6,3 bilhões em outubro, totalizando R$59,8 bilhões no ano, 3,8% do PIB, a despeito do déficit de 1,74% do PIB apresentado pela Previdência Social, no período. Os governos regionais registraram superávit de R$ 20,8 bilhões, 1,3% do PIB, e as empresas estatais, de R$14,5 bilhões, 0,9% do PIB, nos primeiros dez meses do ano. Todas as esferas do governo registraram resultados mais favoráveis, comparativamente ao mesmo período de 2004.



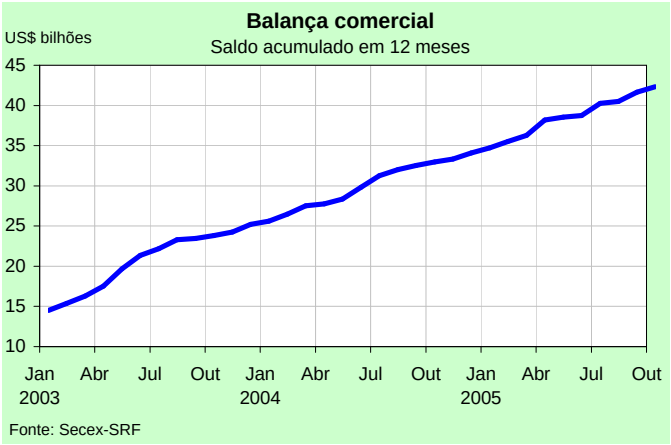
7. Os juros nominais, apropriados pelo critério de competência, alcançaram R$13,3 bilhões em outubro. No ano, os juros totalizaram R$133,5 bilhões, 8,4% do PIB, comparativamente a R$106,4 bilhões, 7,4% do PIB, em 2004. O crescimento em 2005 esteve vinculado à evolução da taxa Selic, que acumulou 15,7% no ano, ante 13,1% no período correspondente de 2004. Considerado o período de doze meses encerrado em outubro, a apropriação de juros alcançou R$155,4 bilhões, 8,1% do PIB, com a taxa Selic acumulada em doze meses atingindo 18,9%. Ressalte-se que esse percentual deverá diminuir nos próximos meses, como reflexo da flexibilização da política monetária. As necessidades de financiamento do setor público não financeiro, constituídas pelo resultado primário e pelos juros nominais apropriados, registraram déficit de R$4,8 bilhões em outubro e de R$38,4 bilhões, até outubro.



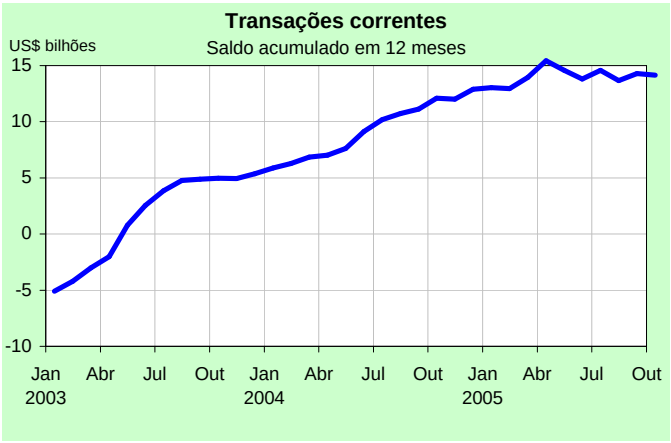
8. A dívida líquida do setor público (DLSP) segue apresentando tendência declinante, quando expressa em percentual do PIB. Em outubro, a DLSP alcançou R$979,1 bilhões, 51,1% do PIB, comparativamente a 51,4% do PIB em setembro e a 51,7% em dezembro de 2004. A redução de 0,6 p.p. do PIB acumulada no ano refletiu o superávit primário, que contribuiu com 5 p.p. para essa redução, e o ajuste decorrente da apreciação cambial de 15,1%, que contribuiu com redução correspondente a 1,1 p.p. Além disso, o efeito do crescimento do PIB contribuiu para redução equivalente a 1,7 p.p. no ano. Em sentido contrário, a apropriação de juros nominais determinou impacto correspondente a 7 p.p. do PIB.



9. As exportações somaram US$9,9 bilhões em outubro de 2005, valor recorde para meses de outubro e 12% superior ao registrado no mesmo mês do ano anterior. Nos primeiros dez meses do ano, as exportações alcançaram US$96,6 bilhões, 22,1% a mais do que no mesmo período do ano anterior, superando o total das vendas externas de 2004. As importações, que também apresentaram valores recordes, totalizaram US$6,2 bilhões em outubro e US$60,3 bilhões nos primeiros dez meses do ano, superando as relativas aos mesmos períodos de 2004 em 6,5% e em 18,1%, respectivamente. A balança comercial foi superavitária em US$3,7 bilhões em outubro, acumulando US$36,3 bilhões no ano, resultado superior ao relativo a 2004.

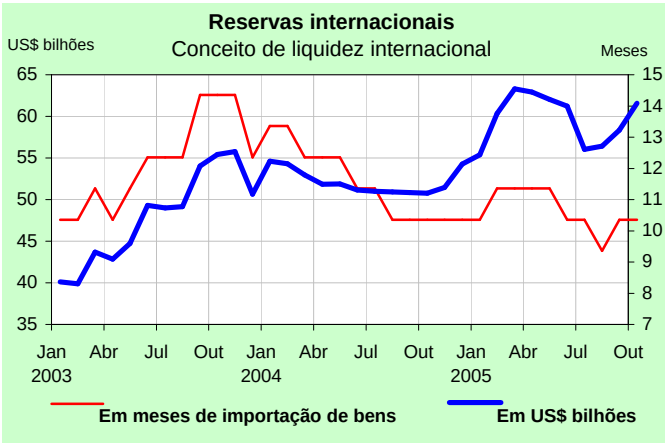


10. O superávit em transações correntes atingiu US$12 bilhões nos dez primeiros meses de 2005, ante US$11,7 bilhões em todo o ano de 2004. As despesas líquidas com serviços totalizaram US$6,2 bilhões no período janeiro a outubro de 2005, 76,6% superiores às do mesmo período de 2004, reflexo, em parte, do crescimento das remessas líquidas das contas aluguel de equipamentos e viagens internacionais A conta de rendas registrou pagamentos líquidos de juros de US$11,5 bilhões no período de janeiro a outubro de 2005, ante US$11,1 bilhões nos primeiros dez meses de 2004, com aumentos de 5,1% nas despesas e de 18% nas receitas. Na mesma base de comparação, as remessas líquidas de lucros e dividendos cresceram 77,7%.



11. A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou remessas líquidas de US$1,8 bilhão, até outubro, ante US$9,1 bilhões no período correspondente do ano anterior. Na mesma base de comparação, os investimentos estrangeiros diretos líquidos registram ingressos de US$12,6 bilhões. O recuo de 7,9% registrado no período esteve associado, em parte, à ocorrência, em 2004, de operação isolada de US$4,9 bilhões no setor de produtos alimentícios e bebidas.

12. As reservas internacionais brutas atingiram US$60,2 bilhões em outubro, com crescimento de US$7,3 bilhões no ano. As reservas líquidas ajustadas, que excluem o passivo junto ao FMI, somaram US$46,5 bilhões em outubro, crescendo US$18,9 bilhões no período. As compras líquidas da Autoridade Monetária no mercado à vista de câmbio totalizaram US$13,6 bilhões. Entre as operações externas sobressaíram as amortizações de US$7,8 bilhões ao FMI; os desembolsos de US$11,5 bilhões de bônus da República, incluindo US$4,5 bilhões relativos à operação de troca de C-Bonds por A-Bonds, ocorrida em agosto; e a despesa líquida de US$15,9 bilhões do serviço da dívida externa.



B. Política Monetária no terceiro 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 terceiro trimestre do ano.

14. A base monetária, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R$82,7 bilhões em setembro, com elevações de 0,8% no mês e de 13% em 12 meses. Entre seus componentes, o papel-moeda emitido somou R$57,1 bilhões, com crescimentos de 1,4% no mês e de 13,6% em 12 meses, e as reservas bancárias totalizaram R$25,6 bilhões, registrando decréscimo de 0,6% no mês e aumento de 11,7% 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, totalizou R$1.096,1 bilhões em setembro, apresentando aumentos de 1,1% no mês e de 15,3% em 12 meses.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2005 [1/]

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R$ bilhões	Variação percentual em 12 meses[2/]	R$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1[3/]	106,4-144,0	14,4	120,0	9,6
Base restrita[3/]	71,5-96,8	15,0	82,7	13,0
Base ampliada[4/]	934,9-1264,9	15,7	1096,1	15,3
M4[4/]	1049,1-1419,4	16,2	1240,7	16,8

1/ Refere-se ao último mês do período.
2/ Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.
3/ Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.
4/ Saldos em fim de período.

16. O saldo médio dos meios de pagamento (M1) alcançou R$120 bilhões em setembro, registrando retração de 0,2% no mês e crescimento de 9,6% no intervalo de 12 meses. Entre seus componentes, o papel-moeda em poder do público atingiu R$46,8 bilhões, com acréscimos de 0,7% no mês e de 12,3% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R$73,1 bilhões, com redução de 0,7% no mês e aumento de 7,9% em 12 meses.

17. O agregado monetário mais amplo, M4, somou R$1.240,7 bilhões em setembro, apresentando crescimentos de 1,4% no mês e de 16,8% em 12 meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R$1,8 bilhão no terceiro trimestre. No mercado primário, verificou-se resgate líquido de R$8,1 bilhões, inteiramente resultante da colocação líquida de títulos do Tesouro Nacional. As operações com títulos públicos no mercado secundário e no extramercado exerceram impacto contracionista de R$6,4 bilhões e expansionista de R$139 milhões, respectivamente.

19. 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. Na reunião de setembro, o Copom avaliou que continuava se configurando, de maneira cada vez mais definida, um cenário benigno para a evolução da inflação. Diante disso, o Comitê decidiu, por unanimidade, reduzir a meta para a taxa Selic para 19,5% a.a., sem viés, e acompanhar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação até a sua próxima reunião para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

C. Política monetária no bimestre outubro-novembro de 2005

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R$85,1 bilhões em novembro, com crescimentos de 1,5% no mês e de 10,6% em 12 meses. O papel-moeda emitido apresentou elevações de 0,5% no mês e 12,4% em 12 meses, alcançando R$58,5 bilhões, enquanto as reservas bancárias atingiram R$26,6 bilhões, expandindo 3,9% no mês e 6,8% em 12 meses.

21. A base monetária ampliada apresentou aumento mensal de 1,3% em novembro, alcançando R$1.128 bilhões. A expansão de 17% nos últimos 12 meses refletiu crescimentos de 17,8% no saldo de títulos públicos federais e de 10,7% nos depósitos compulsórios.

22. A média dos saldos diários dos meios de pagamento (M1) atingiu R$124,4 bilhões em novembro, com crescimento de 1,8% no mês e de 10% em 12 meses. O saldo de papel-moeda em poder do público situou-se em R$48 bilhões, com taxas de crescimento de 1,2% no mês e de 11,4% em 12 meses, e o relativo aos depósitos à vista totalizou R$76,5 bilhões, expandindo-se 2,2% no mês e 9,1% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2005 e ocorridos no período outubro/novembro[1/]

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R$ bilhões	Variação percentual em 12 meses[2/]	R$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1[3/]	124,4-168,4	15,2	124,4	10,0
Base restrita[3/]	86,5-117,1	16,6	85,1	10,6
Base ampliada[4/]	970,0-1312,3	16,5	1128,0	17,0
M4[4/]	1103,0-1492,3	17,0	1273,3	17,0

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.

23. O M4 totalizou R$1.273,3 bilhões em novembro, com aumentos de 1,3% no mês e de 17% 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$2,5 bilhões no bimestre outubro-novembro. No mercado primário, as operações determinaram impacto contracionista de R$3,1 bilhões, decorrente de R$8,6 bilhões em colocações líquidas de títulos do Tesouro Nacional e de resgates líquidos de R$5,4 bilhões em títulos do Banco Central. No mercado secundário, a compra líquida de títulos totalizou R$5,5 bilhões.

25. Nas reuniões de outubro e de novembro, o Copom avaliou que a elevação da inflação no curto prazo está sendo determinada, em grande medida, pelos efeitos do reajuste dos preços domésticos dos combustíveis implementado na primeira quinzena de setembro, bem como pela reversão parcial da dinâmica favorável dos preços dos alimentos observada em meses recentes. Tendo em vista o caráter transitório de tais pressões, o

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.)[1/]
22.1.2003	-	25,50
19.2.2003	-	26,50
19.3.2003	-	26,50
23.4.2003	-	26,50
21.5.2003	-	26,50
18.6.2003	-	26,00
23.7.2003	-	24,50
20.8.2003	-	22,00
17.9.2003	-	20,00
22.10.2003	-	19,00
19.11.2003	-	17,50
17.12.2003	-	16,50
21.1.2004	-	16,50
18.2.2004	-	16,50
17.3.2004	-	16,25
14.4.2004	-	16,00
19.5.2004	-	16,00
16.6.2004	-	16,00
21.7.2004	-	16,00
18.8.2004	-	16,00
15.9.2004	-	16,25
20.10.2004	-	16,75
17.11.2004	-	17,25
15.12.2004	-	17,75
19.1.2005	-	18,25
16.2.2005	-	18,75
16.3.2005	-	19,25
20.4.2005	-	19,50
18.5.2005	-	19,75
15.6.2005	-	19,75
20.7.2005	-	19,75
17.8.2005	-	19,75
14.9.2005	-	19,50
19.10.2005	-	19,00
23.11.2005	-	18,50

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

Copom considerou que a manutenção da flexibilização da política monetária não iria comprometer as importantes conquistas dos últimos meses no combate à inflação e na preservação do crescimento econômico com geração de empregos e aumento da renda real. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a meta para a taxa Selic para 19% a.a., sem viés, em outubro e para 18,5%a.a., sem viés, na reunião subseqüente.

D. Perspectivas para o 1º trimestre de 2006

26. A retração da atividade econômica registrada no terceiro trimestre reflete os efeitos do processo de ajuste na política monetária iniciado em setembro de 2004, a queda de confiança de consumidores e empresários associada às incertezas no cenário doméstico, o ajuste de estoques na indústria e os impactos de condições climáticas desfavoráveis sobre o setor agropecuário. É importante destacar que essa acomodação ocorreu em cenário de mudança na composição da demanda, com maior participação de bens de consumo não duráveis, segmento mais relacionado com a renda real, em detrimento de bens duráveis, dependente das condições de crédito e da confiança dos consumidores. As perspectivas de continuidade da renda real em patamar elevado, de recuperação da confiança dos consumidores, de melhora do crédito e de manutenção das exportações em patamar elevado deverão impactar favoravelmente a produção industrial nos próximos meses.

27. Contrariando os dados da atividade geral no terceiro trimestre, as vendas do comércio varejista mantiveram-se estáveis e em patamar elevado. Esse desempenho favorável, evidenciando o crescimento das vendas dos hipermercados e supermercados e de tecidos e vestuário, todos segmentos mais sensíveis à renda dos consumidores, também deverá contribuir para o crescimento da atividade econômica nos próximos trimestres.

28. O desempenho favorável das operações de crédito do sistema financeiro no trimestre encerrado em outubro refletiu, sobretudo, a continuidade da trajetória expansionista, mas em ritmo decrescente, dos empréstimos concedidos com recursos livres às pessoas físicas, notadamente nas modalidades de crédito pessoal e de aquisição de bens duráveis. Nesse contexto, a relação dos empréstimos totais com o PIB atingiu 30%.

29. A elevação nas taxas de juros praticadas pelas instituições financeiras no trimestre encerrado em outubro resultou dos aumentos no custo dos empréstimos no segmento de pessoas físicas e no de pessoas jurídicas. Essa trajetória refletiu a maior utilização de linhas de crédito cujas taxas de juros são mais elevadas e, ainda, o crescimento relativo da carteira de pessoas físicas, cujas taxas são mais altas comparativamente às praticadas nos contratos com pessoas jurídicas.

30. A evolução consistente dos fundamentos macroeconômicos, evidenciada na convergência da evolução dos preços para as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional e nos resultados fiscais e do setor externo, ao proporcionarem a

flexibilização da política monetária criam condições propícias à redução do custo dos empréstimos nos próximos meses.

31. A política fiscal permanece conduzida de forma a assegurar a sustentabilidade da dívida pública. O resultado fiscal no conceito primário, positivo em todos os níveis do setor público, indica o cumprimento das metas traçadas para 2005 e a viabilidade das metas já estabelecidas para 2006. Os juros nominais devem evoluir em condições mais favoráveis, nos próximos meses, abrindo perspectivas para a diminuição das necessidades de financiamento e queda da relação dívida/PIB.

32. A evolução positiva da balança comercial permanece como principal fator de sustentação dos bons resultados do Balanço de Pagamentos, ao garantir a continuidade dos superávits em transações correntes. A expansão do superávit comercial verificada em 2005, a expectativa de manutenção do saldo positivo em patamar confortável para 2006 e o ingresso consistente de investimento estrangeiro direto compõem ambiente de financiamento estável e de qualidade ao Balanço de Pagamentos.

33. O dinamismo exportador, prevendo-se superávits comerciais de US$43 bilhões em 2005 e de US$34 bilhões em 2006, tem mais que compensado a elevação das remessas líquidas referentes a viagens internacionais e a lucros e dividendos, correlacionada, em parte, à apreciação nominal da taxa de câmbio.

34. Assinale-se que o desempenho do Balanço de Pagamentos nos dez primeiros meses do ano permitiu não apenas financiar o resultado de 2005, como antecipar parte do financiamento referente a 2006. O programa de captações via bônus emitidos pela República previa US$4,5 bilhões para 2005. A captação de US$8 bilhões, até novembro, demonstra que, além do cumprimento integral do programa, antecipou-se parte da captação referente às necessidades de 2006 em US$3,5 bilhões. As condições do mercado internacional e da economia brasileira, destacando-se a contínua redução do nível de risco Brasil, que atingiu 323 pontos no início de dezembro, nível mais baixo dos últimos anos, permitiram tal antecipação, e demonstram a possibilidade de financiar o Balanço de Pagamentos em condições equilibradas.

35. Em 2005, a política de recomposição de reservas permaneceu em vigor, via aquisições pelo Banco Central no mercado à vista e contratações do Tesouro para liquidação do serviço da dívida de sua responsabilidade. O cenário do Balanço de Pagamentos viabilizou a intensificação da política ao longo do ano, resultando em melhoria expressiva das condições de risco do setor externo brasileiro.

36. A análise dos indicadores de estabilidade, influenciados tanto pela elevação das exportações quanto das reservas internacionais, reflete o quadro positivo das contas externas, e corrobora a evolução positiva dos níveis de risco Brasil. A melhora dos indicadores reflete ainda o processo estrutural de fortalecimento do Balanço de Pagamentos brasileiro.

37. Nesse contexto, a aceleração dos preços registrada no trimestre encerrado em novembro, influenciada pelos reajustes de preços monitorados, especialmente a gasolina, e por fatores sazonais relacionados à oferta dos alimentos in natura e de carnes bovinas, não deverá representar risco na percepção da evolução da inflação.

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

38. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2006 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.

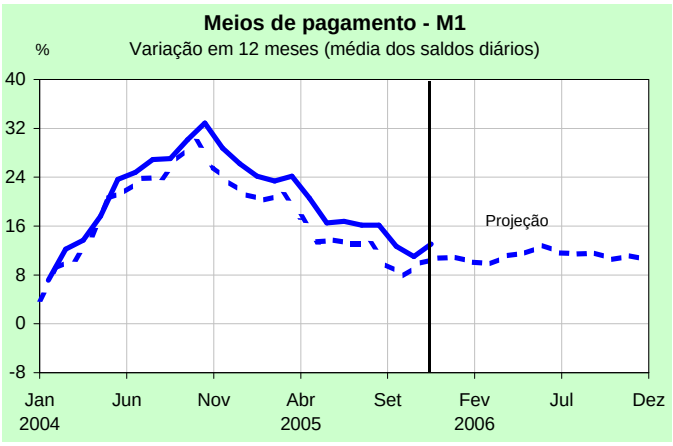
Quadro 3. Programação monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2006[1/]

R$ bilhões

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R$ bilhões	Var. % em 12 meses[2/]	R$ bilhões	Var. % em 12 meses[2/]
M1[3/]	111,8-151,3	9,8	132,2-178,8	10,4
Base restrita[3/]	78,1-105,6	12,8	94,5-127,8	11,6
Base ampliada[4/]	1090,9-1280,7	14,9	1209,6-1419,9	15,1
M4[4/]	1138,7-1540,6	16,2	1262,7-1708,3	15,2

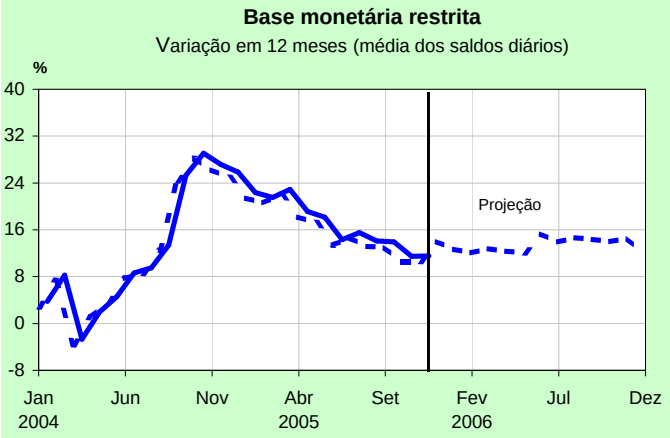
1/ Refere-se ao último mês do período.
2/ Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.
3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.
4/ Saldos em fim de período.

39. 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 9,8% para março e 10,4% para dezembro de 2006.

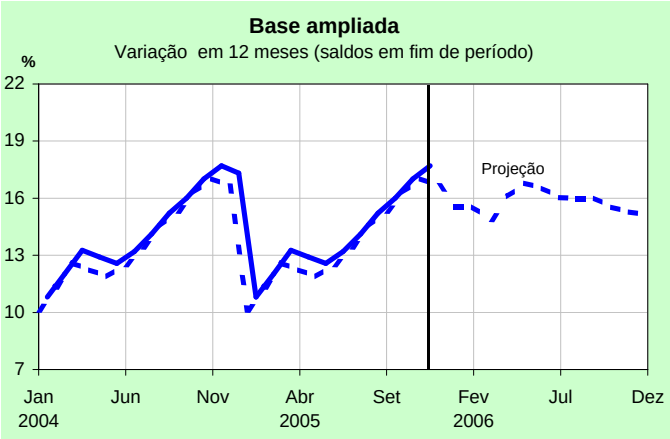


40. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar nº 110, de 29.6.2001.

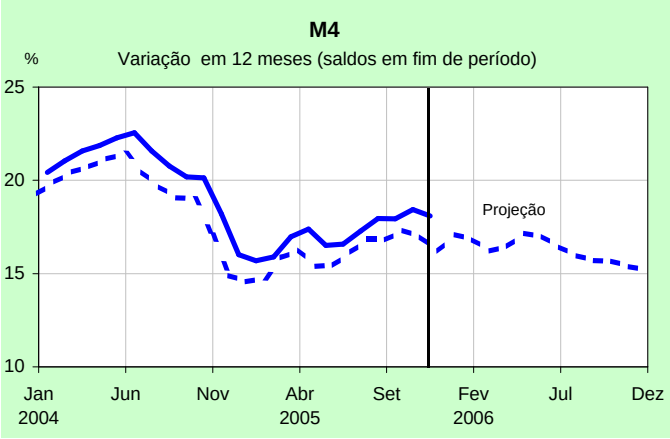
41. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 12,8% em março e de 11,6% em dezembro de 2006.



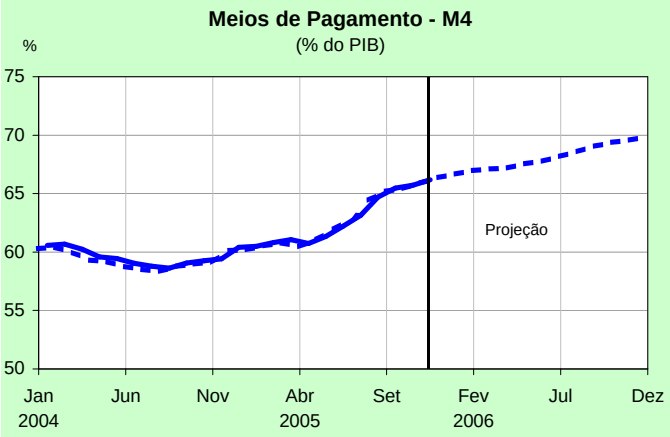
42. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 14,9% em março e de 15,1% em dezembro de 2006.



43. 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 16,2% em março e a 15,2% em dezembro de 2006.



44. 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.



45. 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 final de 2006.

Quadro 4. Evolução dos agregados monetários[1/]

Discriminação	2005		2006[/2]			
	Outubro - Novembro		Primeiro 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/]	124,4	10,0	131,5	9,8	155,5	10,4
Base restrita[4/]	85,1	10,6	91,8	12,8	111,1	11,6
Base ampliada[5/]	1128,0	17,0	1185,8	14,9	1314,7	15,1
M4[5/]	1273,3	17,0	1339,7	16,2	1 485,5	15,2

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

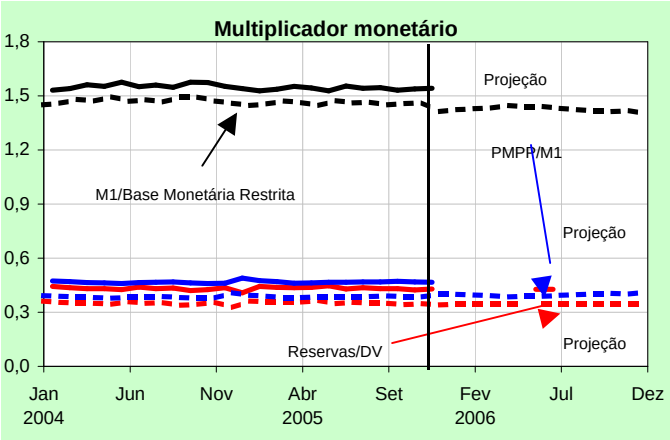
46. A evolução dos diversos multiplicadores, implícita na programação monetária, é resumida no quadro a seguir:

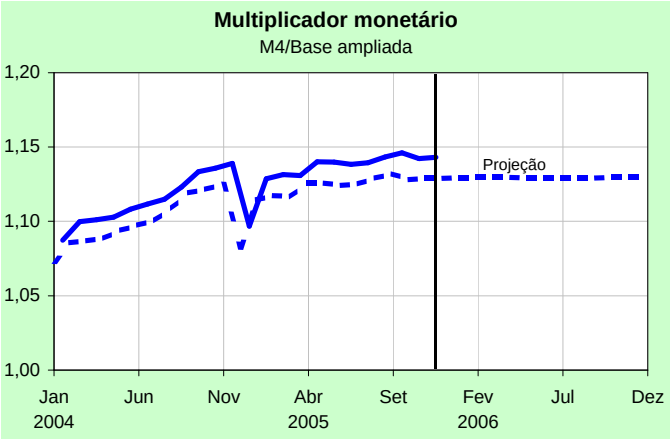
Quadro 5. Multiplicador monetário[1/]

Discriminação	2005 Outubro - Novembro[1/]		2005[2/] Primeiro Trimestre		2005[2/] Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita[3/]	1,462	-0,6	1,432	-2,7	1,399	-1,1
Res.bancárias / dep.vista[3/]	0,348	-2,0	0,346	-2,5	0,346	1,8
Papel-moeda / M1[3/]	0,385	1,3	0,392	2,9	0,412	2,7
M4 / Base ampliada[4/]	1,129	-0,1	1,130	1,2	1,130	0,1

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.

47. 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 terceiro trimestre de 2005 [1/]

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R$ bilhões	Variação percentual em 12 meses[2/]	R$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1[3/]	106,4-144,0	14,4	120,0	9,6
Base restrita[3/]	71,5-96,8	15,0	82,7	13,0
Base ampliada[4/]	934,9-1264,9	15,7	1096,1	15,3
M4[4/]	1049,1-1419,4	16,2	1240,7	16,8

1/ Refere-se ao último mês do período.
2/ Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.
3/ Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.
4/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2005 e ocorridos no período outubro/novembro[1/]

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R$ bilhões	Variação percentual em 12 meses[2/]	R$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1[3/]	124,4-168,4	15,2	124,4	10,0
Base restrita[3/]	86,5-117,1	16,6	85,1	10,6
Base ampliada[4/]	970,0-1312,3	16,5	1128,0	17,0
M4[4/]	1103,0-1492,3	17,0	1273,3	17,0

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 3. Programação monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2006[1/]

R$ bilhões

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R$ bilhões	Var. % em 12 meses[2/]	R$ bilhões	Var. % em 12 meses[2/]
M1[3/]	111,8-151,3	9,8	132,2-178,8	10,4
Base restrita[3/]	78,1-105,6	12,8	94,5-127,8	11,6
Base ampliada[4/]	1090,9-1280,7	14,9	1209,6-1419,9	15,1
M4[4/]	1138,7-1540,6	16,2	1262,7-1708,3	15,2

1/ Refere-se ao último mês do período.
2/ Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.
3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.
4/ Saldos em fim de período.

Quadro 4. Evolução dos agregados monetários[1/]

Discriminação	2005		2006[1/2]			
	Outubro - Novembro		Primeiro 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/]	124,4	10,0	131,5	9,8	155,5	10,4
Base restrita[4/]	85,1	10,6	91,8	12,8	111,1	11,6
Base ampliada[5/]	1128,0	17,0	1185,8	14,9	1314,7	15,1
M4[5/]	1273,3	17,0	1339,7	16,2	1 485,5	15,2

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[1/]

Discriminação	2005 Outubro - Novembro[1/]		2005[2/]			
			Primeiro Trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita[3/]	1,462	-0,6	1,432	-2,7	1,399	-1,1
Res.bancárias / dep.vista[3/]	0,348	-2,0	0,346	-2,5	0,346	1,8
Papel-moeda / M1[3/]	0,385	1,3	0,392	2,9	0,412	2,7
M4 / Base ampliada[4/]	1,129	-0,1	1,130	1,2	1,130	0,1

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.