

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2007

Dezembro – 2006

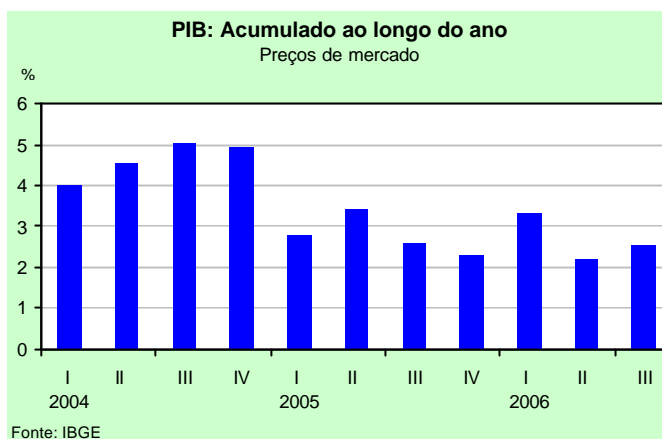


BANCO CENTRAL DO BRASIL

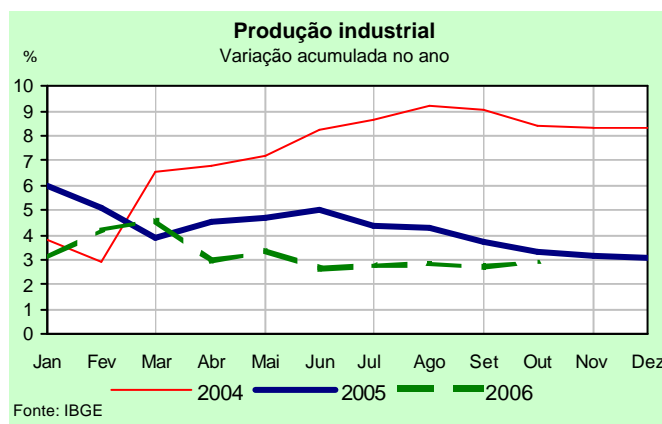
Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2007

A. A economia no quarto trimestre de 2006

1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 2,5% nos nove primeiros meses de 2006, em comparação a igual período de 2005, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Todos os componentes do produto apresentaram evolução positiva no período, registrando-se aumentos de 2,7% na atividade industrial, com a indústria de transformação crescendo 1,4% e a da construção civil, 5%; de 2,5% na agropecuária, favorecida pela expansão de 3,2% na produção de grãos; e de 2,3% no setor de serviços, com destaque para o desempenho do segmento comércio, que cresceu 3,5% no período. Sob a ótica da demanda, a contribuição do setor externo foi negativa em 1,1 p.p. e a da demanda interna foi positiva em 3,6 p.p., registrando-se crescimentos de 6% na formação bruta de capital fixo, de 3,7% no consumo das famílias e de 1,9% no consumo do governo. Em relação ao setor externo, as exportações aumentaram 5,3% e as importações, 16,1%. Na margem, o PIB aumentou 0,5% no terceiro trimestre, em relação ao segundo trimestre do ano, dados dessazonalizados. A produção agropecuária aumentou 1,1%, favorecida pelo desempenho de importantes culturas com colheitas concentradas no 3º trimestre, como cana-de-açúcar, café e laranja, que compensou a frustração na safra de trigo. O setor industrial cresceu 0,6% e o de serviços, 0,4%.



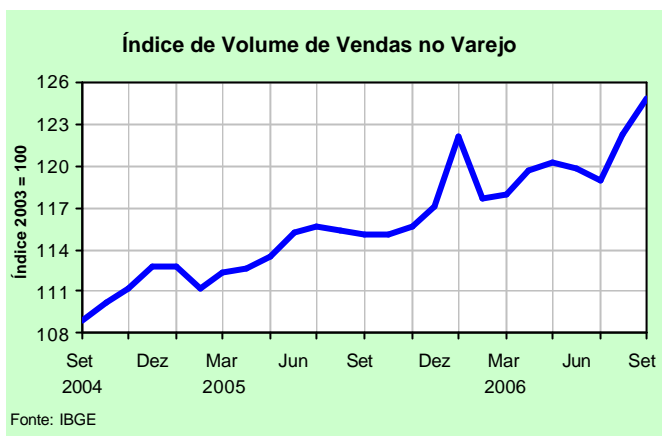
2. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE, a produção industrial cresceu 2,9% nos primeiros dez meses de 2006, ante período equivalente do ano anterior, combinando avanços de 7,1% da indústria extrativa e de 2,7% da indústria de transformação. Registraram-se aumentos nas produções de todas as categorias, com ênfase em bens de consumo duráveis, 6,9%, e em bens de capital, 5,5%. Considerando a evolução na margem, a indústria brasileira cres-



ceu 0,3% no trimestre agosto a outubro, em relação ao trimestre encerrado em julho, com base em dados dessazonalizados. As indústrias extrativa e de transformação registraram expansões de 1,4% e de 0,2%, no período.

3. A evolução dos indicadores do comércio varejista no terceiro e no início do quarto trimestres de 2006 sugere a aceleração do crescimento das vendas.

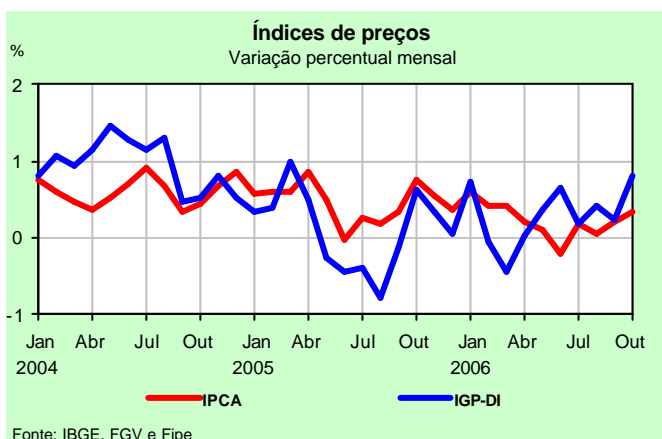
A continuidade da ampliação da renda real, as melhores condições de crédito e a evolução da confiança dos consumidores, em patamares recordes, delineiam perspectivas favoráveis para a continuidade desse movimento nos próximos meses. O Índice de Volume de Vendas no Varejo, da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC)



divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cresceu 1,8% no terceiro trimestre, em relação ao trimestre encerrado em junho, considerados dados dessazonalizados. Registraram-se aumentos em todos os segmentos, com ênfase nas vendas de móveis e eletrodomésticos, 2,2%; combustíveis e lubrificantes, 1,7%; e hipermercados, supermercados e produtos alimentícios, 1,4%. As vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, explicitando as condições favoráveis do crédito e a confiança dos consumidores, cresceram 7,7%, na mesma base de comparação. As vendas de material de construção apresentaram forte aceleração a partir de julho, registrando, em comparações com os mesmos períodos do ano anterior, crescimentos de 11,2% em julho, 12,1% em agosto e 13,8% em setembro. No primeiro semestre, as vendas desse segmento haviam recuado 0,72%, na mesma base de comparação.

4. A inflação relativa ao trimestre encerrado em novembro situou-se em patamar superior ao registrado no trimestre finalizado em agosto,

reflexo do final de um ciclo de contribuição favorável dos preços agrícolas em geral e da recuperação dos preços das principais *commodities* agrícolas no mercado internacional. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, aumentou 1,62% no trimestre encerrado em novembro, comparativamente a 1,25% no trimestre junho a agosto,



resultado de variações de 2,21% no Índice de Preços no Atacado (IPA), de 0,57% no Índice de Preços ao Consumidor (IPC-Br) e de 0,55% no Índice Nacional de Construção Civil (INCC). A evolução do IPA incorporou aumentos de 0,15% nos preços dos produtos industriais e de 8,99% nos preços agrícolas. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) registrou alta de 0,85% no trimestre encerrado em novembro, registrando variações mensais de 0,21% em setembro, 0,33% em outubro e 0,31% em novembro. A aceleração verificada em relação ao trimestre encerrado em agosto, quando o índice cresceu 0,03%, refletiu, principalmente, os aumentos das variações dos preços dos itens vestuário, de 0,44% para 1,76%, e alimentação e bebidas, de -0,45% para 2,02%, nos trimestres considerados.

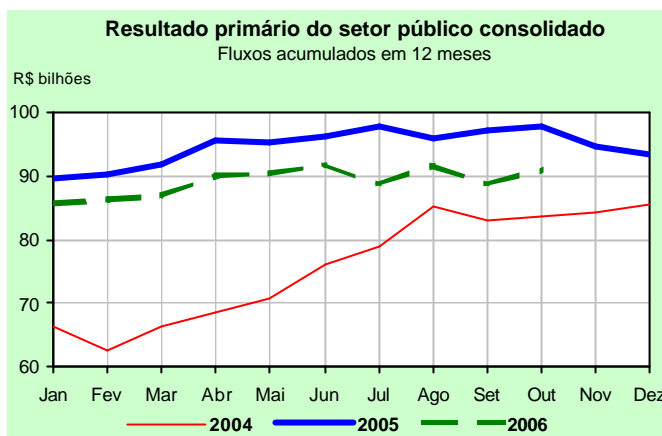
5. O mercado de trabalho apresentou forte recuperação no trimestre terminado em outubro. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME)

do IBGE, que incorpora as regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Salvador, Recife e Porto Alegre, foram criadas 423 mil ocupações nos dez primeiros meses do ano, com elevação de 2,2% no número de ocupados, ante 316 mil no mesmo período em 2005. A taxa de desemprego recuou de 10,4%, no trimestre encerrado em julho, para 10,1%,

no período agosto a outubro. Nos dez primeiros meses do ano, essa taxa situou-se, em média, em 10,2%, comparativamente a 10% no período correspondente do ano anterior. Manteve-se a tendência, em curso desde fevereiro de 2005, de crescimento, no setor privado, do emprego com carteira de trabalho em patamar superior ao do emprego sem carteira. No ano, até outubro, do total de 275 mil empregos criados no setor privado, registrou-se a incorporação de 315 mil novos empregados ao setor produtivo com carteira assinada e a eliminação de 40 mil posições sem carteira.

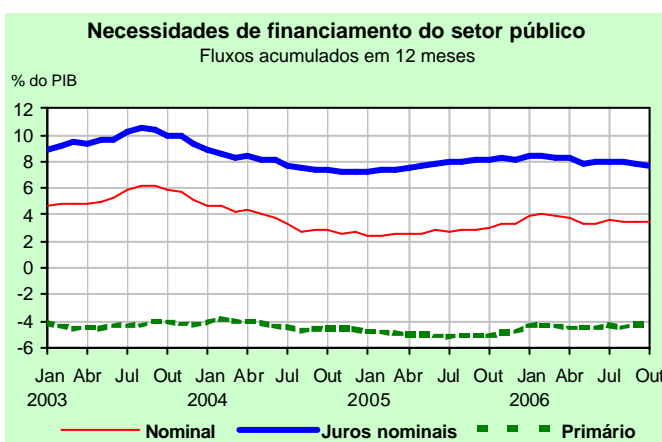


6. O superávit primário atingiu R\$89,4 bilhões, 4,34% do PIB, nos doze meses encerrados em outubro, resultante de superávits de 2,58% do Governo Central, 0,96% dos governos regionais, e 0,8% das empresas estatais. No ano, até outubro, o superávit totalizou R\$91 bilhões, 5,32% do PIB. As receitas do Tesouro Nacional, que compõem a maior parte das receitas do Governo Central, apresentaram crescimento nominal de 12,5%, e as despesas, de 12,9%, nos dez



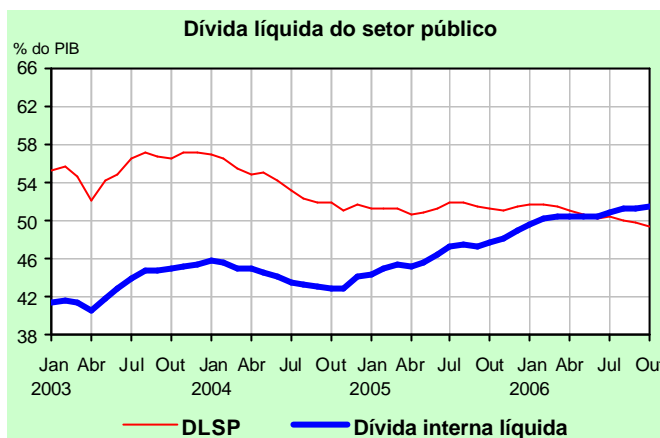
primeiros meses de 2006, em relação ao período correspondente do ano anterior. O crescimento mais moderado das receitas refletiu o processo de desoneração dos investimentos produtivos, iniciado em 2005, que tem contribuído para a redução do fluxo de arrecadação de alguns tributos, notadamente do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI). As receitas da Previdência Social aumentaram 14,1% nos dez primeiros meses de 2006, em relação ao período correspondente no ano anterior, e as despesas, 19,1%, com suas participações no PIB crescendo de 5,3% para 5,6%, e de 7% para 7,8%, respectivamente. O desempenho das receitas refletiu o aumento, de 40%, em 2005, para 60%, no repasse da arrecadação do Simples para o Regime Geral da Previdência Social e a maior formalização do mercado de trabalho. As transferências constitucionais de recursos da União para os estados e municípios totalizaram R\$74,1 bilhões de janeiro a outubro, registrando aumento de 11,6% em relação a igual período de 2005. Esse resultado foi favorecido, principalmente, pelo crescimento real de 7,4% na arrecadação do Imposto de Renda, tendo em vista que 44% desses recursos são destinados a esses dois níveis de governo.

7. Os juros nominais acumulados até outubro de 2006 reduziram-se em 0,53 p.p. do PIB, em relação ao mesmo período do ano anterior, refletindo a trajetória da taxa Selic acumulada no ano. Em doze meses, os juros nominais totalizaram R\$158,6 bilhões, 7,69% do PIB. O déficit nominal do setor público não financeiro, que inclui os juros nominais apropriados e o resultado primário, atingiu R\$2,8 bilhões em outubro, R\$43,9 bilhões no ano e R\$69,1 bilhões em doze meses. O déficit nominal acumulado no ano elevou-se em 0,15 p.p. do PIB, em relação ao ano anterior,

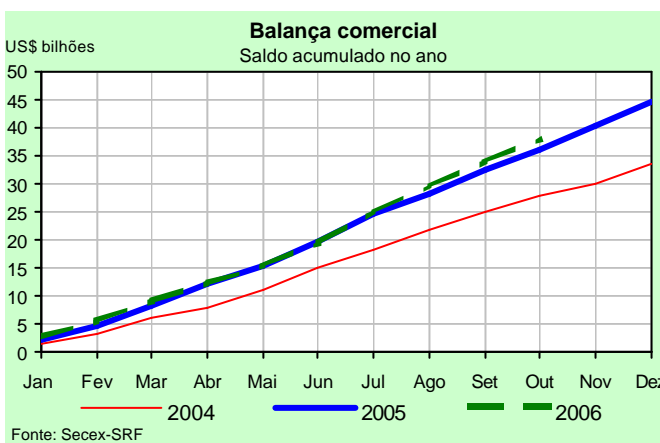


e atingiu 3,35% do PIB nos doze meses encerrados em outubro. Considerando os valores acumulados no ano, o financiamento do déficit nominal em 2006 foi realizado com a expansão da dívida mobiliária, registrando-se contração nas demais fontes de financiamento, incluindo a dívida bancária e o financiamento externo.

8. A dívida líquida do setor público não financeiro (DLSP) totalizou R\$1.042,9 bilhões em outubro, 49,5% do PIB, o menor percentual desde junho de 2001. Em relação a dezembro de 2005, a redução atingiu 2 p.p. do PIB, consolidando a tendência de queda observada desde 2004. O superávit primário e o efeito do crescimento do PIB valorizado seguem como principais determinantes da redução da relação DLSP/PIB, contribuindo com 4,3 p.p. e 3,9 p.p. do PIB, respectivamente, para a redução registrada no ano. O total de juros nominais apropriados constituiu-se no principal fator para o aumento da relação, 6,4 p.p. do PIB. Em relação à participação por indexador na dívida líquida, assinala-se, ao longo de 2006, o crescimento da representatividade de títulos prefixados e vinculados a índices de preços, que em outubro representavam, conjuntamente, 57,6% do total, ante 44% em 2005 e 30,7% em 2004. Essa trajetória traduz a elevação do nível de confiança dos investidores e a melhora na estrutura de risco da dívida, resultado da continuidade do equilíbrio fiscal em todos os segmentos do setor público e das expectativas favoráveis para o cenário macroeconômico.

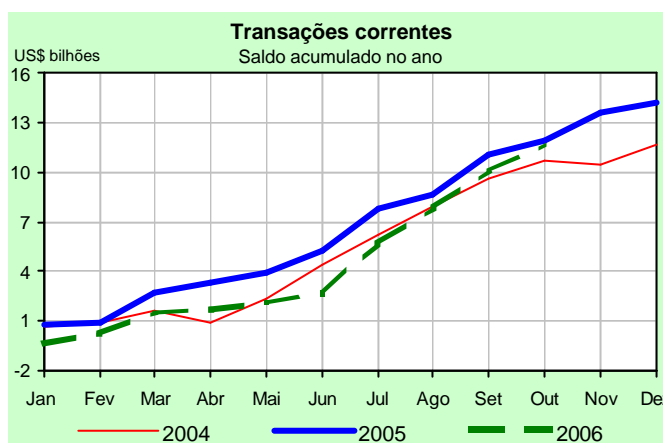


9. O superávit da balança comercial somou US\$3,9 bilhões em outubro, com as exportações totalizando US\$12,7 bilhões; as importações, US\$8,7 bilhões; e a corrente de comércio, US\$21,4 bilhões, valores recordes para o período. Registraram-se aumentos nas médias diárias das vendas externas de todas as categorias de fator agregado em outubro, em relação ao mês correspondente do ano anterior, atingindo 39,5% em produtos semimanufaturados, 23,8% em básicos e 17,8% em manufaturados. As importações também apresentaram aumento generalizado, com as compras externas de matérias-primas e produtos intermediários, que respondem por aproximadamente metade das importações totais, crescendo 34,3% no mês,



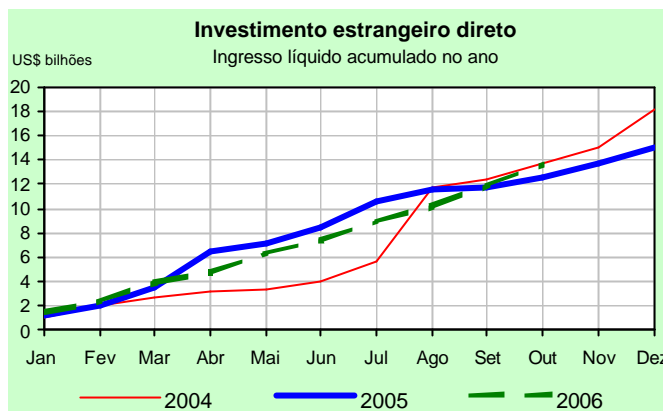
as de bens de consumo durável, 58,4%; seguindo-se as relativas a bens de consumo não duráveis, 30,9%; bens de capital, 29,9%; e combustíveis e lubrificantes, 29,3%. O desempenho das exportações nos primeiros dez meses do ano, refletiu contribuição mais representativa dos índices de preços do que das quantidades. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), os índices de preços e de *quantum* dos bens manufaturados cresceram 11% e 4,2%, respectivamente, de janeiro a outubro de 2006, em relação a igual período do ano anterior. No mesmo sentido, os aumentos dos índices de preços e de *quantum* relativos a produtos básicos e a semimanufaturados situaram-se em 10,9% e 6,4%, e em 15,9% e 4,6%, respectivamente. As importações atingiram US\$75,5 bilhões nos dez primeiros meses de 2006. De acordo com a Funcex, o crescimento de 25,2% em relação ao mesmo período do ano anterior decorreu de variações de 7,1% nos preços e de 16,8% nas quantidades importadas. Registraram-se elevações no *quantum* importado de todas as categorias de uso, atingindo 80,5% em bens de consumo duráveis; 28% em bens de capital; 16,1% em intermediários; 12,2% em bens de consumo não duráveis; e, 4% em combustíveis e lubrificantes.

10. O superávit em transações correntes acumulou US\$11,7 bilhões nos primeiros dez meses de 2006, equivalente a 1,51% do PIB, ante US\$11,9 bilhões no período correspondente no ano anterior, 1,79% do PIB. As remessas líquidas de serviços somaram US\$8 bilhões, e as remessa líquidas de rendas, US\$21,8 bilhões, crescimentos de 27,2% e 3,6%, respectivamente, em relação ao mesmo período de 2005. O principal determinante do déficit acumulado no ano na conta

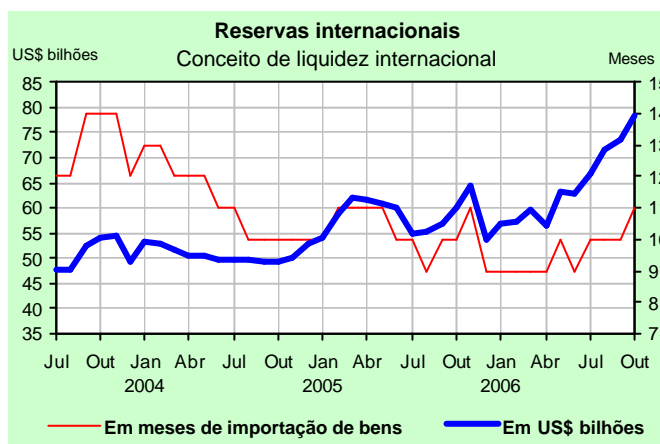


de serviços constituiu-se na elevação, de US\$3,2 bilhões para US\$3,9 bilhões, nas remessas líquidas do item aluguel de equipamentos. Em relação à conta de rendas, ressaltou-se a elevação das receitas de juros, consistente com o aumento de haveres de brasileiros no exterior e, especialmente, com o crescimento das reservas internacionais do país. As despesas líquidas com juros acumularam US\$9,4 bilhões nos primeiros dez meses do ano, ante US\$11,5 bilhões em período correspondente de 2005, resultado da ampliação de 2,6% das despesas e de 129% das receitas.

11. A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou ingressos líquidos de US\$12 bilhões no ano, até outubro, revertendo o déficit de US\$1,6 bilhão registrado em período correspondente de 2005, que inclua pagamentos de US\$7,8 bilhões ao FMI. Nos dez primeiros meses de 2006, apesar dos investimentos diretos registrarem saídas líquidas de US\$9,2 bilhões, os investimentos em carteira e os outros investimentos proporcionaram ingressos líquidos de US\$5,3 bilhões e US\$15,6 bilhões, respectivamente. Ressalte-se que os investimentos brasileiros diretos no exterior somaram US\$22,8 bilhões, no período, ante US\$2,4 bilhões de janeiro a outubro de 2005. Esse resultado, fortemente influenciado por operação no setor de mineração, em outubro, é o maior valor da série, e responsável pelos investimentos brasileiros diretos no exterior superarem, pela primeira vez, os investimentos estrangeiros diretos no Brasil (IED), ambos em valores líquidos.



12. No período de janeiro a outubro, as reservas internacionais cresceram US\$24,4 bilhões, atingindo US\$78,2 bilhões. As compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$29,3 bilhões. Dentre as operações externas sobressaíram as amortizações de US\$18,9 bilhões, especialmente aquelas relativas aos bônus soberanos, US\$16,2 bilhões, assim discriminadas: US\$5,8 bilhões referentes às operações de recompra de títulos da dívida externa; US\$1,3 bilhão devido à operação de *Tender Offer*; US\$5,8 bilhões resultantes do exercício da opção de *call* dos bônus *Bradies*; US\$648 milhões originários de operações de troca; e US\$2,7 bilhões vinculados às amortizações originalmente previstas. Ocorreram, ainda, amortizações de US\$2,6 bilhões ao Clube de Paris, concentradas nos cinco primeiros meses do ano. Os desembolsos totais atingiram US\$4,8 bilhões, sendo US\$3,6 bilhões derivados de lançamentos de bônus da República e US\$1,2 bilhão efetuados por organismos internacionais. As despesas líquidas de juros totalizaram US\$3 bilhões, resultantes da receita de US\$2,2 bilhões com a remuneração das reservas e de despesas de US\$5 bilhões referentes a bônus soberanos, US\$120 milhões ao FMI e US\$83 milhões ao Clube de Paris. As liquidações de compras do Tesouro Nacional em mercado somaram US\$11,2 bilhões, enquanto as demais operações elevaram o estoque em US\$1,1 bilhão.



B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2006

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

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$100,5 bilhões em setembro, com expansões de 4,7% no mês e de 21,5% em doze meses. O papel-moeda emitido alcançou R\$70,9 bilhões, com aumento de 5,6% no mês e de 24,2% em doze meses, e as reservas bancárias atingiram R\$29,6 bilhões, elevando-se 2,3% e 15,4%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

15. A base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central totalizou R\$1,29 trilhão em setembro, registrando aumentos de 1,42% no mês e de 17,8% em doze meses. A variação anual refletiu elevações de 25,3% no saldo de final de período da base restrita, de 18,3% no saldo de títulos do Tesouro Nacional e de 12,3% nos depósitos compulsórios em espécie, e recuo de 43,3% no saldo de títulos do Banco Central.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	116,7-157,9	14,5	143,5	19,6
Base restrita ^{3/}	81,6-110,4	16,1	100,5	21,5
Base ampliada ^{4/}	1178,0-1382,8	16,8	1290,8	17,8
M4 ^{4/}	1241,2-1679,3	17,6	1471,4	18,5

^{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.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$143,5 bilhões em setembro, apresentando aumento de 4% no mês e de 19,6% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$57,5 bilhões, com aumentos de 5,3% no mês e de 22,8% em doze meses, enquanto os depósitos à vista somaram R\$86 bilhões, elevando-se 3,2% e 17,6%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$1,47 trilhão em setembro, registrando aumentos de 1,5% no mês e de 18,5% em doze meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$7,8 bilhões no terceiro trimestre, resultante de colocação líquida de R\$9,2 bilhões no mercado primário em títulos do Tesouro Nacional e de resgate líquido de R\$1,5 bilhão no mercado secundário.

19. Em julho e em agosto, o Copom considerou que os dados referentes à atividade econômica sugeriam expansão em ritmo condizente com as condições de oferta ao longo dos próximos trimestres, com baixa probabilidade de ocorrência de pressões significativas sobre a inflação. Além disso, a despeito da perspectiva de consolidação de um ambiente de menor liquidez global, em virtude da elevação das taxas de juros nas economias industrializadas, e do fato de os preços do petróleo terem se mantido em níveis historicamente elevados, o cenário externo permanecia favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira. Assim, ainda considerando que uma parcela dos resultados favoráveis para a inflação de curto prazo correspondia a fatores pontuais, que tendem a apresentar alguma reversão no futuro, e que os níveis elevados dos preços internacionais de *commodities* importantes representavam um risco relevante para a evolução dos preços domésticos, o cenário para a trajetória da inflação permanecia benigno. À luz dessas considerações, o Copom decidiu, por unanimidade, dar continuidade ao processo de flexibilização da política monetária iniciado na reunião de setembro de 2005, reduzindo a meta para a taxa Selic para 14,75% a.a., em julho, e para 14,25% a.a., em agosto, sem viés, e acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até a sua próxima reunião para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

C. Política Monetária no bimestre outubro-novembro de 2006

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, somou R\$104,9 bilhões em novembro, com crescimentos de 2,9% no mês e de 23,2% em doze meses. Nas mesmas bases de comparação, as reservas bancárias aumentaram 6,8% e 19,9%, respectivamente, situando-se em R\$31,9 bilhões e o saldo de papel-moeda emitido expandiu 1,3% e 24,7%, respectivamente, atingindo R\$73 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,32 trilhão em novembro, com aumentos de 0,91% no mês e de 16,9% em doze meses. A variação anual refletiu crescimentos de 14,4% no saldo dos depósitos compulsórios, de 23,2% na base restrita e de 17,3% no saldo de títulos públicos do Tesouro Nacional.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$150,1 bilhões em novembro, com elevações de 2,7% no mês e 20,6% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$58,7 bilhões, apresentando crescimentos de 1,1% no mês e 22,3% em 12 meses, e o dos depósitos à vista, R\$91,4 bilhões, com aumentos de 3,7% e 19,5%, nas mesmas bases de comparação.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$1,52 trilhão em novembro, registrando aumentos de 1,5% no mês e de 18,4% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2006 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/}	138,7-187,6	14,5	150,1	20,6
Base restrita ^{3/}	95,8-129,7	14,7	104,9	23,2
Base ampliada ^{4/}	1215,9-1427,4	14,5	1319,0	16,9
M4 ^{4/}	1284,2-1737,4	15,1	1516,0	18,4

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.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em expansão monetária de R\$5,3 bilhões no bimestre outubro-novembro. O Tesouro Nacional efetuou colocações líquidas de R\$2,4 bilhões no mercado primário e o Banco Central, resgates de R\$6,5 bilhões. No mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto expansionista de R\$1,2 bilhão.

25. Em outubro, o Copom avaliou que os dados referentes à atividade econômica sugeriam expansão em ritmo condizente com as condições de oferta ao longo dos próximos trimestres, com baixa probabilidade de ocorrência de pressões significativas sobre a inflação. Além disso, a despeito da perspectiva de consolidação de um ambiente de menor liquidez global, em virtude da elevação das taxas de juros nas economias industrializadas, o cenário externo permanecia favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira. Adicionalmente, ainda que se considerasse que uma parcela dos resultados favoráveis para a inflação de curto prazo tendesse a apresentar reversão no futuro, o cenário para a trajetória da inflação permanecia benigno. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, dar continuidade ao processo de flexibilização da política monetária iniciado na reunião de setembro de 2005 e reduzir a meta para a taxa Selic em 50 p.b., para 13,75% ao ano, sem viés. Na reunião de novembro, o Copom avaliou que a elevação da inflação no curto prazo estava sendo determinada em grande medida por uma esperada reversão da dinâmica favorável dos preços dos alimentos observada em meses recentes. Tendo em vista os estímulos já existentes para a expansão da demanda agregada, as incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária e a menor distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo, o Copom entende que a preservação das importantes conquistas

obtidas no combate à inflação e na manutenção do crescimento econômico, com geração de empregos e aumento da renda real, demandará que a partir de um determinado ponto a flexibilização da política monetária passe a ser conduzida com maior parcimônia. Essa ponderação se torna ainda mais relevante quando se leva em conta que as próximas decisões de política monetária exercerão impactos concentrados em 2007. A maioria dos membros do Copom ressaltou que as informações disponíveis naquele momento ainda não justificavam uma mudança no ritmo de redução da taxa Selic e que seria necessário aguardar a evolução do cenário macroeconômico até a próxima reunião do comitê para, então, reavaliar a conveniência de alterar o ritmo de flexibilização da política monetária. Diante disso, o Copom decidiu, por cinco votos a três, reduzir a meta para a taxa Selic em 0,50 p.p., para 13,25% ao ano, sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
21.01.2004	-	16,50
18.02.2004	-	16,50
17.03.2004	-	16,25
14.04.2004	-	16,00
19.05.2004	-	16,00
16.06.2004	-	16,00
21.07.2004	-	16,00
18.08.2004	-	16,00
15.09.2004	-	16,25
20.10.2004	-	16,75
17.11.2004	-	17,25
15.12.2004	-	17,75
19.01.2005	-	18,25
16.02.2005	-	18,75
16.03.2005	-	19,25
20.04.2005	-	19,50
18.05.2005	-	19,75
15.06.2005	-	19,75
20.07.2005	-	19,75
17.08.2005	-	19,75
14.09.2005	-	19,50
19.10.2005	-	19,00
23.11.2005	-	18,50
14.12.2005	-	18,00
18.01.2006	-	17,25
08.03.2006	-	16,50
19.04.2006	-	15,75
31.05.2006	-	15,25
19.07.2006	-	14,75
30.08.2006	-	14,25
18.10.2006	-	13,75
29.11.2006	-	13,25

1/ 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 de 2007

26. O cenário de expansão da demanda interna vem sendo ratificado, nos últimos meses, pela evolução de diversos indicadores. Nesse sentido, assinala-se a aceleração das vendas no comércio, que cresceram a taxa superior a 6% no terceiro trimestre, seja em relação a igual trimestre de 2005 ou ao trimestre anterior, em termos anualizados; e a ampliação dos investimentos, evidenciando o desempenho favorável da construção civil e o volume crescente das importações de bens de capital.

27. O crescimento da atividade manteve-se em ritmo moderado, mas com aceleração dos investimentos. Essa aceleração, impulsionada pelas importações de bens de capital e pela construção civil, evidencia as perspectivas favoráveis para a evolução da economia nos próximos trimestres, constituindo-se em fator relevante para o crescimento sustentado no médio e longo prazos.

28. As condições do mercado de trabalho permanecem positivas, registrando-se continuidade do crescimento da ocupação e da massa salarial, em cenário de aumento da formalização do emprego. O aumento da massa salarial e o processo de flexibilização da política monetária impulsionaram o volume de vendas do comércio varejista no terceiro trimestre, em especial nos segmentos de material de construção e de veículos. Esse crescimento não impactou, com a mesma intensidade, a produção do trimestre, mas favorece as expectativas de crescimento mais acelerado para os próximos meses, conforme antecipado pelos primeiros resultados referentes ao último trimestre de 2006.

29. As operações de crédito do sistema financeiro mantiveram-se em trajetória expansionista, no trimestre encerrado em outubro. Essa evolução, a exemplo de períodos anteriores, esteve condicionada pelo desempenho das operações com recursos livres, em especial as vinculadas ao consumo das famílias, não obstante o processo de relativa acomodação dos empréstimos consignados em folha de pagamento. Ao mesmo tempo, a demanda por crédito por parte das empresas manteve-se em ritmo moderado, tanto nas contratações com recursos livres como direcionados, desempenho associado ao nível da atividade bem como ao acesso às fontes alternativas ao crédito bancário no mercado de capitais, especialmente por parte das empresas de maior porte.

30. As operações de arrendamento mercantil permaneceram em patamar elevado, com crescente contribuição no financiamento de bens para o setor produtivo. No mesmo sentido, os desembolsos para financiamentos habitacionais consolidam trajetória consistente de expansão alicerçada ao longo de dois anos, como resposta a incentivos institucionais, ampliados recentemente, e ao ambiente econômico benigno.

31. A contribuição do crédito bancário para a aceleração da atividade econômica deverá se intensificar no futuro próximo, favorecida pela conjunção de fatores como contínuo alongamento de prazos, inadimplência estável, taxas de juro em queda e elevação da renda real.

32. Os resultados do setor público em 2006 indicam o cumprimento da meta de superávit primário estabelecida para o ano, assegurando a continuidade da trajetória declinante da relação DLSP/PIB, que deverá ser reforçada, nos próximos meses, pelo melhor desempenho do produto, assim como pela redução dos juros nominais incorporados à dívida.

33. O desempenho das contas externas brasileiras e suas perspectivas para o próximo ano permanecem proporcionando solidez ao balanço de pagamentos. O superávit em transações correntes acumulado em doze meses tem apresentado estabilidade ao redor de 1,5% do PIB neste ano, o que contribuiu para a obtenção de amplos superávits de balanço de pagamentos, acumulando US\$23,2 bilhões em 2006, até outubro, permitindo a continuidade da política de fortalecimento das reservas internacionais.

34. O fortalecimento do balanço de pagamentos vem sendo acompanhado pela implementação de um conjunto de medidas destinadas a aumentar a capacidade da economia resistir a choques externos, evidenciadas pela ampliação do estoque de reservas internacionais, redução e melhoria do perfil da dívida externa pública, assim como pelas novas colocações externas de títulos soberanos, denominados tanto em moeda nacional quanto estrangeira.

35. Esse cenário virtuoso, no qual o balanço de pagamentos já se encontra inteiramente financiado, tanto neste ano quanto em 2007, tem permitido a redução consistente dos prêmios de risco do país atribuídos por agências de risco e consolidado perspectivas de alcance, no médio prazo, da sua classificação como nível de investimento (*investment grade*).

36. As perspectivas favoráveis em relação às contas externas brasileiras são amparadas pelas projeções a respeito da evolução do cenário econômico internacional. Nesse sentido, não obstante a expectativa de relativa desaceleração do ritmo de atividade econômica global, as estimativas de crescimento econômico mundial em 2006 superam os resultados de 2005. Para 2007, registram-se reduções das projeções de crescimento. Porém, as expectativas são de que o ambiente macroeconômico se caracterizará por reduzidas taxas de inflação, baixas taxas de juros, razoável dinamismo do comércio exterior, preços ainda elevados das *commodities* e menor volatilidade nos mercados financeiros.

37. A inflação relativa ao trimestre encerrado em novembro situou-se em patamar superior ao registrado no trimestre finalizado em agosto, movimento associado, principalmente, ao final de um ciclo de contribuição excepcionalmente favorável dos preços

agrícolas em geral e à recuperação dos preços das principais *commodities* agrícolas no mercado internacional. Essa aceleração, vinculada fundamentalmente a fatores pontuais, não deverá, sob condições monetárias apropriadas, representar riscos à manutenção do ambiente de estabilidade nos preços.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2007.

38. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2007 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 2007^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões			
	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	127,1-172,0	13,3	153,7-208,0	11,5
Base restrita ^{3/}	86,9-117,5	13,0	105,6-142,8	11,6
Base ampliada ^{4/}	1262,6-1482,2	13,6	1376,3-1615,7	12,2
M4 ^{4/}	1338,4-1810,8	14,9	1458,5-1973,2	12,1

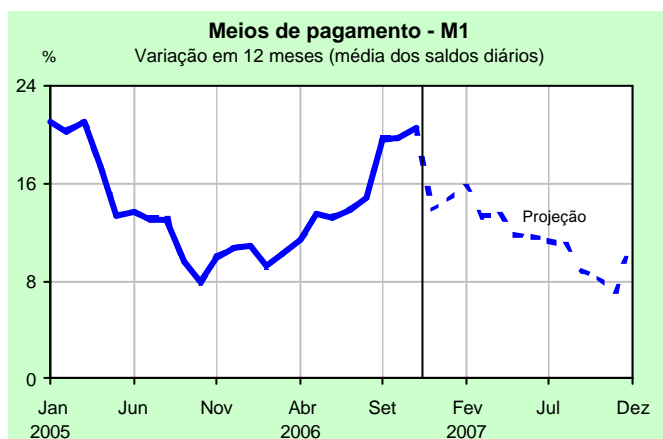
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

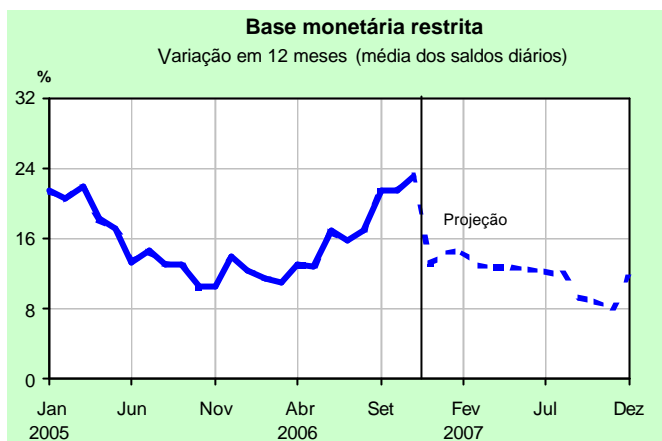
4/ Saldo em fim de período.

39. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 13,3% para março e em 11,5% para dezembro de 2007.

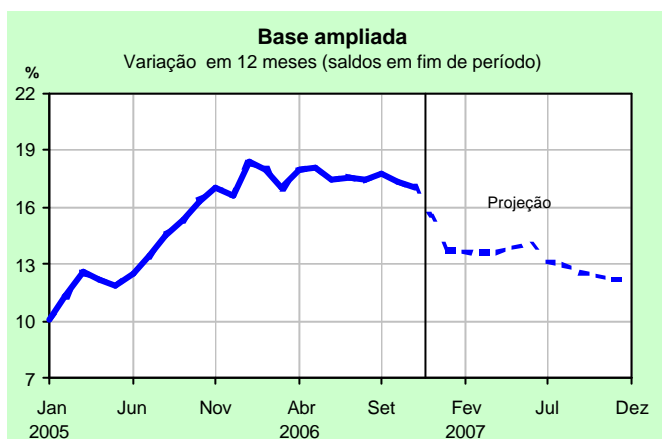


40. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar nº 110, de 29.6.2001.

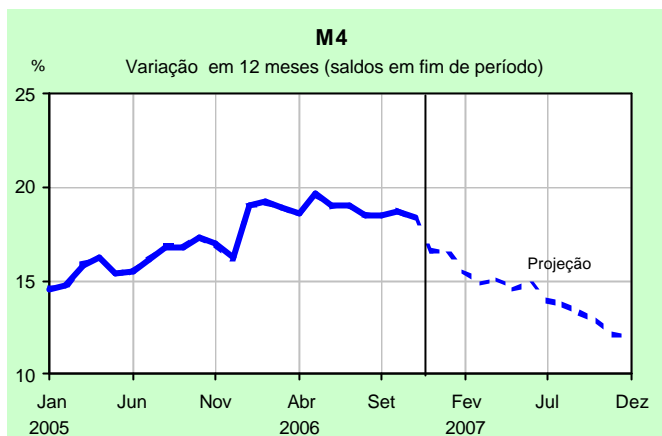
41. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 13% em março e de 11,6% em dezembro de 2007.



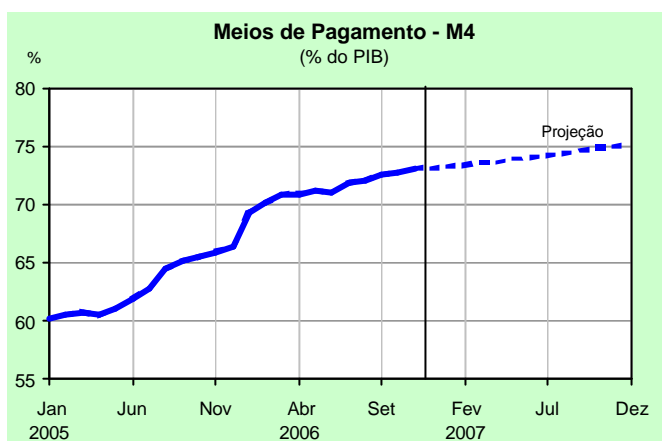
42. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 13,6% em março e 12,2% em dezembro de 2007.



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 14,9% em março e 12,1% em dezembro de 2007.



44. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do quarto trimestre de 2007, 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 2006, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre e para o ano de 2007.

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

Discriminação	2006		2007 ^{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/}	150,1	20,6	127,1-172,0	13,3	153,7-208,0	11,5
Base restrita ^{4/}	104,9	23,2	86,9-117,5	13,0	105,6-142,8	11,6
Base ampliada ^{5/}	1319,0	16,9	1262,6-1482,2	13,6	1376,3-1615,7	12,2
M4 ^{5/}	1516,0	18,4	1338,4-1810,8	14,9	1458,5-1973,2	12,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2006		2007 ^{2/}			
	Outubro - Novembro ^{1/}		Primeiro Trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,431	-2,1	1,463	0,3	1,456	-0,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,349	0,3	0,350	0,0	0,343	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,391	1,6	0,374	-2,6	0,382	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,148	1,1	1,147	1,1	1,147	-0,1

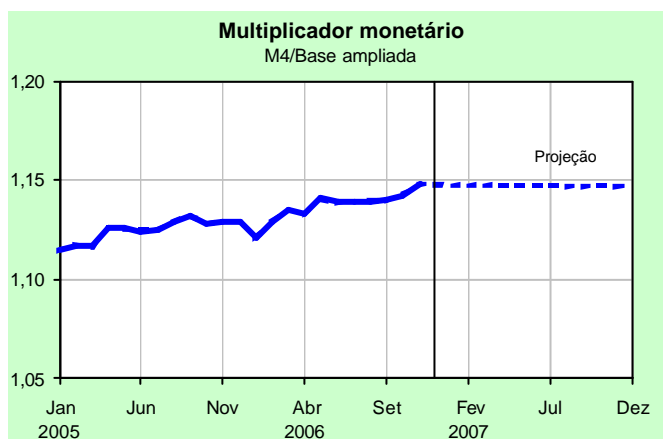
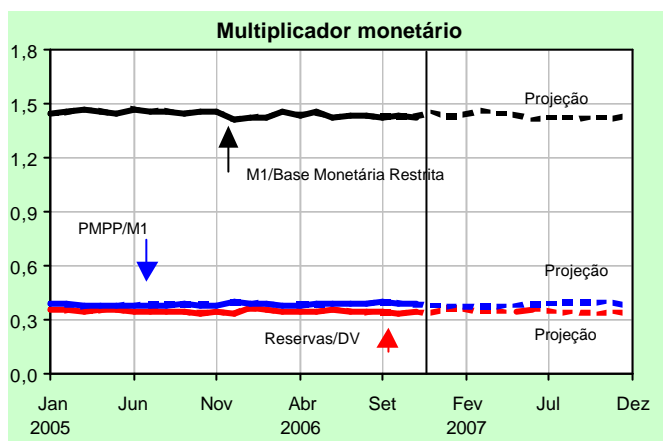
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

47. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do quarto trimestre de 2007.



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	116,7-157,9	14,5	143,5	19,6
Base restrita ^{3/}	81,6-110,4	16,1	100,5	21,5
Base ampliada ^{4/}	1178,0-1382,8	16,8	1290,8	17,8
M4 ^{4/}	1241,2-1679,3	17,6	1471,4	18,5

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 quarto trimestre de 2006 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/}	138,7-187,6	14,5	150,1	20,6
Base restrita ^{3/}	95,8-129,7	14,7	104,9	23,2
Base ampliada ^{4/}	1215,9-1427,4	14,5	1319,0	16,9
M4 ^{4/}	1284,2-1737,4	15,1	1516,0	18,4

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 o primeiro trimestre e para o ano de 2007^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões			
	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	127,1-172,0	13,3	153,7-208,0	11,5
Base restrita ^{3/}	86,9-117,5	13,0	105,6-142,8	11,6
Base ampliada ^{4/}	1262,6-1482,2	13,6	1376,3-1615,7	12,2
M4 ^{4/}	1338,4-1810,8	14,9	1458,5-1973,2	12,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	2006		2007 ^{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/}	150,1	20,6	127,1-172,0	13,3	153,7-208,0	11,5
Base restrita ^{4/}	104,9	23,2	86,9-117,5	13,0	105,6-142,8	11,6
Base ampliada ^{5/}	1319,0	16,9	1262,6-1482,2	13,6	1376,3-1615,7	12,2
M4 ^{5/}	1516,0	18,4	1338,4-1810,8	14,9	1458,5-1973,2	12,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldo em fim de período.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2006		2007 ^{2/}			
	Outubro - Novembro ^{1/}		Primeiro Trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,431	-2,1	1,463	0,3	1,456	-0,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,349	0,3	0,350	0,0	0,343	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,391	1,6	0,374	-2,6	0,382	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,148	1,1	1,147	1,1	1,147	-0,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

