

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico - DEPEC

Programação Monetária

2006

Março – 2006

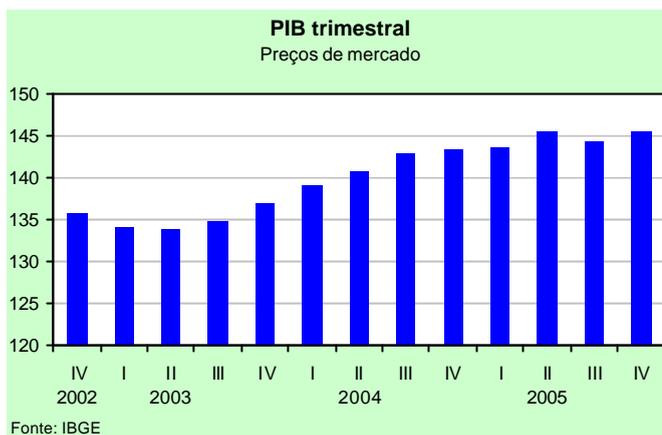


BANCO CENTRAL DO BRASIL

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

A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2006

1. O Produto Interno Bruto (PIB) apresentou elevação de 0,8% no quarto trimestre de 2005, em relação ao anterior, de acordo com dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A produção agropecuária cresceu 0,8%, enquanto nos setores industrial e de serviços registraram-se aumentos de 1,4% e 0,7%, respectivamente, na mesma base de comparação. A análise pela ótica da demanda indica um quadro mais favorável que o sugerido pela ótica



da oferta, registrando-se aumentos trimestrais de 1,3% no consumo das famílias e de 1,7% na formação bruta de capital fixo. Relativamente à demanda externa, as exportações elevaram-se em 0,7% e as importações recuaram 1,3%. O desempenho da demanda, superior ao do produto agregado, mostrou-se consistente com o movimento de ajuste de estoques efetuado nos dois últimos trimestres do ano. O PIB cresceu 2,3% em 2005, refletindo o aumento da demanda interna, em função das melhores condições de crédito e da recuperação gradual dos rendimentos reais e do emprego, e o bom desempenho do comércio exterior. Nesse contexto, o consumo das famílias cresceu 3,1%; as exportações, 11,6%; e as importações, 9,5%, no período. Adicionalmente, a formação bruta de capital e o consumo do governo elevaram-se, igualmente, em 1,6%. Considerando os setores, a taxa de crescimento da agropecuária atingiu 0,8%, enquanto os segmentos industrial e de serviços cresceram 2,5% e 2%, respectivamente, em 2005.

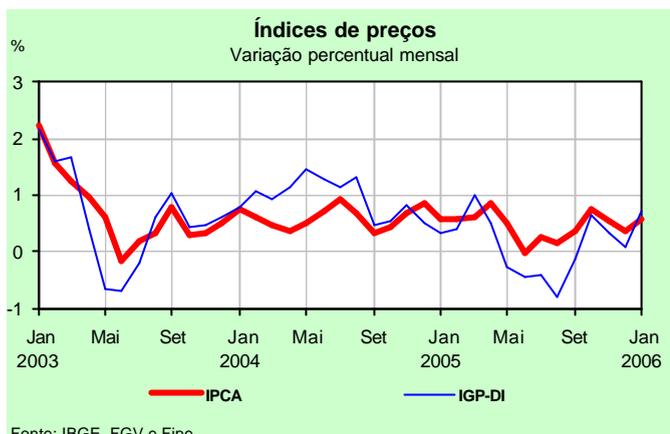
2. O setor industrial retomou trajetória de expansão nos meses finais de 2005, especialmente em dezembro, quando voltou a registrar níveis recordes de produção. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – PIM-PF, do IBGE, a atividade industrial cresceu 0,9% no último trimestre do ano, em relação ao trimestre encerrado em setembro, segundo dados dessazonalizados. No ano, a produção industrial cresceu 3,1%, resultado de aumentos de 10,2% na indústria extrativa e de 2,8% na indústria de transformação. A evolução da indústria ao longo de 2005 esteve condicionada pelo dinamismo da produção de bens de consumo, impulsionada por melhores condições de crédito e de renda. A produção de bens de consumo durável aumentou 11,4% e a de bens de consumo semidurável e não durável, 4,6%, em relação ao ano anterior, superando pela primeira vez, desde 1999, a taxa de crescimento geral da indústria. Adicionalmente, a fabricação de bens de capital cresceu 3,6% e a de bens intermediários, 1%.



3. Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), as vendas do comércio varejista aumentaram 0,7% no último trimestre de 2005, ante o trimestre encerrado em setembro, de acordo com dados dessazonalizados. Assinalem-se as elevações de 0,8% nas vendas de tecidos, vestuário e calçados e de 0,5% nas relativas a móveis e eletrodomésticos. As vendas de combustíveis e lubrificantes recuaram 0,7% nessa base de comparação, mas apresentaram recuperação nos dois últimos meses de 2005, registrando taxas positivas de 0,4% em novembro e de 1,8% em dezembro, em relação aos meses imediatamente anteriores. O Índice de Volume de Vendas no Varejo cresceu 4,8% em 2005, registrando-se aumento das vendas em todos os segmentos, com exceção de combustíveis e lubrificantes, no qual o recuo de 7,4% esteve associado à elevação dos preços. As vendas do segmento automóveis, motocicletas, partes e peças, que não integram o índice geral, elevaram-se em 1,6% em 2005. Esse resultado evidenciou o aumento de 3,7% ocorrido no último trimestre do ano, em relação ao trimestre encerrado em setembro, segundo dados dessazonalizados. A continuidade de melhoria nas condições de crédito à pessoa física deverá favorecer as vendas deste segmento nos próximos meses.



4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) variou 1,22% em 2005, menor resultado anual desde a criação do índice, em 1944. O Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) recuou 0,97% no ano, refletindo a redução de 6,32% nos preços dos produtos agrícolas e a elevação de 0,88% nos preços dos produtos industriais. O IPA-DI aumentou 0,91% no trimestre encerrado em janeiro, comparativamente ao recuo de 0,54% observado no trimestre agosto a outubro de 2005. Essa aceleração refletiu a reversão na trajetória dos preços dos produtos agropecuários, que após recuarem 4,81% no período agosto a outubro de 2005, elevaram-se 1,88% no trimestre encerrado em janeiro. Na mesma base de comparação, a variação dos preços dos produtos industriais mostrou redução de 0,88% para 0,62%. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), medido pelo IBGE, aumentou 5,69% em 2005, registrando-se elevações de 8,96% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 4,32% nos preços livres. As variações mensais do IPCA, refletindo pressões pontuais, situaram-se em níveis relativamente elevados após setembro de 2005. No trimestre encerrado em janeiro de 2006, o índice acumulou 1,51%, comparativamente a 1,27% no trimestre agosto a outubro. Essa aceleração foi determinada, fundamentalmente, pela elevação de 1,31% nos preços livres, segmento cuja participação na composição do índice é de cerca de 70%, comparativamente à elevação de 0,43% no trimestre encerrado em outubro.

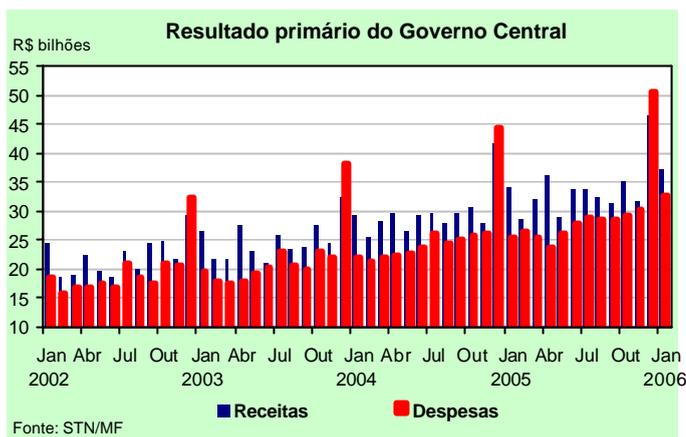


5. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego atingiu 8,3% em dezembro, com recuo de 1,3 p.p. em relação a dezembro de 2004. Essa é a menor taxa registrada desde a introdução da nova série, em outubro de 2001. Em janeiro de 2006, refletindo as influências sazonais do período, a taxa elevou-se para 9,2%, situando-se 1 p.p. abaixo da relativa a janeiro de 2005. A taxa média de desemprego situou-se em 9,8% em 2005, ante 11,5% em 2004. O número de ocupados aumentou, em média, 3% nesse período, registrando-se a criação, em 2005, de 474 mil vagas, comparativamente a 646 mil novos postos de trabalho em 2004. Ressalte-se que, embora a criação de postos



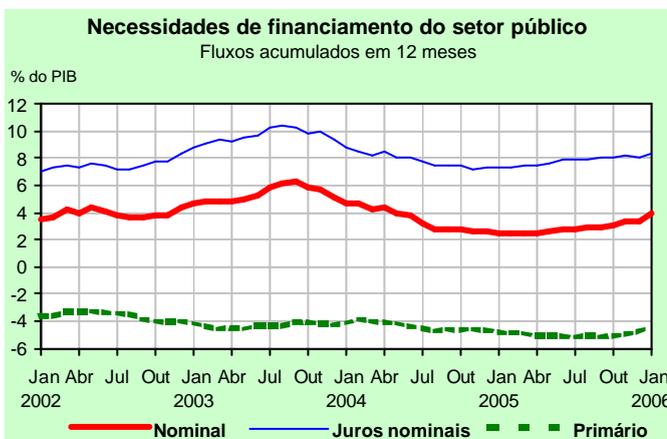
de trabalho em 2005 tenha sido inferior à registrada no ano anterior, ocorreu melhora na qualidade da geração de emprego, na medida em que foram registrados 315 mil novos postos com carteira assinada em 2004 e 466 mil, em 2005, representando aumentos de 4,2% e 6%, respectivamente.

6. Em 2005, o superávit primário do setor público não financeiro alcançou R\$93,5 bilhões, 4,84% do PIB, comparativamente a 4,59% do PIB, em 2004. Os superávits registrados nos governos regionais e nas empresas estatais elevaram-se em 0,11 p.p. e 0,21 p.p. do PIB, respectivamente, enquanto o relativo ao Governo Central recuou 0,08 p.p., refletindo o crescimento do déficit no INSS. O superávit do Governo Central atingiu R\$55,7 bilhões em 2005, resultante de superávit de



R\$93,6 bilhões no Governo Federal e de déficits de R\$312 milhões do Banco Central e de R\$37,6 bilhões do INSS. Em janeiro de 2006, o superávit primário do setor público não financeiro atingiu R\$3,1 bilhões, com o governo central e os governos regionais apresentando superávits de R\$3,3 bilhões e R\$2,6 bilhões, respectivamente, e as empresas estatais, déficit de R\$2,9 bilhões. Em janeiro do ano anterior, o superávit primário totalizou R\$11,4 bilhões, resultante de superávits de R\$8,5 bilhões do governo central e de R\$3,3 bilhões dos governos regionais, e de déficit de R\$0,4 bilhão das empresas estatais.

7. Os juros nominais, incorporados pelo critério de competência, totalizaram R\$157,1 bilhões, 8,1% do PIB, em 2005, comparativamente a R\$128,3 bilhões, 7,3% do PIB, no ano anterior. O crescimento da taxa Selic acumulada no ano, que passou de 16,3%, em 2004, para 19,1%, em 2005, constituiu-se no principal determinante do aumento no volume de juros incorporados. O resultado nominal do setor público não financeiro, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi deficitário em R\$63,6 bilhões em 2005, superando o déficit registrado no ano anterior em 0,62 p.p. do PIB. Os juros nominais apropriados por competência alcançaram R\$17,9 bilhões e o déficit nominal do setor público, R\$14,9 bilhões, em janeiro



de trabalho em 2005 tenha sido inferior à registrada no ano anterior, ocorreu melhora na qualidade da geração de emprego, na medida em que foram registrados 315 mil novos postos com carteira assinada em 2004 e 466 mil, em 2005, representando aumentos de 4,2% e 6%, respectivamente.

de 2006, comparativamente a R\$0,9 bilhão, em janeiro de 2005. Assinale-se que o crescimento da parcela de juros incorporada em janeiro de 2006 em relação a dezembro de 2005, quando atingiu R\$10,7 bilhões, decorreu, basicamente, da trajetória da taxa de câmbio observada nesses dois meses. Assim, a apreciação de 5,3% apresentada pelo real em janeiro, após a depreciação de 6,1% observada em dezembro, ocasionou a reversão dos ganhos financeiros registrados naquele mês. O comportamento dos juros nominais será favorecido, em 2006, pela continuidade da flexibilização da política monetária, iniciada em setembro de 2005.

8. A dívida líquida do setor público totalizou R\$1.014,4 bilhões em janeiro, 51,6% do PIB, comparativamente a R\$1.002,5 bilhões, 51,6% do PIB, em dezembro de 2005, e a R\$957 bilhões, 51,7% do PIB, em dezembro de 2004. O resultado alcançado em 2005 refletiu, por um lado, o superávit primário de 4,84% do PIB, assim como o crescimento do PIB valorizado e a apreciação cambial registrados no ano, que contribuíram para a redução da relação com 2,4 p.p. e 0,9 p.p. do PIB, respectivamente. Em sentido contrário, concorreram as apropriações de juros nominais e de dívidas, com impactos de 8,1 p.p. e 0,2 p.p. do PIB, respectivamente. Ao longo do ano, prosseguiu o processo de melhoria no perfil da dívida, com a participação da dívida indexada ao câmbio recuando de 16,8% do total da dívida líquida, em 2004, para 5,6% em 2005, enquanto a representatividade da dívida pré-fixada aumentou de 17% para 27,2%, no mesmo período.



9. O superávit em transações correntes acumulado em doze meses totalizou US\$12,9 bilhões em janeiro de 2006, ante US\$11,8 bilhões no período correspondente do ano anterior, representando 1,62% do PIB. Embora o desempenho em transações correntes permaneça significativo, apresentou relativa desaceleração em relação ao recorde de US\$14,8 bilhões registrado em novembro de 2005. Essa trajetória está associada ao comportamento das remessas lí-



quidas nas contas de serviços e rendas, que se elevaram em 40,3% na mesma base de comparação. Em janeiro, as transações correntes apresentaram déficit de US\$452 milhões.

10. Em janeiro, as exportações totalizaram US\$9,3 bilhões e as importações, US\$6,4 bilhões, valores recordes para o mês. A média diária das vendas externas cresceu 18,9% e a das compras, 16,7%, em relação ao mesmo mês do ano anterior. O superávit atingiu US\$2,8 bilhões, maior valor já registrado para meses de janeiro, situando-se US\$657 milhões acima do valor ocorrido no mesmo mês de 2005. A corrente de comércio cresceu 23,7% nessa base de comparação, somando US\$15,7 bilhões. Segmentando as exportações por fator agregado, as três categorias registraram vendas recordes em janeiro, com ênfase para a média diária das exportações de produtos básicos, com crescimento de 47,8% em relação a janeiro de 2005. As importações também apresentaram aumento generalizado no período, sobressaindo os crescimentos de 32,9% nas compras de bens de consumo e de 23,5% nas relativas a combustíveis e lubrificantes, mesmo com a redução de 18,5% registrada no item petróleo.



11. A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou remessas líquidas acumuladas em doze meses de US\$7,8 bilhões, em janeiro de 2006, ante US\$9,9 bilhões no período correspondente em janeiro de 2005. Na mesma base de comparação, os ingressos de investimentos estrangeiros diretos líquidos recuaram 15,8%, para US\$15,5 bilhões, evidenciando a operação de aquisição de empresa vinculada ao setor de produtos alimentícios e bebidas, no valor de US\$4,9 bilhões, ocorrida em agosto de 2005.



12. As reservas internacionais, no conceito de liquidez internacional, totalizaram US\$56,9 bilhões, em janeiro de 2006. As compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$2,4 bilhões no mês. Relativamente às operações externas, destacaram-se as amortizações de US\$3,1 bilhões, sendo US\$2,3 bilhões relativos a bônus soberanos, incluindo US\$774 milhões referentes à operação de recompra de títulos da dívida externa, e US\$815 milhões decorrentes de pagamentos realizados junto ao Clube de Paris. Ocorreram, ainda, lançamento de US\$1 bilhão em bônus da República e despesas líquidas de juros de US\$758 milhões, advindas da receita de US\$167 milhões com a remuneração das reservas e das despesas de US\$866 milhões relativas a bônus e de US\$59 milhões relativos a pagamentos ao Clube de Paris. As liquidações de compras do Tesouro Nacional somaram US\$3,2 bilhões, enquanto as demais operações geraram receita de US\$310 milhões.



B. Política Monetária no quarto trimestre de 2005

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 quarto trimestre de 2005.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$98,3 bilhões em dezembro, expansão mensal de 15,5% e anual de 12,6%. As reservas bancárias expandiram-se 9,6% em relação ao mês anterior e 11,5% em 12 meses, situando-se em R\$29,2 bilhões. Nas mesmas bases de comparação, o saldo de papel moeda emitido registrou crescimentos de 18,1% e de 13%, respectivamente, atingindo R\$69,1 bilhões.

15. A base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, expandiu-se 2,3% em dezembro, alcançando R\$1,15 trilhão. A expansão de 17,9%, em 12 meses, refletiu aumentos nos saldos de títulos do Tesouro Nacional, 20%, na base restrita, 14,1%, e nos depósitos compulsórios, 11%, e recuo de 50% no saldo de títulos do Banco Central.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, atingiram R\$142,5 bilhões em dezembro, com aumentos de 14,4% no mês e de 12,1% em 12 meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, o saldo de papel-moeda em poder do público elevou-se 18,9% e 11,8%, respectivamente, atingindo R\$57,0 bilhões, e os depósitos à vista, 11,6% e 12,2%, alcançando R\$85,4 bilhões.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$1,31 trilhão em dezembro, registrando expansões de 2,5% no mês e de 18,3% em 12 meses.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2005 ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	124,4-168,4	15,2	142,5	12,1
Base restrita ^{3/}	86,5-117,1	16,6	98,3	12,6
Base ampliada ^{4/}	970,0-1312,3	16,5	1154,1	17,9
M4 ^{4/}	1103,0-1492,3	17,0	1312,5	18,3

^{1/} Refere-se ao último mês do período.

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

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

^{4/} Saldos em fim de período.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, proporcionaram expansão monetária de R\$12,4 bilhões no quarto trimestre. Registraram-se emissão líquida de US\$8,7 bilhões no mercado primário, resultado da colocação líquida de R\$14,1 bilhões em títulos do Tesouro Nacional e do resgate líquido de R\$5,4 bilhões pelo Banco Central, e compra líquida de R\$20,9 bilhões, no mercado secundário.

19. Nas reuniões de outubro, novembro e dezembro, o Comitê de Política Monetária (Copom) avaliou que a elevação da inflação no curto prazo estava 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 a expectativa quanto ao caráter transitório de tais pressões, o 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 subsequente. Em dezembro, embora a magnitude da inflação tenha superado as expectativas, o Copom decidiu pela continuidade do processo de flexibilização da política monetária, deliberando a redução da meta para a taxa Selic para 18% a.a., sem viés. Assinalou que permanecerá acompanhando atentamente nos próximos meses a evolução da inflação, as diferentes medidas de núcleo e adequando prontamente a postura da política monetária às circunstâncias.

C. Política monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2006

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, somou R\$92,5 bilhões em fevereiro, implicando contração de 4,3% no mês e expansão de 11,5% em 12 meses. As reservas bancárias contraíram 7,1% em relação a janeiro e expandiram 8,0% em 12 meses, situando-se em R\$28,5 bilhões. O saldo de papel-moeda emitido atingiu R\$63,9 bilhões, apresentando recuo mensal de 3% e aumento anual de 13,1%.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,19 trilhão em fevereiro, com aumentos de 0,5% no mês e de 17,5% em 12 meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 11% no saldo de depósitos compulsórios, de 11,5% na base restrita e de 17,8% no saldo de títulos públicos do Tesouro Nacional, paralelamente à redução de 53,6% no saldo de títulos do Banco Central.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$131,8 bilhões em fevereiro, decrescendo 4,5% no mês e expandindo-se 9,2% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$52 bilhões, apresentando contração de 4,6% no mês e expansão de 11,2% em 12 meses, e os depósitos à vista totalizaram R\$79,7 bilhões, com redução mensal de 4,4% e crescimento anual de 7,9%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$1,36 trilhão em fevereiro, registrando aumentos de 2,1% no mês e de 19,7% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2006 e ocorridos no período janeiro/fevereiro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	111,8-151,3	9,8	131,8	9,2
Base restrita ^{3/}	78,1-105,6	12,8	92,5	11,5
Base ampliada ^{4/}	1090,9-1280,7	14,9	1190,9	17,5
M4 ^{4/}	1138,7-1540,6	16,2	1355,6	19,7

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 contração monetária de R\$23 bilhões no bimestre janeiro-fevereiro. O Tesouro Nacional efetuou colocações líquidas de R\$8,3 bilhões no mercado primário, enquanto, no mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto contracionista de R\$14,8 bilhões.

25. Em janeiro de 2006, o Copom avaliou que o cenário externo permanece favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira, e que os dados referentes à atividade econômica sugerem a consolidação progressiva de uma trajetória de expansão em ritmo condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Foi considerado, adicionalmente, que a elevação da inflação observada no início de 2006 se deve a fatores de caráter predominantemente sazonal, que deverão apresentar arrefecimento ao longo do tempo. Diante disso, foi decidida, por unanimidade, a redução da meta para a taxa Selic para 17,25% a.a, sem viés. Na reunião realizada em março, o Copom considerou a permanência do cenário benigno que fundamentou a decisão tomada na reunião anterior quanto ao prosseguimento ao processo de flexibilização da política monetária. Nesse contexto, a meta para a taxa SELIC foi fixada em 16,5% ao ano, sem viés.

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

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

D. Perspectivas para o segundo trimestre e para o ano de 2006

26. A retomada da atividade econômica registrada no quarto trimestre de 2005 ocorreu de forma generalizada e em um cenário de maior solidez dos fundamentos econômicos. Todos os componentes da demanda e os subsetores da atividade registraram expansão, destacando-se o desempenho do consumo das famílias, que cresce de forma sustentada por três trimestres consecutivos, e dos investimentos, favorecendo, em um contexto de continuidade do ajuste fiscal e de consolidação das contas externas, o fortalecimento das condições necessárias para o crescimento sustentado da economia.

27. As expectativas para os primeiros meses de 2006 combinam um movimento residual de ajuste de estoques e uma conjuntura mais favorável para o consumo, sustentada pela consolidação dos aumentos da massa de rendimentos reais, das melhores condições de crédito e do fortalecimento da confiança dos consumidores. Dessa forma, o cenário esperado é de expansão da atividade econômica.

28. A evolução das operações de crédito do sistema financeiro no trimestre encerrado em janeiro refletiu as características sazonais do período. Nos últimos dois meses de 2005, a demanda das empresas registrou crescimento mais acentuado, acompanhando o ciclo de negócios, enquanto as operações contratadas com as famílias sofreram desaceleração,

tendo em vista a complementação de renda determinada pelo recebimento do décimo terceiro salário. No início do ano, por outro lado, a redução dos empréstimos por parte das empresas, associada ao menor volume de negócios, foi acompanhada pela maior contratação nas diversas modalidades de crédito às famílias, tendo em vista a concentração de compromissos financeiros nesse período do ano.

29. A demanda por crédito por parte das famílias tem evidenciado a consolidação do processo de migração para modalidades menos onerosas, com destaque para crédito consignado e financiamento de bens de consumo. Em relação às empresas, o moderado crescimento registrado nas diversas modalidades deve ser associado, em parte, ao acesso a fontes alternativas de crédito não bancário por parte das grandes empresas. As expectativas quanto ao canal de crédito, diante do processo de flexibilização monetária em curso, são de manutenção do patamar de demanda por parte das famílias e aceleração por parte das empresas, em linha com as perspectivas de aceleração do ritmo de atividade da economia.

30. Os resultados registrados na esfera fiscal seguem favorecendo a sustentabilidade da dívida pública, processo que deverá persistir em 2006 com a consecução da meta de superávit primário de 4,25% do PIB, fixada para o ano na Lei de Diretrizes Orçamentárias.

31. Os resultados expressivos proporcionados pela balança comercial permanecem sustentando os superávits em transações correntes e provendo financiamento estável e de qualidade ao balanço de pagamentos. Ressalte-se que as perspectivas para a economia mundial em 2006 seguem favoráveis, não sendo prevista redução acentuada no resultado da balança comercial, mesmo em um cenário de retomada da atividade econômica doméstica.

32. O desempenho das contas externas em 2005 permitiu não apenas o financiamento do balanço de pagamentos, como a antecipação de pagamentos referentes a 2006 e 2007. O programa de captações via bônus emitidos pela República antecipou, em 2005, a captação de US\$3,5 bilhões referentes às necessidades de 2006. As condições do mercado internacional e da economia brasileira têm possibilitado a antecipação de financiamento, corroborando o cenário positivo projetado para o balanço de pagamentos.

33. A manutenção de condições favoráveis permitiu ao longo dos últimos meses a melhoria expressiva das condições de risco país. Destaque-se a contínua redução do nível de risco Brasil, que atingiu 228 pontos em 14 de fevereiro, o nível mais baixo desde o início da série, em 1994. A adoção de política duradoura e consistente para a administração do passivo externo contribui para o processo estrutural de fortalecimento do balanço de pagamentos brasileiro.

34. Em 2006, permanece em vigor a política de recomposição de reservas, via compras líquidas do Banco Central. Adicionalmente, continuaram a ser implementadas medidas com o objetivo de melhorar o perfil da dívida externa, com destaque para a decisão de efetuar recompras de bônus de vencimentos mais curtos e de antecipar a liquidação dos *bradies*, passivo vinculado à dívida reestruturada.

35. Os indicadores de sustentabilidade das contas externas, influenciados tanto pela elevação das exportações quanto pela expansão do conjunto de ativos externos em poder da Autoridade Monetária, refletem o quadro favorável das contas externas brasileiras, e reforçam a evolução positiva dos níveis de risco Brasil.

36. A inflação ao consumidor situou-se em patamar relativamente elevado desde outubro de 2005, evidenciando a ocorrência de fatores pontuais, que acarretaram maiores riscos em relação à convergência para as metas estabelecidas pelo CMN. A perspectiva para os próximos meses é de manutenção de uma trajetória benigna para a inflação, em um contexto de recuperação da atividade econômica. Essa perspectiva favorável resulta, fundamentalmente, da política monetária implementada ao longo dos últimos anos, que reagiu de forma tempestiva e consistente às pressões inflacionárias existentes, criando as condições necessárias para que a economia mantenha um crescimento sustentado nos próximos anos.

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

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

Discriminação	R\$ bilhões			
	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	112,8-152,7	12,4	135,5-183,4	11,9
Base restrita ^{3/}	76,7-103,7	12,4	93,8-126,9	12,3
Base ampliada ^{4/}	1144,2-1343,2	18,1	1222,3-1434,9	15,1
M4 ^{4/}	1205,7-1631,3	19,8	1291,8-1747,7	15,8

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.

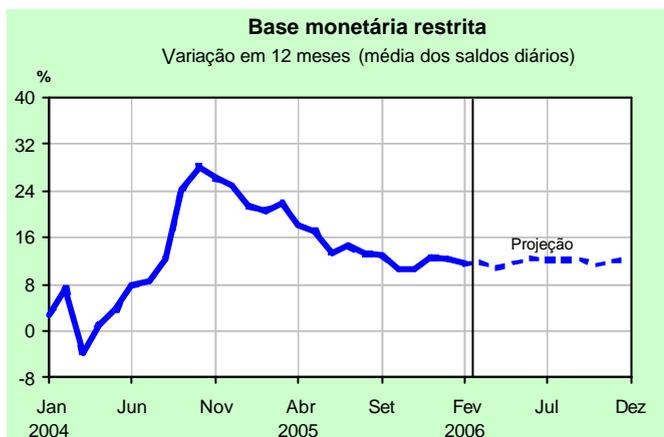
4/ Saldos em fim de período.

38. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerou-se 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 12,4% para junho e 11,9% para dezembro de 2006.

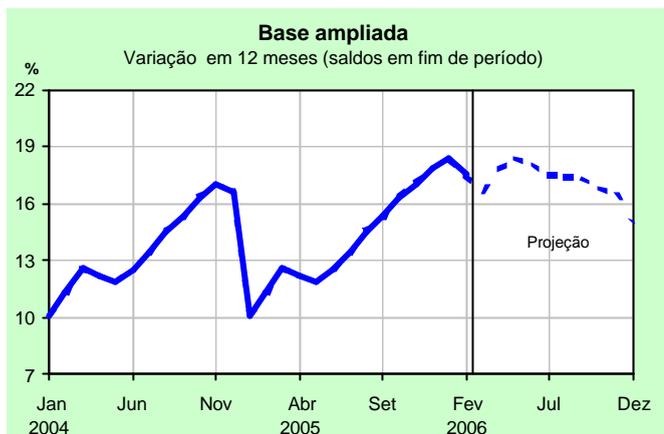


39. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, como variáveis exógenas, a elevação do salário mínimo, as restituições do imposto de renda e as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar nº 110, de 29.6.2001.

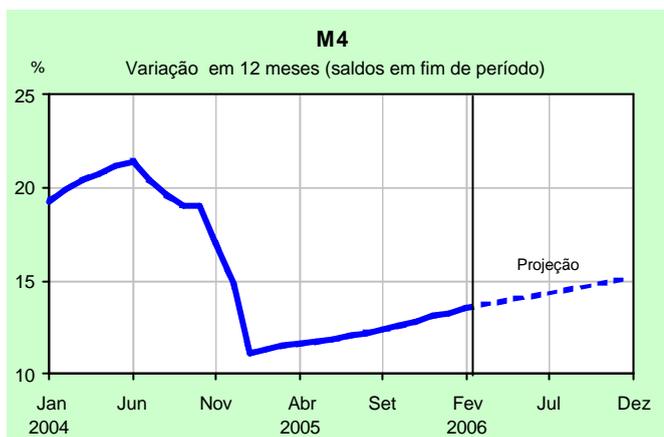
40. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 12,4% em junho e 12,3% em dezembro de 2006.



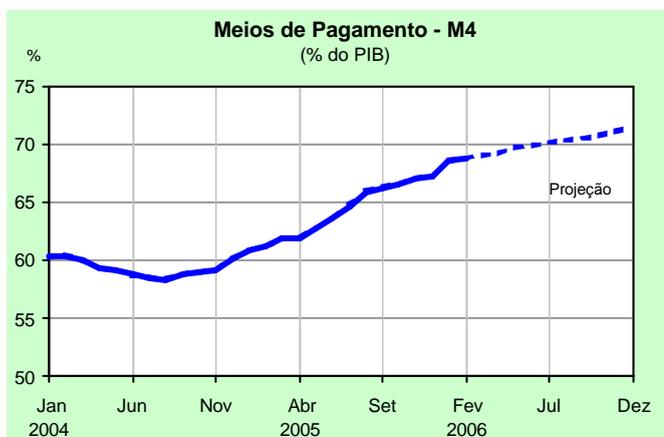
41. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 18,1% em junho e 15,1% em dezembro de 2006.



42. 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 19,8% em junho e 15,8% em dezembro de 2006.



43. 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.



44. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre janeiro/fevereiro de 2006, bem como os valores previstos para o segundo trimestre e para o final de 2006.

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

Discriminação	2006		2006 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo 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/}	131,8	9,2	132,8	12,4	159,4	11,9
Base restrita ^{4/}	92,5	11,5	90,2	12,4	110,4	12,3
Base ampliada ^{5/}	1190,9	17,5	1243,7	18,1	1328,6	15,1
M4 ^{5/}	1355,6	19,7	1418,5	19,8	1 519,7	15,8

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^{1/}

Discriminação	2006		2006 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro ^{1/}		Segundo Trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,425	-2,1	1,472	-0,1	1,445	-0,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,358	0,0	0,348	0,0	0,341	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,395	1,8	0,381	-1,3	0,400	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,138	1,9	1,141	1,5	1,144	0,6

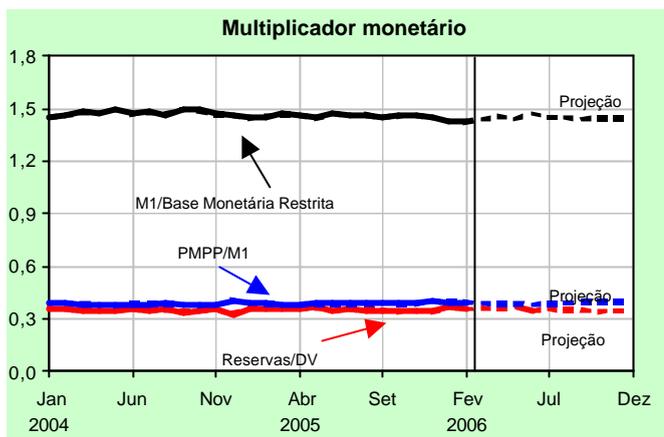
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

46. 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 quarto trimestre de 2005 ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	124,4-168,4	15,2	142,5	12,1
Base restrita ^{3/}	86,5-117,1	16,6	98,3	12,6
Base ampliada ^{4/}	970,0-1312,3	16,5	1154,1	17,9
M4 ^{4/}	1103,0-1492,3	17,0	1312,5	18,3

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 primeiro trimestre de 2006 e ocorridos no período janeiro/fevereiro ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	111,8-151,3	9,8	131,8	9,2
Base restrita ^{3/}	78,1-105,6	12,8	92,5	11,5
Base ampliada ^{4/}	1090,9-1280,7	14,9	1190,9	17,5
M4 ^{4/}	1138,7-1540,6	16,2	1355,6	19,7

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 segundo trimestre e para o ano de 2006^{1/}

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	112,8-152,7	12,4	135,5-183,4	11,9
Base restrita ^{3/}	76,7-103,7	12,4	93,8-126,9	12,3
Base ampliada ^{4/}	1144,2-1343,2	18,1	1222,3-1434,9	15,1
M4 ^{4/}	1205,7-1631,3	19,8	1291,8-1747,7	15,8

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	2006		2006 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo 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/}	131,8	9,2	132,8	12,4	159,4	11,9
Base restrita ^{4/}	92,5	11,5	90,2	12,4	110,4	12,3
Base ampliada ^{5/}	1190,9	17,5	1243,7	18,1	1328,6	15,1
M4 ^{5/}	1355,6	19,7	1418,5	19,8	1 519,7	15,8

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	2006		2006 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro ^{1/}		Segundo Trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,425	-2,1	1,472	-0,1	1,445	-0,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,358	0,0	0,348	0,0	0,341	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,395	1,8	0,381	-1,3	0,400	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,138	1,9	1,141	1,5	1,144	0,6

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.