

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2007

Março – 2007

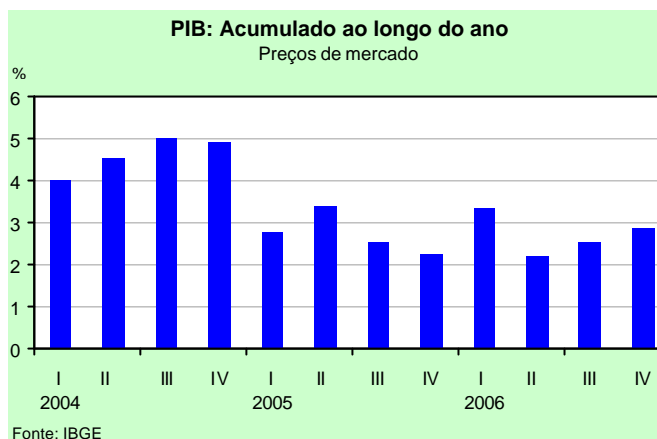


BANCO CENTRAL DO BRASIL

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

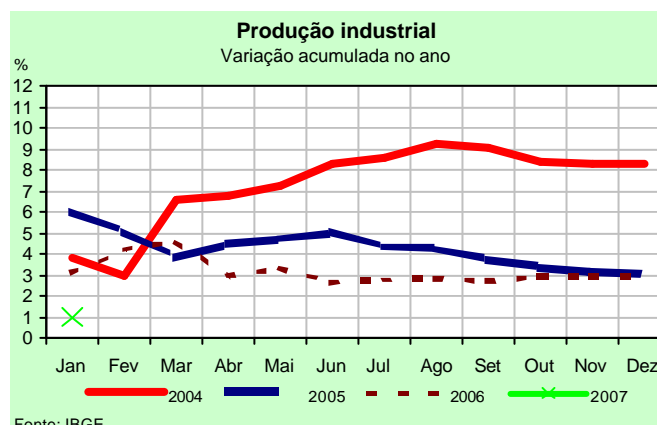
A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2007

1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 2,9% em 2006, segundo as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. O desempenho positivo foi, mais uma vez, generalizado entre todos os componentes do produto, registrando-se crescimentos de 3,2% na agropecuária, favorecido pelos ganhos de produtividade de 8,4% das lavouras; de 3% na atividade industrial, com ênfase para a expansão de 5,6% da indústria extrativa mineral; e de 2,4% no setor de serviços, com destaque o



comportamento dos segmentos comércio e transportes. Sob a ótica da demanda, o setor externo, a exemplo do observado em 2005, proporcionou contribuição negativa, de 1,4 p.p., contrapondo-se à expansão de 3,7 p.p. na demanda interna, resultando em contribuição positiva de 0,5 p.p. para a formação de estoques. Considerando a evolução na margem, com base em dados dessazonalizados, o PIB registrou elevação de 1,1% no quarto trimestre, em relação ao terceiro trimestre do ano, resultado em linha com o sugerido pela evolução de indicadores antecedentes e coincidentes. A produção agropecuária cresceu 0,2% no trimestre, resultado atribuído ao desempenho da pecuária, uma vez que lavouras com peso relevante no período, a exemplo de trigo, foram afetadas intensamente por adversidades climáticas. A indústria e o setor de serviços registraram aumentos de 1,6% e 0,8%, respectivamente, na mesma base de comparação.

2. A produção industrial cresceu 1% no trimestre encerrado em janeiro de 2007, relativamente ao período agosto a outubro de 2006, segundo dados dessazonalizados, evidenciando a continuidade do atual ciclo de crescimento do setor, iniciado no final de 2005, e as perspectivas de desempenho mais favorável em 2007 do que no ano anterior. Esse comportamento refletiu, principalmente, o desempenho da indústria de transformação, que embora crescendo de forma menos intensa



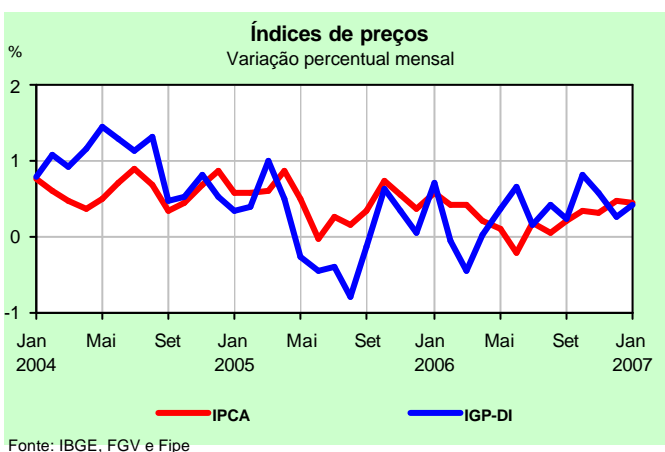
que a indústria extrativa, apresentou sinais evidentes de recuperação a partir do segundo semestre de 2006, com a taxa de crescimento em doze meses passando de 1,6%, em junho de 2006, para 2,7%, em janeiro de 2007. Registraram-se aumentos em todas as categorias de produtos, atingindo 6,6% na produção de bens de capital; 1% na relativa a bens intermediários; e 0,6% na categoria de bens de consumo, sendo de 0,1% em bens de consumo semiduráveis e não-duráveis e de 0,7% em bens de consumo duráveis.

3. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Índice de Volume de Vendas no Varejo elevou-se 6,2% em 2006. Considerado o conceito comércio varejista ampliado, que incorpora os segmentos material de construção e automóveis, motocicletas, partes e peças, o crescimento atingiu 6,4%. Registrou-se aumento generalizado nas vendas, à exceção do recuo de 8% em combustíveis e lubrificantes.



Os segmentos cujas vendas apresentaram aumentos mais significativos em 2006 foram móveis e eletrodomésticos, 10,3%; hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 7,6%; automóveis, motocicletas, partes e peças, 7,2%; e material de construção, 5,7%. A análise na margem sugere a continuidade do desempenho favorável do comércio varejista em 2007. Nesse sentido, as vendas cresceram 2% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao trimestre finalizado em outubro de 2006, considerados dados dessazonalizados. As vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, que não fazem parte do índice geral, cresceram 1,1% no trimestre encerrado em janeiro. Considerando as condições favoráveis do crédito e do mercado de trabalho, este segmento deverá registrar bom desempenho em 2007.

4. Os índices gerais de preços apresentaram desaceleração no trimestre encerrado em fevereiro, evidenciando a menor variação dos preços agrícolas por atacado, enquanto a variação dos índices de preços ao consumidor apresentou aceleração, sensibilizada por pressões sazonais sobre os preços de alimentos in natura e por reajustes de tarifas, especialmente de transportes públicos, preços de álcool e custos associados à educação. A variação



acumulada do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) da FGV atingiu 0,93% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 1,62% no trimestre encerrado em novembro. Essa redução refletiu, essencialmente, o recuo dos preços no atacado, devido à desaceleração nos preços dos produtos agrícolas, com o Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) variando 0,62% no período, ante 2,21% de setembro a novembro de 2006. Em 2006, o IGP-DI cresceu 3,79%, terceiro menor resultado anual desde a criação do índice em 1944, e o IPA-DI aumentou 4,29%, refletindo as elevações de 6,93% nos preços dos produtos agrícolas e de 3,47% nos preços dos produtos industriais. O IPC-Br e o INCC elevaram-se 2,05% e 5,04%, respectivamente, em 2006, ante 4,93% e 6,84%, no ano anterior. O IPCA, divulgado pelo IBGE, aumentou 3,14% em 2006, segunda menor variação acumulada no ano desde o início da série, registrando-se elevações de 4,27% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 2,57% nos preços livres, ante 8,96% e 4,32%, respectivamente, no ano anterior. A variação do IPCA atingiu 1,37% no trimestre encerrado em fevereiro de 2007, comparativamente a 0,85% no trimestre setembro a novembro. Essa aceleração foi determinada pelas elevações de 0,33% para 1,22% nos preços monitorados e de 1,09% para 1,43% nos preços livres, comportamento consistente com a sazonalidade do período. Os itens que proporcionaram contribuição mais intensa para a elevação dos índices foram ônibus urbano, recreação, plano de saúde e refeição e, em virtude da sazonalidade, alimentos in natura e cursos.

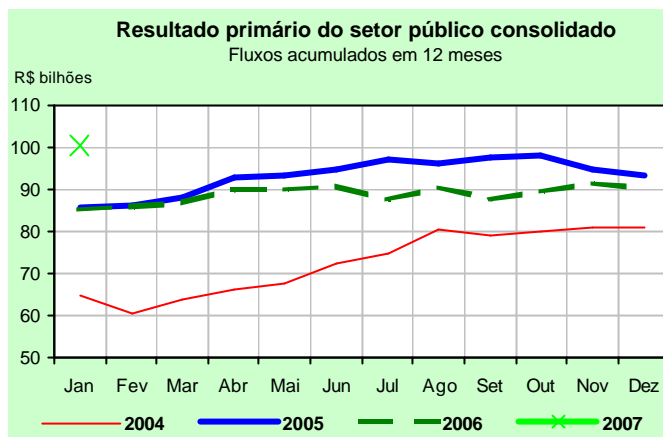
5. A Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE, que abrange seis regiões metropolitanas do país, registrou, em dezembro de 2006, a manutenção da recuperação no nível de ocupação iniciada no segundo semestre do ano. Em janeiro de 2007, em linha com o término do efeito sazonal de final de ano, ocorreu retração do nível de ocupação, registrando-se, no trimestre encerrado nesse mês, a eliminação de 143 mil postos de trabalho, em relação ao trimestre terminado em



outubro de 2006. Assinale-se que o número de ocupados cresceu 2,6% em relação a janeiro de 2006. A taxa de desemprego atingiu 9,1%, em média, no trimestre terminado em janeiro, ante 10,1% no trimestre terminado em outubro. A elevação de 0,9 p.p. na taxa de desemprego em janeiro, para 9,3%, em relação a dezembro, constituiu-se em efeito tipicamente sazonal, traduzindo a dispensa de trabalhadores contratados temporariamente no final de ano. Ainda segundo a PME do IBGE, registraram-se reduções do emprego tanto com carteira de trabalho quanto sem carteira assinada, no trimestre finalizado em janeiro. Assinale-se que o recuo do emprego com carteira de trabalho assinada é um fenômeno sazonal, enquanto o registrado no emprego sem carteira evidencia uma tendência estrutural observada desde fevereiro de 2005. No trimestre terminado em janeiro de 2007, do total de

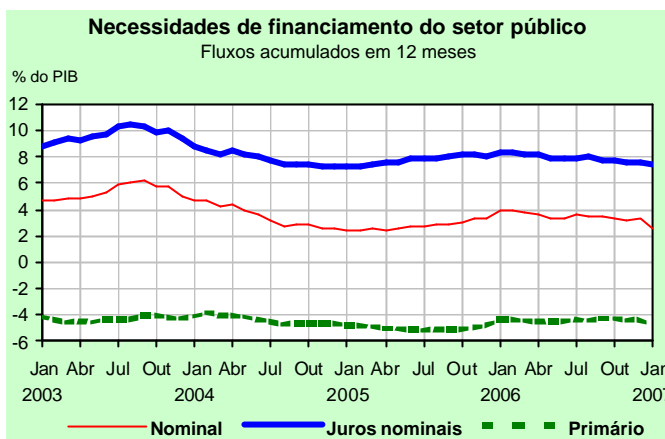
153 mil empregos eliminados no setor privado, 21 mil eram com carteira assinada e 132 mil, sem carteira.

6. O superávit primário consolidado do setor público não financeiro atingiu 4,32% do PIB em 2006, superando a meta estabelecida para o ano, de 4,25% do PIB, e contribuiu, pelo terceiro ano consecutivo, para a redução da relação dívida líquida/PIB. O Governo Central e os governos regionais registraram superávit inferior ao do ano anterior e as empresas estatais, elevação de 0,07 p.p. do PIB. O resultado do Governo Central, que inclui o Tesouro Nacional, a Previdência Social e o



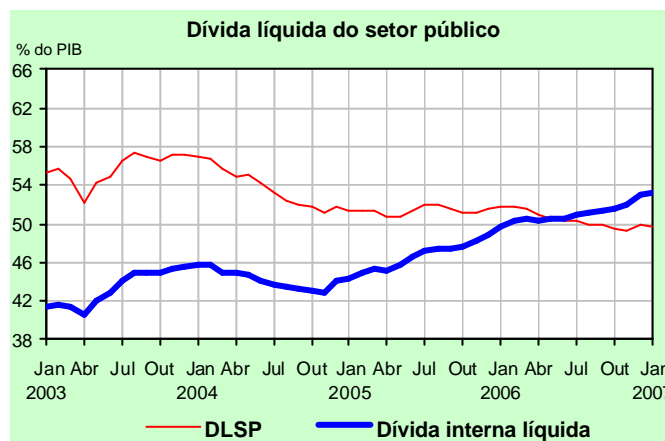
Banco Central, foi influenciado pelos aumentos das despesas com pessoal, de custeio e capital, e do déficit da Previdência. As despesas totais do Governo Central aumentaram 13,9%, em 2006, e as receitas, já líquidas de transferências a estados e municípios, 11,4%. As receitas do Tesouro Nacional apresentaram crescimento nominal de 10,5%, e as despesas, de 13,3%, ressaltando-se que o crescimento mais moderado das receitas refletiu o processo de desoneração dos investimentos produtivos iniciado em 2005, que contribuiu para a redução do fluxo de arrecadação de alguns tributos, notadamente do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e da Cofins. O déficit da Previdência Social aumentou 0,07 p.p. do PIB em 2006, com as receitas crescendo 0,32 p.p. do PIB e as despesas, 0,39 p.p. O aumento das receitas foi influenciado, em parte, pelo crescimento dos postos de trabalho no mercado formal e pela elevação da massa salarial, enquanto o crescimento observado no pagamento de benefícios previdenciários esteve associado, basicamente, às elevações do valor médio dos benefícios pagos pela Previdência Social, em consequência do reajuste do salário mínimo, e da quantidade média mensal de benefícios pagos. Em janeiro, o setor público registrou superávit primário de R\$13,5 bilhões, o melhor resultado nesse mês desde o início da série, em 1991. O superávit do Governo Central totalizou R\$11,8 bilhões e o dos governos regionais, R\$3,8 bilhões, enquanto as empresas estatais registraram déficit de R\$2,3 bilhões, influenciado por pagamento de juros sobre o capital próprio, ocorrido no período. Considerando-se os fluxos acumulados em doze meses, o superávit primário do setor público consolidado alcançou R\$100,5 bilhões, 4,79% do PIB, em janeiro.

7. Os juros nominais apropriados registraram redução correspondente a 0,45 p.p. do PIB em 2006, evidenciando a redução da taxa Selic média, que passou de 19,1%, em 2005, para 15,1%, em 2006. Ressalte-se que os valores acumulados incorporam o efeito de taxas mais altas praticadas no início do ano, e devem refletir com mais intensidade, nos próximos meses, a trajetória de queda da taxa Selic registrada no período. O déficit nominal do setor público não financeiro, que



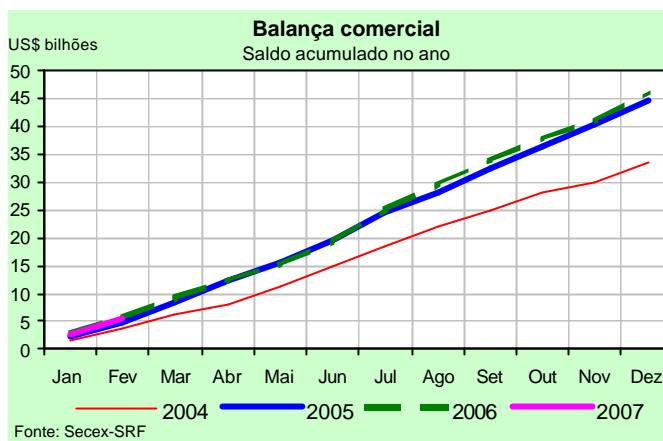
inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, cresceu 0,07 p.p. do PIB em 2006, em relação ao ano anterior. Quanto às fontes de financiamento do déficit nominal em 2006, registre-se, à semelhança do ocorrido no ano anterior, a continuidade da redução do financiamento externo, assim como a expansão da dívida mobiliária, principal fonte financiadora. Os juros nominais totalizaram R\$13,9 bilhões em janeiro. Com esse resultado, o déficit nominal alcançou R\$0,5 bilhão, ante R\$14,9 bilhões em janeiro de 2006. Em doze meses, os juros nominais apropriados e o déficit nominal situaram-se atingiram 7,4% e 2,6% do PIB, respectivamente, mantendo-se a trajetória de queda registrada nos últimos meses.

8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou 50% do PIB ao final de 2006, ante 51,5% do PIB em dezembro de 2005, terceiro recuo consecutivo nessa base de comparação. Em janeiro de 2007, a DLSP atingiu 49,7% do PIB, persistindo a trajetória declinante que, consideradas as metas fiscais estabelecidas para o ano e as perspectivas de evolução mais favorável dos juros nominais apropriados, deverá manter-se em 2007. A redução de 1,5 p.p. registrada em



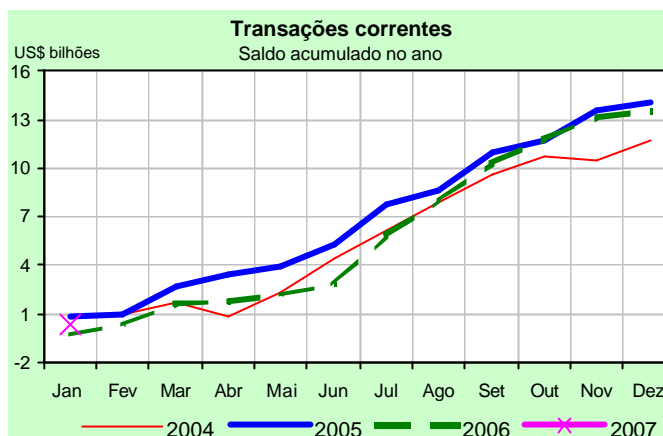
redução de 1,5 p.p. registrada em 2006 refletiu, por um lado, o superávit primário anual de 4,32% do PIB, o crescimento do PIB valorizado e as vendas de ativos, observados no ano. Em sentido inverso, a apropriação dos juros nominais constituiu-se no principal determinante para o aumento da relação dívida/PIB. A alteração no perfil da DLSP registrada no ano evidenciou o quadro macroeconômico benigno. A participação da dívida pré-fixada no total da DLSP subiu 10 p.p. no ano, enquanto a parcela indexada à taxa Selic reduziu-se em 7,1 p.p. e aquela indexada ao câmbio tornou-se negativa, indicando saldo credor líquido. Em janeiro de 2007, destaque-se o crescimento da parcela de créditos vinculados ao câmbio.

9. A balança comercial registrou superávit de US\$2,5 bilhões em janeiro, com as exportações totalizando US\$11 bilhões; as importações, US\$8,5 bilhões; e a corrente de comércio, US\$19,4 bilhões, todos valores recordes para o mês. Consideradas por categorias de fator agregado, o valor da média diária das exportações apresentou aumento generalizado em relação ao mesmo mês de 2006, atingindo 36,3% em bens semimanufaturados, 15,6% em produtos básicos, e



15,2% em manufaturados. O dinamismo das exportações de produtos semimanufaturados evidenciou a elevação nas vendas externas de açúcar em bruto, 136%; couros e peles, 57,3%; ferro-ligas, 47,7%; e celulose, 28,4%. Em relação aos itens básicos, ressaltam-se os aumentos nas exportações de milho em grão, 515%; café em grão, 46%; e carne bovina, 44%. Dentre os produtos que compõem a pauta de manufaturados, destacou-se o crescimento de 177% nas exportações de álcool etílico, produto que tem apresentado participação cada vez mais importante na pauta exportadora brasileira em razão do seu uso como fonte alternativa de energia renovável e do aumento nas cotações do petróleo. As importações cresceram 31,3% em janeiro, ante o mesmo mês de 2006, registrando-se aumentos em todas as categorias de uso. As compras de matérias-primas e produtos intermediários, que respondem por aproximadamente metade das importações, aumentaram 25,9% no período, com destaque para produtos químicos e farmacêuticos, 29,9%; produtos minerais, 41%; produtos intermediários – partes e peças, 14,7%; e produtos agropecuários não-alimentícios, 27,6%. As importações de bens de consumo duráveis elevaram-se 26,9% e as de bens de consumo não-duráveis, 42,4%, com ênfase para as elevações nas aquisições de bens têxteis, 148%, e produtos farmacêuticos, 52,6%. As importações de bens de capital aumentaram 31,3% no período, refletindo os aumentos nas aquisições de partes e peças para bens de capital para indústria, 81,9%, e de maquinaria industrial, 27,6%. As compras de combustíveis e lubrificantes cresceram 46,8% em janeiro de 2007, em relação ao mesmo mês do anterior, sobretudo em razão do aumento dos preços internacionais.

10. O superávit em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$14,2 bilhões em janeiro de 2007, equivalendo a 1,47% do PIB, ante US\$12,9 bilhões no período correspondente do ano anterior. A elevação do superávit, mesmo com a ampliação de 13,9% no déficit em serviços, evidenciou tanto o desempenho da balança comercial e das transferências unilaterais, quanto a redução de 4,7% no déficit da conta de rendas. Assinale-se que a elevação do déficit em serviços re-



fletiu crescimentos tanto nas receitas, 21,1%, como nas despesas, 18,7%, ocorrendo em todos os segmentos, à exceção de seguros, serviços financeiros, comunicações e serviços governamentais, com destaque para o item aluguel de equipamentos. O déficit registrado neste item resulta, em parte, do processo de maior utilização, no país, de bens de capital de propriedade de não-residentes, com desdobramentos positivos sobre o nível da capacidade produtiva da economia. As transações correntes registraram saldo positivo de US\$325 milhões, em janeiro, ante déficit de US\$308 milhões no mesmo mês do ano anterior. O superávit mensal refletiu, por um lado, saldo comercial de US\$2,5 bilhões e transferências unilaterais de US\$350 milhões, com redução de 11,6% e elevação de 13,6%, respectivamente, na mesma base de comparação. Em sentido inverso, as remessas líquidas na conta de serviços somaram US\$625 milhões e a conta de rendas registrou despesas líquidas de US\$1,9 bilhão, apresentando variações de 49,7% e de -37,3%, respectivamente.

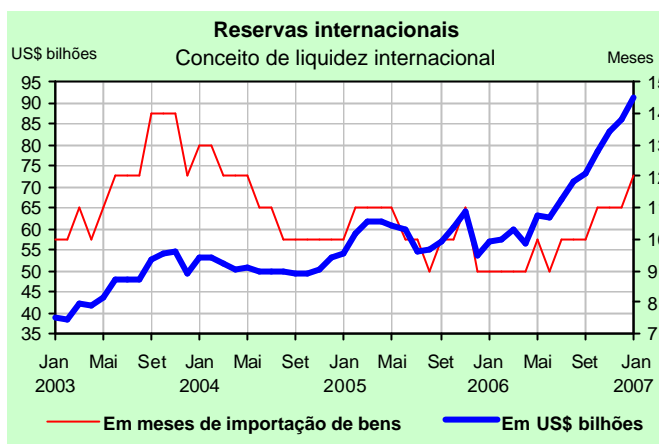
11. A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou ingressos líquidos de US\$18,8 bilhões nos doze meses encerrados em janeiro de 2007, revertendo o déficit de US\$8,5 bilhões registrado no período correspondente de 2006, que incluía pagamentos de US\$23,3 bilhões ao FMI, dos quais US\$20,4 bilhões referiram-se a amortizações antecipadas que quitaram o passivo do país com aquele organismo. No período em análise, apesar dos investimentos diretos registrarem



saídas líquidas de US\$2,3 bilhões, os investimentos em carteira e os outros investimentos proporcionaram ingressos líquidos de US\$9,7 bilhões e US\$11 bilhões, respectivamente. Em janeiro de 2007, a conta financeira do balanço de pagamentos apresentou ingressos líquidos de US\$5,3 bilhões, ante US\$2,9 bilhões no período correspondente de 2006. No

mês, os investimentos diretos somaram ingressos líquidos de US\$6,4 bilhões, compostos de retornos líquidos dos investimentos brasileiros diretos no exterior, US\$4 bilhões, e de ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, US\$2,4 bilhões.

12. As reservas internacionais cresceram US\$32 bilhões em 2006, atingindo seu maior nível anual, US\$85,8 bilhões. As compras líquidas do Banco Central no mercado de câmbio somaram US\$34,3 bilhões. Dentre as operações externas, sobressaíram as amortizações de US\$20 bilhões, especialmente aquelas relativas aos bônus soberanos, US\$17,2 bilhões, assim discriminadas: US\$6 bilhões referentes às operações de recompra de títulos da dívida externa (valor de face);



US\$1,3 bilhão devido à operação de oferta pública de compra (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\$3,4 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\$6,6 bilhões, sendo US\$5,4 bilhões derivados de lançamentos de bônus da República e US\$1,2 bilhão emprestados por organismos internacionais. As despesas líquidas de juros totalizaram US\$2,8 bilhões, resultantes da receita de US\$2,8 bilhões com a remuneração das reservas e de despesas de US\$5,4 bilhões referentes a bônus soberanos, US\$125 milhões ao FMI e US\$83 milhões ao Clube de Paris. As liquidações de compras do Tesouro Nacional em mercado somaram US\$12,3 bilhões, enquanto as demais operações elevaram o estoque em US\$1,5 bilhão. Em janeiro de 2007, as reservas internacionais atingiram novo recorde, totalizando US\$91,1 bilhões. As compras líquidas do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$4,8 bilhões no mês, recorde mensal, enquanto em relação às operações externas destacaram-se as amortizações de US\$597 milhões relativas a bônus soberanos.

B. Política Monetária no quarto 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 último trimestre do ano.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$118,3 bilhões em 2006, com expansões de 12,8% no mês e de 20,3% no ano. O papel-

moeda emitido alcançou R\$82,9 bilhões, resultando em aumento de 13,6% no mês e de 19,9% em relação a dezembro de 2005. As reservas bancárias atingiram R\$35,4 bilhões, elevando-se 11,1% e 21,5%, respectivamente, nas bases de comparação consideradas.

15. O saldo da base monetária ampliada em final de período, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, avançou 15,8% em 2006, alcançando R\$1,34 trilhão. Esta expansão refletiu aumentos de 19,6% da base restrita, de 15,6% no saldo de títulos públicos federais e de 13,4% nos depósitos compulsórios em espécie.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2006 ^{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	167,2	17,4
Base restrita ^{3/}	95,8-129,7	14,7	118,3	20,3
Base ampliada ^{4/}	1 215,9-1 427,4	14,5	1 336,8	15,8
M4 ^{4/}	1 284,2-1 737,4	15,1	1 561,2	19,0

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.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$167,2 bilhões em 2006, registrando aumentos de 11,4% no mês e de 17,4% no ano. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$67,1 bilhões, com elevações de 14,3% no mês e de 17,6% no ano, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$100,1 bilhões, apresentando variações de 9,5% e de 17,2%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

17. O agregado monetário M4, em final de período, registrou expansão mensal de 2,2% em dezembro, totalizando R\$1,56 trilhão. O aumento em 12 meses atingiu 19%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$18,6 bilhões no último trimestre de 2006. No mercado primário, verificou-se resgate líquido de R\$4,1 bilhões em títulos, resultado de resgates líquidos de R\$6,5 bilhões em títulos do Banco Central e emissões líquidas de R\$2,4 bilhões em títulos do Tesouro Nacional. No mercado secundário, houve impacto expansionista pela compra líquida de títulos no total de R\$14,5 bilhões.

19. 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.

C. Política monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2007

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$112 bilhões em fevereiro, com contração de 3,8% em relação a janeiro e expansão de 21,1% em 12 meses. As reservas bancárias e o papel-moeda emitido somaram R\$33,5 bilhões e R\$78,5 bilhões, respectivamente, apresentado, na mesma ordem, reduções mensais de 6,6% e 2,5%, e aumentos anuais de 17,3% e 22,8%.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,39 trilhão em fevereiro, com aumentos de 2,2% no mês e de 16,3% em 12 meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 14,4% nos saldos de depósitos compulsórios em espécie; de 11,1% na base restrita; e, de 16,9% no saldo de títulos públicos federais.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$157,7 bilhões em fevereiro, com contração de 3,9% no mês e elevação de 19,7% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$62,9 bilhões, apresentando redução de 3,4% no mês e aumento de 20,9% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$94,8 bilhões, com redução mensal de 4,2% e expansão anual de 18,9%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$1,59 trilhão em fevereiro, registrando aumentos de 1,2% no mês e de 18% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2007 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/}	127,1-172,0	13,3	157,7	19,7
Base restrita ^{3/}	86,9-117,5	13,0	112,0	21,1
Base ampliada ^{4/}	1 262,6-1 482,2	13,6	1 390,7	16,3
M4 ^{4/}	1 338,4-1 810,8	14,9	1 592,4	18,0

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.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em contração monetária de R\$39,9 bilhões no bimestre janeiro-fevereiro. Esse resultado decorreu de operações contracionistas em R\$1,4 bilhão no mercado primário, R\$36,4 bilhões no mercado secundário e R\$2,1 bilhões no extramercado.

25. Em janeiro, o Copom avaliou que a elevação da inflação no curto prazo estava sendo liderada por pressões de caráter transitório, que deverão arrefecer ao longo do tempo. Foi considerado, adicionalmente, que, ao longo dos próximos meses, a expansão do nível de emprego e da renda e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a atividade econômica, e que a esses fatores devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais ocorridos em 2006 e esperados para este ano. Dessa forma, os efeitos defasados dos cortes de juros sobre uma demanda agregada que já cresce a taxas robustas, se somarão a outros fatores que continuarão contribuindo de maneira importante para a sua expansão. À luz dessas considerações, o Copom voltou a avaliar, tal como nas últimas três reuniões, a conveniência de reduzir a taxa Selic em 25 p.b. Nesse sentido, tendo em vista os estímulos já existentes para a expansão da demanda agregada, as incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política

monetária, a menor distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo e os cortes já implementados desde setembro de 2005, a maioria dos membros do Copom concordou em alterar o ritmo de flexibilização da meta para a taxa Selic, reduzindo-a em 0,25 p.p., para 13% a.a. Em março, o Copom avaliou que a despeito da perspectiva de consolidação de um ambiente de menor liquidez global, em virtude dos efeitos dos processos de elevação das taxas de juros nas economias industrializadas, e do recente, e possivelmente temporário, aumento de volatilidade nos mercados globais, o cenário externo continua favorável. Particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento externo para a economia brasileira, o Comitê continuou atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais. Nesse cenário, tal como na reunião de janeiro, foi enfatizado que o principal desafio da política monetária consiste em garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro. Diante disso, dando prosseguimento ao processo de flexibilização da política monetária, iniciado na reunião de setembro de 2005, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 12,75% ao ano, sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.)^{1/}
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
24.01.2006	-	13,00
07.03.2007	-	12,75

^{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 2007

26. A aceleração do crescimento registrada na economia brasileira nos dois últimos trimestres de 2006 ocorreu de forma generalizada, tanto em relação aos setores da economia quanto aos componentes da demanda. A continuidade dessa trajetória, favorecida, em parte, pelos efeitos da flexibilização da política monetária sobre o crédito, constitui-se em fator adicional para a consolidação de patamar mais elevado da atividade ao longo de 2007.

27. A análise dos componentes da demanda mostra crescimento mais expressivo da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em comparação com o desempenho do consumo das famílias, sinalizando que o ritmo de crescimento da economia deve se acentuar nos próximos trimestres. Assim, as perspectivas quanto à continuidade do aumento da capacidade produtiva no restante do ano são positivas, devendo traduzir, ainda, o patamar reduzido, para nossos padrões históricos, tanto do risco-Brasil quanto das taxas de juros, a estabilidade de preços e o otimismo por parte dos empresários.

28. A manutenção da trajetória de crescimento das operações de crédito, no trimestre terminado em janeiro, evidenciou tanto as características sazonais do período quanto o ambiente macroeconômico favorável e o processo de flexibilização da política monetária em curso. A contínua expansão dos créditos contratados junto ao sistema financeiro, em contexto de inadimplência estável e alongamento de prazos, em conjunto com o processo em curso de ganhos de renda real da população e com o patamar elevado da confiança dos consumidores segue, portanto, dando sustentação à demanda doméstica, sobretudo ao consumo das famílias.

29. As operações de crédito registraram, no início de 2007, a retomada de contratações por parte das famílias, com ênfase nas modalidades de crédito rotativo e crédito pessoal, mantendo-se, como componente dessa última modalidade, a relevância das operações consignadas. Comportamento oposto vem sendo observado em relação aos créditos canalizados para as atividades produtivas, consistente com o arrefecimento sazonal da procura por recursos por parte das empresas no início de cada ano. Assinale-se, entretanto, a evolução positiva dos desembolsos e de novas consultas ao BNDES, evidenciando a intenção de ampliação dos investimentos.

30. O desempenho do mercado de trabalho vem assegurando a elevação do emprego formal e da massa salarial real, com desdobramentos sobre a demanda interna. Estatísticas do IBGE e do Ministério do Trabalho e Emprego ratificam o comportamento favorável da geração de empregos com carteira assinada e sugerem a continuidade dessa tendência em 2007.

31. A evolução recente das contas do setor público resultou na manutenção da trajetória declinante da relação dívida/PIB, que deverá continuar a ser favorecida ao longo do ano pelos efeitos da flexibilização da política monetária. A melhora no perfil da DLSP,

com a redução de sua volatilidade e a ampliação de prazos de vencimento, além do aumento da sua parcela contratada a taxas fixas de juros, evidencia a administração adequada dos passivos públicos e o crescimento da confiança dos agentes econômicos. As medidas adotadas recentemente no âmbito da programação financeira e orçamentária reforçam essa confiança, na medida em que aumentam a previsibilidade quanto ao cumprimento das metas fiscais estabelecidas para o ano.

32. O balanço de pagamentos registrou, em 2006, o quarto superávit anual consecutivo em transações correntes. Essa trajetória evidencia a magnitude do processo estrutural de fortalecimento das contas externas, cujo determinante principal tem sido os crescentes resultados positivos na balança comercial. Ressalte-se que esse desempenho tem ocorrido em cenário de crescimento das importações, com a conseqüente expansão da corrente de comércio.

33. Os resultados favoráveis também têm permitido adoção de política consistente para a administração do passivo externo líquido do setor público, cuja redução é influenciada tanto pelo aumento nas reservas internacionais, quanto pela redução do estoque da dívida externa. De igual maneira, os indicadores de sustentabilidade têm expressado as dinâmicas favoráveis das exportações, das reservas e da dívida externa, atingindo patamares recordes. Esse cenário tem permitido, ao longo dos últimos meses, a melhoria expressiva das condições de risco do país, que atingiu 178 pontos em fevereiro, o menor nível desde o início da série, em 1994; e consolidado perspectivas de alcance, no médio prazo, da classificação de nível de investimento (*investment grade*).

34. As perspectivas para 2007 são de permanência das sólidas condições de financiamento do balanço de pagamentos. Ressalte-se que, apesar da turbulência verificada no mercado financeiro internacional no final de fevereiro e início de março, permanece ainda favorável a perspectiva para a liquidez global, indicando a manutenção de fluxos de capitais em 2007, inclusive para os países emergentes. Nesse contexto, mantida a consistência de políticas macroeconômicas - não obstante permaneçam os riscos a esse cenário traduzidos pelas incertezas quanto ao ajuste dos mercados financeiros no curto prazo, à evolução dos preços do petróleo e aos persistentes desequilíbrios macroeconômicos globais -, as perspectivas para a economia mundial em 2007 seguem favoráveis, com crescimento da demanda mundial, ainda que provavelmente inferior às taxas observadas nos últimos anos.

35. Nesse cenário, a elevação das taxas de inflação ao consumidor no final de 2006 e início de 2007 refletiu, especialmente, os reajustes em tarifas de transporte público e fatores sazonais como o reajuste anual dos custos com educação e a elevação de preços dos alimentos *in natura* e do álcool. Desse modo, essas variações não significam mudança nas expectativas de inflação para o restante do ano, as quais mantêm trajetória condizente com a meta estabelecida pelo CMN.

36. As perspectivas favoráveis em relação ao comportamento da inflação nos próximos meses são fortalecidas pela maior convergência na variação entre as diferentes medidas de núcleo. A convergência das tendências subjacentes da inflação entre si, e em direção à meta, ajuda a ancorar as expectativas inflacionárias, contribuindo assim para a consolidação de um ambiente macroeconômico estável. Tal ambiente, por sua vez, favorece a aceleração em bases sustentáveis das taxas de crescimento da economia.

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

37. A programação dos agregados monetários para o segundo 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 segundo trimestre e para o ano de 2007^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões			
	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	131,3-177,6	15,4	160,9-217,7	13,3
Base restrita ^{3/}	94,5-127,8	18,5	114,2-154,6	13,6
Base ampliada ^{4/}	1 331,8-1 563,4	17,0	1401,8-1645,5	14,0
M4 ^{4/}	1 402,7-1 897,8	17,1	1489,4-2015,0	12,2

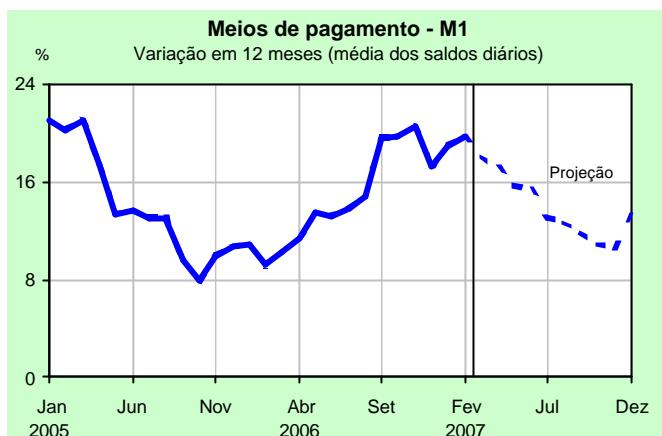
1/ Refere-se ao último mês do período.

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.

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 15,4% para junho e 13,3% para dezembro de 2007.

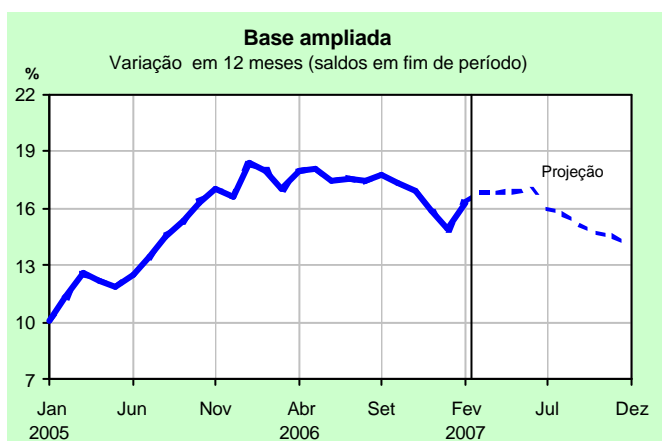


39. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, como variáveis exógenas, a elevação do salário mínimo e as restituições do imposto de renda.

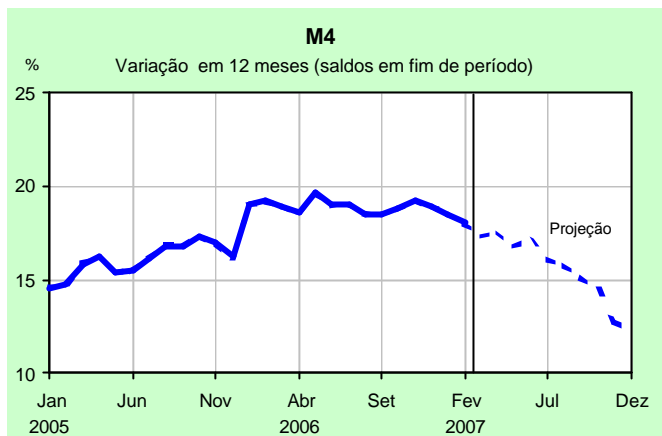
40. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 18,5% em junho e 13,6% em dezembro de 2007.



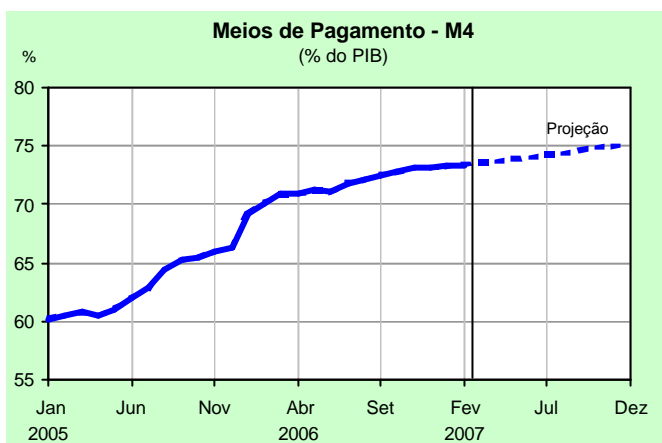
41. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 17% em junho e 14,0% em dezembro de 2007.



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 17,1% em junho e 12,2% em dezembro de 2007.



43. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo de 2007, 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 2007, bem como os valores previstos para o segundo trimestre e para o final de 2007.

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

Discriminação	2007		2007 ^{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/}	157,7	19,7	154,4	15,4	189,3	13,3
Base restrita ^{4/}	112,0	21,1	111,2	18,5	134,4	13,6
Base ampliada ^{5/}	1 390,7	16,3	1 447,6	17,0	1 523,7	14,0
M4 ^{5/}	1 592,4	18,0	1 650,2	17,1	1 752,2	12,2

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2007		2007 ^{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/}	1,409	-1,1	1,389	-2,7	1,409	-0,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,353	-1,4	0,367	0,0	0,355	0,3
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,399	1,0	0,404	3,1	0,402	0,2
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,145	1,4	1,139	0,0	1,149	-1,6

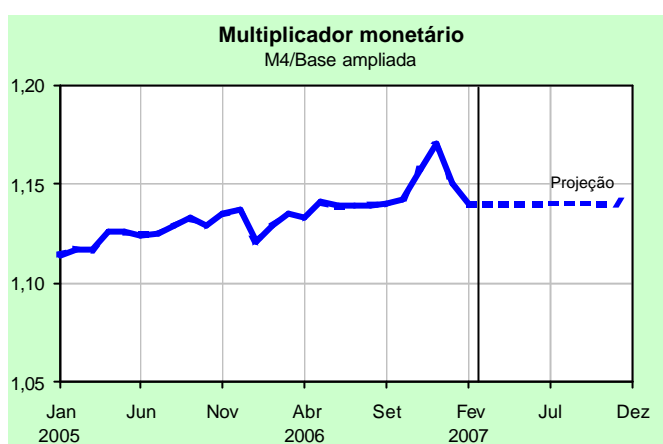
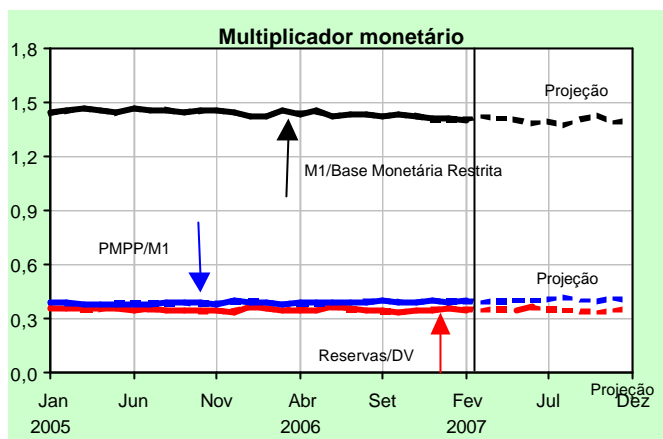
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2006 ^{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	167,2	17,4
Base restrita ^{3/}	95,8-129,7	14,7	118,3	20,3
Base ampliada ^{4/}	1 215,9-1 427,4	14,5	1 336,8	15,8
M4 ^{4/}	1 284,2-1 737,4	15,1	1 561,2	19,0

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/ Saldo em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2007 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/}	127,1-172,0	13,3	157,7	19,7
Base restrita ^{3/}	86,9-117,5	13,0	112,0	21,1
Base ampliada ^{4/}	1 262,6-1 482,2	13,6	1 390,7	16,3
M4 ^{4/}	1 338,4-1 810,8	14,9	1 592,4	18,0

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/ Saldo em fim de período.

Quadro 3. Programação monetária para o segundo trimestre e para o ano de 2007^{1/}

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	131,3-177,6	15,4	160,9-217,7	13,3
Base restrita ^{3/}	94,5-127,8	18,5	114,2-154,6	13,6
Base ampliada ^{4/}	1 331,8-1 563,4	17,0	1401,8-1645,5	14,0
M4 ^{4/}	1 402,7-1 897,8	17,1	1489,4-2015,0	12,2

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/ Saldo em fim de período.

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

Discriminação	2007		2007 ^{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/}	157,7	19,7	154,4	15,4	189,3	13,3
Base restrita ^{4/}	112,0	21,1	111,2	18,5	134,4	13,6
Base ampliada ^{5/}	1 390,7	16,3	1 447,6	17,0	1 523,7	14,0
M4 ^{5/}	1 592,4	18,0	1 650,2	17,1	1 752,2	12,2

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/ Saldo em fim de período.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2007		2007 ^{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/}	1,409	-1,1	1,389	-2,7	1,409	-0,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,353	-1,4	0,367	0,0	0,355	0,3
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,399	1,0	0,404	3,1	0,402	0,2
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,145	1,4	1,139	0,0	1,149	-1,6

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.