

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico - DEPEC

Programação Monetária

2005

Junho – 2005

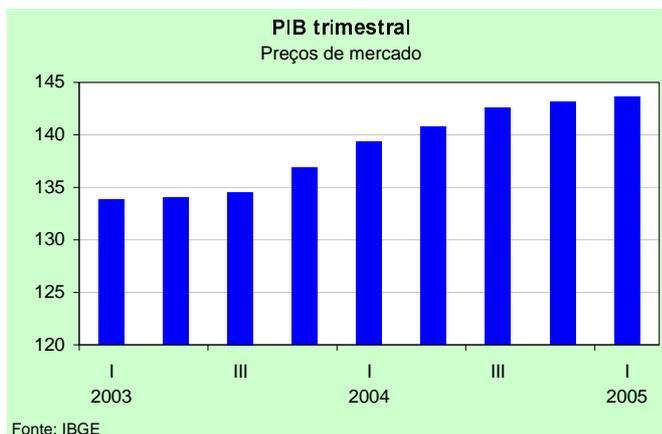


BANCO CENTRAL DO BRASIL

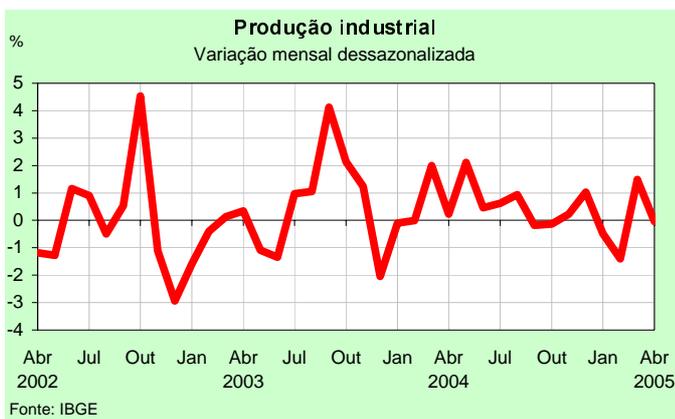
Programação Monetária para o terceiro trimestre e para o ano 2005

A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2005

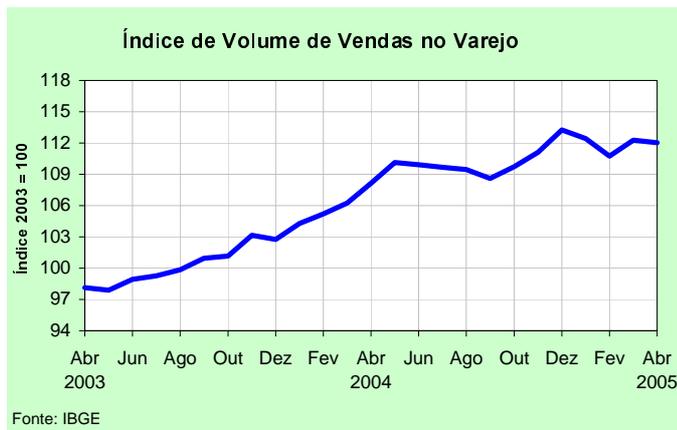
1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 2,9% no primeiro trimestre de 2005, em relação ao mesmo período de 2004, de acordo com o IBGE. O resultado ratifica o arrefecimento da atividade econômica esperado para o período, após a forte recuperação expressa pelas taxas de 5,9% e de 4,7% registradas no terceiro e quarto trimestres de 2004, em relação a iguais períodos de 2003. Por setores, a maior taxa de expansão ocorreu na agropecuária, 4,2%, reflexo do desempenho favorável da pecuária e de lavouras com peso no primeiro trimestre do ano. A indústria cresceu 3,1%, com destaque para a recuperação da atividade extrativa, e o setor de serviços, 2%, acompanhando o desempenho positivo registrado nos demais setores da economia.



2. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física, do IBGE, a produção industrial apresentou queda de 0,4% no trimestre fevereiro a abril, em relação ao trimestre encerrado em janeiro, consideradas estatísticas dessazonalizadas. A produção de bens de capital registrou redução de 1,6% no período, seguindo-se as taxas negativas relativas às produções de bens intermediários, 1,3%, e de bens de consumo semidurável e não durável, 0,7%. A categoria bens de consumo durável foi a única a apresentar aumento da produção nessa base de comparação, 7,4%, resultado atribuído tanto à continuidade da expansão do crédito ao consumidor quanto aos resultados favoráveis das exportações.

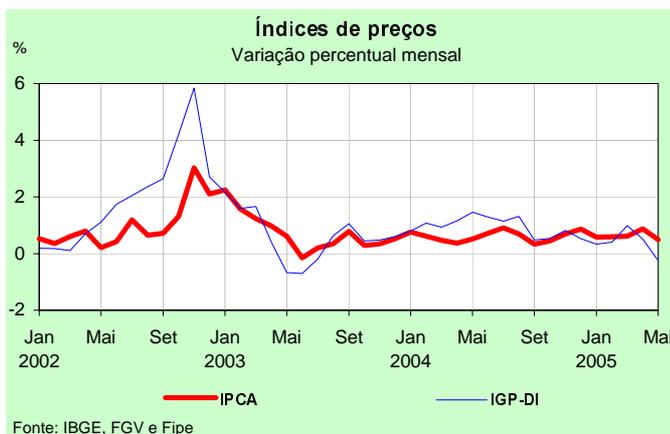


3. Os indicadores do comércio varejista, interrompendo a tendência ascendente observada ao longo do ano anterior, indicam estabilidade, em patamar elevado, do volume de vendas nos primeiros meses de 2005. Observou-se retração na demanda por bens de consumo não duráveis, que vinha mostrando tendência expansionista até janeiro, e continuidade na expansão das vendas de bens de consumo duráveis, favorecidas pelas condições de crédito. Segundo a Pesquisa Mensal



do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Índice de Volume de Vendas no Varejo decresceu 0,51% no trimestre encerrado em abril de 2005, ante o resultado do trimestre finalizado em janeiro, considerada a série ajustada sazonalmente.

4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da Fundação Getulio Vargas (FGV), após apresentar variação de 0,99% em março e de 0,51% em abril, recuou 0,25% em maio. Essa desaceleração refletiu, principalmente, o comportamento do índice de preços no atacado (IPA), que aumentou 0,48% no trimestre março a maio, ante 0,95%, no trimestre encerrado em fevereiro. As variações mensais do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA),



apuradas pelo IBGE, têm se situado em níveis elevados desde outubro de 2004, registrando taxas de 0,61% em março; 0,87% em abril; e 0,49% em maio de 2005. A inflação nesses três meses, a exemplo do observado no trimestre encerrado em fevereiro, alcançou 2%, sustentada, basicamente, pela elevação de 2,7% nos preços monitorados, cuja participação na composição do índice atinge cerca de 30%. O IPCA variou 3,18% nos cinco primeiros meses do ano, ante 2,75% no mesmo período de 2004.

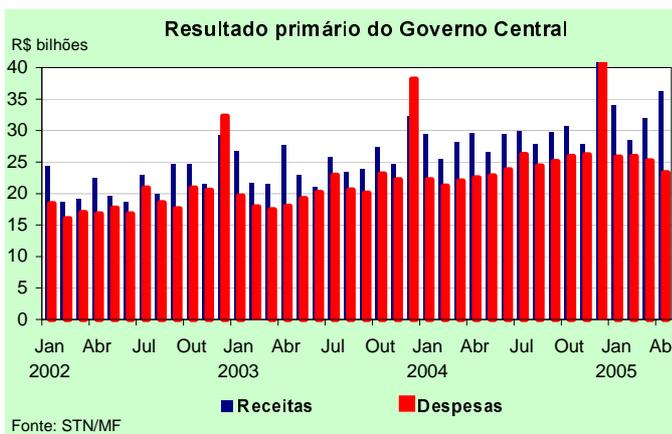
5. A taxa de desemprego aberto manteve-se em trajetória ascendente no primeiro quadrimestre de 2005, alcançando 10,8% em abril, ante 9,6% em dezembro de 2004, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE (PME).

Esse aumento refletiu, fundamentalmente, a sazonalidade desfavorável do período. A taxa média de desemprego no quadrimestre encerrado em abril decresceu 1,8 p.p. em relação à registrada no período correspondente de 2004, evidenciando expansão de 3,8% no número de ocupados e retração de 13% no número de desocupados. O aumento do número de ocupados, no quadrimestre, decorreu da criação de 710 mil novas vagas, das quais 490 mil no segmento com carteira assinada e 206 mil no mercado informal.

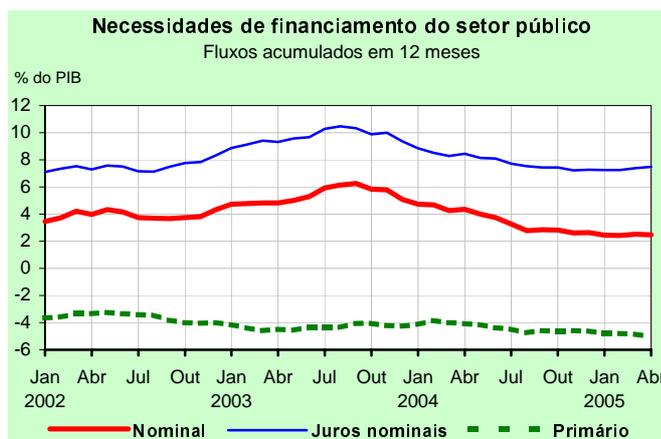


6. O superávit primário do setor público não financeiro somou R\$16,3 bilhões em abril, o melhor resultado mensal desde o início da divulgação da série, em 1991. O superávit do Governo Central atingiu R\$14,3 bilhões, o dos governos regionais, R\$1,8 bilhão, e o das empresas estatais, R\$219 milhões. No primeiro quadrimestre de 2005, o superávit atingiu R\$44 bilhões, 7,3% do PIB, ante R\$32,4 bilhões, 6,1% do PIB, no mesmo período do ano anterior.

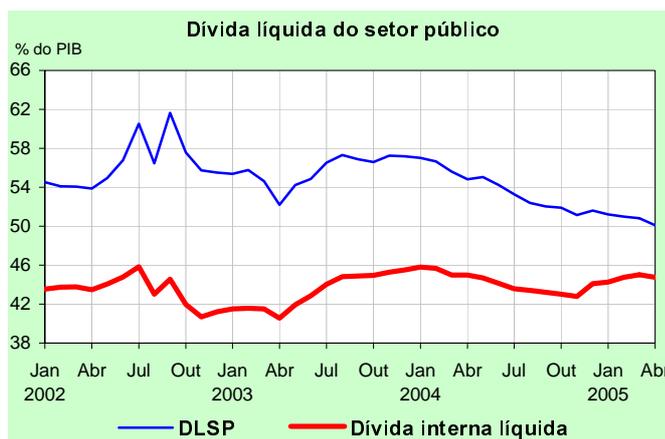
O aumento registrado no período, de 1,2 p.p. do PIB, refletiu crescimentos nos superávits do Governo Central, 0,5 p.p. do PIB; dos governos regionais, 0,3 p.p. do PIB; e das empresas estatais, 0,3 p.p. do PIB. Assinale-se que o superávit primário observado no primeiro quadrimestre de 2005 ultrapassou em 23% a meta definida para o período.



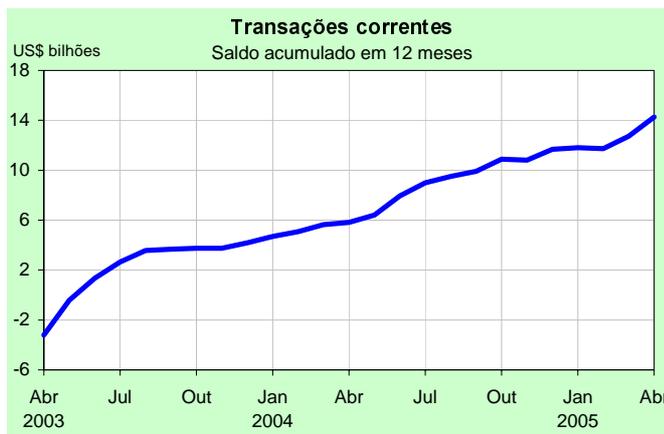
7. Os juros nominais, apropriados pelo critério de competência, somaram R\$13,3 bilhões em abril. No ano, o total apropriado alcançou R\$51,2 bilhões, 8,4% do PIB, comparativamente a R\$41,3 bilhões, 7,8% do PIB, em 2004. As necessidades de financiamento do setor público não financeiro, que abrangem o resultado primário mais os juros nominais apropriados, apresentaram déficit de R\$7,2 bilhões, 1,6% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2005, ante R\$8,8 bilhões, 1,7% do PIB, em igual período de 2004.



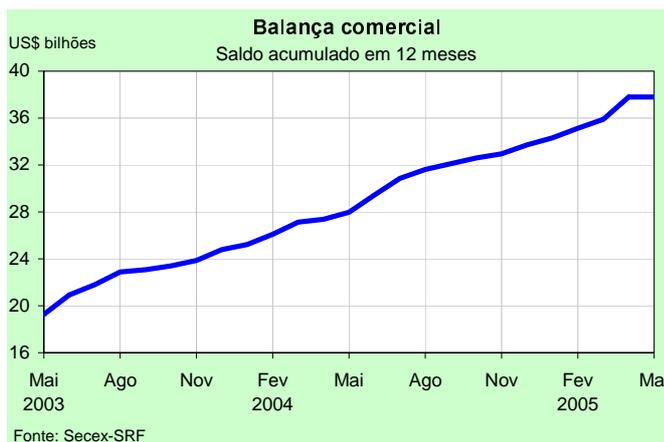
8. A dívida líquida do setor público (DLSP) alcançou R\$956,7 bilhões, 50,1% do PIB, em abril, ante R\$965,9 bilhões, 50,8% do PIB, em março, e R\$957 bilhões, 51,6% do PIB, em dezembro de 2004. A redução da DLSP em abril refletiu o superávit nominal de R\$3,1 bilhões registrado no mês, assim como o impacto de R\$7,4 bilhões decorrente da apreciação cambial de 5,1% assinalada no período. A DLSP como proporção do PIB manteve-se em trajetória declinante no primeiro quadrimestre de 2005. Em abril, o indicador apresentou queda de 1,5 p.p. em relação a dezembro de 2004 e de 7,1 p.p. em relação a dezembro de 2003. Destacaram-se como fatores determinantes desse comportamento o desempenho fiscal, o crescimento econômico e a evolução da taxa de câmbio.



9. O superávit em transações correntes atingiu US\$3,5 bilhões nos quatro primeiros meses de 2005, ante US\$861 milhões no mesmo período do ano anterior, desempenho associado, fundamentalmente, à trajetória crescente do superávit comercial, influenciada pelo dinamismo das exportações, e, em menor grau, ao resultado em transferências unilaterais. Em doze meses, o superávit em transações correntes atingiu US\$14,2 bilhões, equivalentes a 2,21% do PIB, constituindo-se, tanto em valor como em percentual do produto, em novo recorde para a série histórica.



10. O superávit da balança comercial somou US\$3,5 bilhões em maio. No ano, até maio, o superávit alcançou US\$15,6 bilhões, recorde para o período, 39,6% superior ao recorde anterior, alcançado em 2004. A corrente de comércio totalizou US\$16,2 bilhões em maio e US\$71,3 bilhões no ano. Esses totais, igualmente recordes, representaram aumentos de 26,7% e 25,6%, respectivamente, em relação aos mesmos períodos de 2004. As exportações totalizaram US\$9,8



bilhões em maio, recorde histórico e terceiro mês consecutivo em que atingiram patamar superior a US\$9 bilhões. No acumulado do ano, até maio, as exportações alcançaram US\$43,5 bilhões, novo recorde nessa base de comparação, superando em 27,9% o valor do mesmo período de 2004. As importações, também recordes em valores absolutos e médios, somaram US\$6,4 bilhões em maio. No acumulado do ano, as importações totalizaram US\$27,8 bilhões, igualmente recorde histórico, correspondendo a aumento de 22,2% em relação ao período equivalente de 2004.

11. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos somaram US\$6,5 bilhões de janeiro a abril de 2005, apresentando aumento superior a 100% em relação aos ingressos líquidos observados no mesmo período do ano anterior. Desse total, US\$4,4 bilhões ocorreram sob a forma de participação e US\$2,1 bilhões foram relativos a empréstimos intercompanhias.



12. As reservas internacionais brutas atingiram US\$60,7 bilhões ao final de maio, ante US\$52,9 bilhões em dezembro de 2004. As reservas internacionais líquidas ajustadas, no conceito do Banco Central, cresceram US\$11,7 bilhões no período, somando US\$39,2 bilhões. Devido à maior oferta de divisas no mercado interno, especialmente ao longo do primeiro trimestre, o Banco Central adquiriu US\$10,2 bilhões no mercado à vista de câmbio. Com relação às operações



externas, destacaram-se os desembolsos de US\$3,4 bilhões de bônus da República e a despesa líquida de US\$3,9 bilhões com o serviço da dívida externa, notadamente em juros de bônus, US\$2,6 bilhões; amortizações de bônus, US\$945 milhões; juros ao FMI, US\$626 milhões; e amortizações ao Clube de Paris, US\$177 milhões, além da receita de US\$520 milhões com a remuneração das reservas. As amortizações ao FMI somaram US\$1,2 bilhão e as liquidações de compras do Tesouro Nacional, US\$1,5 bilhão, enquanto as demais operações geraram despesa de US\$2,3 bilhões.

B. Política monetária no primeiro trimestre de 2005

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

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$81,4 bilhões em março, apresentando redução de 1,8% no mês e expansão de 22% em

12 meses. O papel-moeda emitido alcançou R\$55,1 bilhões, resultando em contração de 2,5% no mês e em crescimento de 21,1% em relação a março de 2004. As reservas bancárias atingiram R\$26,3 bilhões, com retração de 0,3% e elevação de 23,8%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação consideradas.

15. A base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, aumentou 1,9% em março, alcançando R\$1,03 trilhão, no conceito de saldo de final de período. A expansão de 12,6% em 12 meses refletiu as elevações de 13,5% no saldo de títulos do Tesouro Nacional, de 19,3% nos depósitos compulsórios em espécie e de 24% na base restrita, enquanto o saldo de títulos do Banco Central reduziu-se em 50,5%.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	99,6-134,7	18,5	119,8	21,1
Base restrita ^{3/}	68,4-92,6	20,6	81,4	22,0
Base ampliada ^{4/}	898,8-1216,0	15,3	1032,2	12,6
M4 ^{4/}	972,3-1315,5	14,8	1154,9	16,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, totalizaram R\$119,8 bilhões em março, com retração de 0,7% no mês e aumento de 21,1% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$45,6 bilhões, correspondendo a decréscimo de 2,6% no mês e expansão de 20,1% em 12 meses. Os depósitos à vista alcançaram R\$74,2 bilhões, com elevações de 0,4% e de 21,7%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$1,15 trilhão em março, registrando crescimentos de 1,7% no mês e de 16,1% em 12 meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$26,4 bilhões no primeiro trimestre. No mercado primário, verificou-se colocação líquida de US\$17,1 bilhões em papéis pelo Tesouro Nacional. No mercado secundário, a venda líquida de títulos pelo Banco Central totalizou R\$9,4 bilhões.

19. O Copom decidiu, em janeiro de 2005, por unanimidade, elevar a meta para a taxa Selic em 0,5 p.p., para 18,25% a.a., sem viés, considerando os riscos ao processo de convergência da inflação para a trajetória de metas, riscos esses representados pelos fatores de autopropagação do ciclo econômico e pela resistência da inflação à queda. Em fevereiro, considerou que o processo de ajuste da taxa de juros básica deveria ser mantido, e decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 18,75% a.a., sem viés. Em março, o Comitê ponderou que a existência de alguns focos localizados de pressão na inflação corrente e a deterioração no cenário externo aumentaram os riscos a que estavam sujeitas as perspectivas de convergência da inflação para a trajetória de metas, decidindo, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 19,25% a.a., sem viés.

C. Política monetária no bimestre abril-maio de 2005

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, somou R\$80,4 bilhões em maio, apresentando redução de 0,1% no mês e crescimento de 17,2% em 12 meses. Considerando-se a evolução dos componentes, o papel-moeda emitido apresentou recuo de 0,4% no mês e elevação de 16,7% em 12 meses, totalizando R\$54,3 bilhões. As reservas bancárias, com saldo de R\$26,1 bilhões, aumentaram 0,6% em relação ao mês precedente, e 18,3% nos últimos 12 meses.

21. A base monetária ampliada expandiu-se 0,8% em maio, totalizando R\$1,04 trilhão. Em 12 meses, o crescimento de 11,9% refletiu aumentos de 13,1% no saldo de títulos do Tesouro Nacional e de 16,6% nos depósitos compulsórios em espécie, enquanto o saldo de títulos do Banco Central e a base restrita declinaram 54,4% e 3,7%, respectivamente.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$116,3 bilhões em maio, registrando decréscimo de 1,2% no mês e expansão

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2005 e ocorridos no período abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	102,3-138,4	15,7	116,3	13,4
Base restrita ^{3/}	69,6-94,2	15,7	80,4	17,2
Base ampliada ^{4/}	909,9-1231,1	14,3	1040,0	11,9
M4 ^{4/}	1014,0-1371,9	16,1	1169,7	15,3

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.

de 13,4% no ano. O papel-moeda em poder do público situou-se em R\$44,9 bilhões, apresentando estabilidade no mês e aumento de 15,9% em 12 meses. Os depósitos à vista atingiram R\$71,5 bilhões, com declínio de 1,8% no mês e aumento de 11,9% em 12 meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$1,17 trilhão em maio, registrando expansões de 1% no mês e de 15,3% em 12 meses.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em expansão monetária de R\$15,9 bilhões no bimestre abril–maio. No mercado primário, o resultado líquido determinou impacto expansionista de R\$5,5 bilhões, em virtude dos resgates líquidos de R\$4,7 bilhões e de R\$761 milhões em títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central, respectivamente. No mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto expansionista de R\$10,5 bilhões.

25. Em abril, o Copom decidiu, unanimemente, aumentar a meta para a taxa Selic para 19,5% a.a., sem viés, em virtude da identificação da existência de fatores que

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
22.01.2003	-	25,50
19.02.2003	-	26,50
19.03.2003	-	26,50
23.04.2003	-	26,50
21.05.2003	-	26,50
18.06.2003	-	26,00
23.07.2003	-	24,50
20.08.2003	-	22,00
17.09.2003	-	20,00
22.10.2003	-	19,00
19.11.2003	-	17,50
17.12.2003	-	16,50
21.01.2004	-	16,50
18.02.2004	-	16,50
17.03.2004	-	16,25
14.04.2004	-	16,00
19.05.2004	-	16,00
16.06.2004	-	16,00
21.07.2004	-	16,00
18.08.2004	-	16,00
15.09.2004	-	16,25
20.10.2004	-	16,75
17.11.2004	-	17,25
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

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

aumentaram os riscos a que está submetido o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas. Esses riscos estavam associados à persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e à deterioração no cenário externo. Posteriormente, considerando a persistência de focos de pressão na inflação corrente, que contaminaram a inflação de abril, fizeram com que se deteriorassem as expectativas para 2005 e provocaram a permanência dos núcleos em níveis elevados, o Copom decidiu, mais uma vez por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 19,75% a.a., sem viés, em maio.

D. Perspectivas para o terceiro trimestre

26. O desempenho recente da atividade industrial e das vendas do comércio, bem como a evolução do PIB no primeiro trimestre do ano, ratificaram a acomodação do ritmo de crescimento da economia brasileira nos primeiros meses de 2005, relativamente ao padrão observado ao longo do ano anterior. Esses indicadores apresentaram variações positivas, mas decrescentes, nas comparações com iguais períodos de 2004, e relativa estabilidade ou crescimento discreto nas comparações na margem. O arrefecimento da atividade produtiva, após alcançar patamar elevado, constitui aspecto favorável à perspectiva de crescimento sustentável, em cenário de estabilidade de preços.

27. A acomodação do nível da atividade tem sido acompanhada por uma alteração na composição da demanda, com maior participação do setor externo em detrimento do mercado doméstico. No âmbito externo, o crescimento da economia mundial mantém-se como principal fator de dinamismo das exportações, compensando eventuais efeitos decorrentes da recente apreciação cambial. No cenário interno, a evolução do consumo tem sido influenciada pelos mecanismos de autopropagação da renda – emprego e rendimento real – e tende a sustentar-se em patamar alto, a despeito da discreta queda registrada pelas contas nacionais no primeiro trimestre deste ano, após seis trimestres de crescimento. Por outro lado, os investimentos mostraram contração significativa desde o final de 2004, em parte refletindo a perda da renda agrícola, mas também como reação à evolução recente da demanda diante do ciclo de política monetária. Os níveis de confiança do empresário, o patamar do risco país, bem como os resultados obtidos por sondagens realizadas junto ao empresariado industrial indicam a retomada dos investimentos assim que se reduzirem as incertezas relativas à evolução da demanda interna.

28. O mercado de trabalho seguiu apresentando indicadores favoráveis nos primeiros meses de 2005, particularmente taxas de desemprego mais reduzidas, comparativamente às registradas em iguais períodos de 2004. Observou-se, também, redução do ritmo de contratações e do crescimento da População Economicamente Ativa (PEA), evolução consistente com o arrefecimento da atividade produtiva.

29. As operações de crédito do sistema financeiro, no trimestre terminado em maio, mantiveram-se em trajetória expansionista. Essa evolução esteve associada à demanda

por crédito bancário por parte das famílias, destacando-se os empréstimos consignados em folha de pagamento, contratados a taxas de juros mais atrativas para o tomador e de reduzido risco para as instituições financeiras. Ao mesmo tempo, observou-se moderado crescimento dos empréstimos contratados pelas empresas, tanto no segmento de crédito livre quanto no de crédito direcionado, movimento consistente com a evolução da atividade econômica no período.

30. Assinale-se, ainda, a continuidade do significativo crescimento das formas de financiamento alternativas ao crédito bancário, com ênfase para as captações por emissões de debêntures, em especial as emitidas pelas sociedades de arrendamento mercantil, refletindo a expressiva recuperação das operações de *leasing* no decorrer dos últimos dois anos.

31. O resultado fiscal primário alcançado no quadrimestre superou a meta estabelecida para o período e reforça a tendência de cumprimento das metas estabelecidas para o ano. Além disso, observa-se continuidade das ações visando a manutenção da sustentabilidade do endividamento, refletidas, inclusive, na proposta de diretrizes orçamentárias para o período seguinte.

32. Os principais fatores determinantes da evolução da relação da dívida líquida do setor público (DLSP)/PIB continuam registrando comportamento favorável, com destaque para o desempenho fiscal em todos os segmentos do setor público, o crescimento do PIB valorizado e o comportamento da taxa de câmbio.

33. A evolução recente da balança comercial, mesmo incorporando os efeitos sobre as importações decorrentes da retomada da atividade econômica, corrobora a projeção de expressivo superávit em 2005. Esse resultado favorecerá, embora em patamar inferior ao assinalado em 2004, a obtenção de superávit em transações correntes.

34. Nos primeiros cinco meses do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$15,6 bilhões e as transferências unilaterais correntes apresentaram melhora sensível em relação ao resultado de janeiro a abril de 2004. Mesmo com a elevação das remessas líquidas nas contas de serviços e de rendas, o superávit em transações correntes relativo ao primeiro quadrimestre do ano foi quatro vezes maior que o obtido no mesmo período de 2004. Considerando o resultado acumulado em doze meses, o saldo positivo em transações correntes totalizou US\$14,2 bilhões, equivalentes a 2,21% do PIB, o melhor resultado da série.

35. De fato, a melhora significativa nas contas externas observada no passado recente deverá permitir que o nível de reservas internacionais aumente em 2005. A reversão registrada nas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos, a partir de 2003, esteve associada ao desempenho em transações correntes, fundamentalmente pela excepcional performance da balança comercial. Os sucessivos superávits em transações correntes,

somados aos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, passaram de 3,04% do PIB, em doze meses até abril de 2004, para 5,56% do PIB, na mesma base de comparação de 2005.

36. A manutenção de elevados superávits comerciais, a redução do estoque de endividamento externo, os fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e a manutenção dos níveis atuais de reservas internacionais constituem variáveis favoráveis para a posição externa brasileira. Fortalecendo esse cenário, o fluxo positivo registrado no mercado de câmbio contratado, nos cinco primeiros meses do ano, e as recentes emissões soberanas, permitem sustentar a expectativa de que não haverá dificuldades para o financiamento do balanço de pagamentos em 2005.

37. A inflação situou-se em patamar relativamente elevado nos primeiros cinco meses de 2005, sobretudo, se considerados os preços ao consumidor. Embora o comportamento dos índices tenha sido marcadamente influenciado por pressões sazonais e por reajustes concentrados em itens monitorados, a maior disseminação de aumentos de preços e a persistência dos núcleos de inflação em níveis relativamente altos indicaram que pressões de demanda estiveram também presentes no conjunto de fatores que concorreram para a resistência da inflação à queda. Apesar desse comportamento, a desaceleração dos índices em maio e as perspectivas para junho sugerem a superação das pressões observadas ao longo do primeiro semestre de 2005.

38. Nesse contexto, deve-se destacar a contribuição do ciclo de política monetária, impedindo a maior propagação de aumentos de preços. Com efeito, as medidas adotadas vêm se mostrando fundamentais para que, superados os impactos pontuais observados ao longo dos últimos meses, os índices de preços convirjam para as metas para a inflação estabelecidas pelo CMN, como apontam as perspectivas e têm, efetivamente, evidenciado as últimas taxas de inflação divulgadas.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o terceiro trimestre e para 2005.

39. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre e para o ano de 2005 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

Quadro 3. Programação monetária para 2005^{1/}

R\$ bilhões

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	106,4-144,0	14,4	125,2-169,4	15,9
Base restrita ^{3/}	71,5-96,8	15,0	86,8-117,5	17,0
Base ampliada ^{4/}	934,9-1264,9	15,7	972,7-1316,0	16,9
M4 ^{4/}	1049,1-1419,4	16,2	1091,9-1477,2	15,6

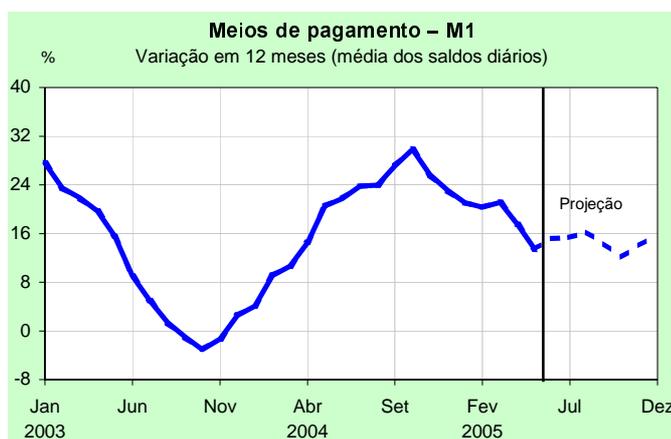
1/ Refere-se ao último mês do período.

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.

40. 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 14,4% para setembro e em 15,9% para dezembro de 2005.

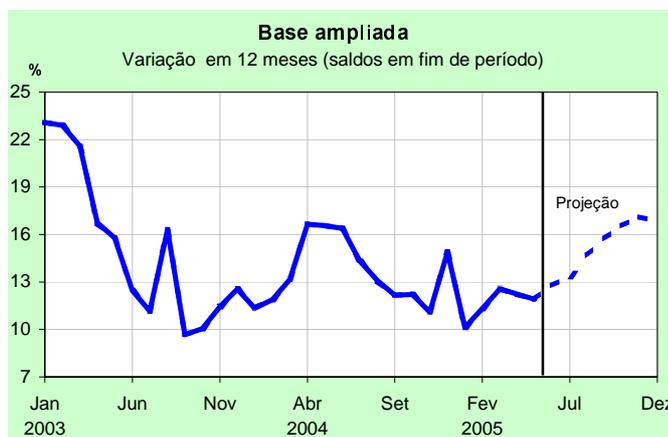


41. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e, como variáveis exógenas, a elevação do salário-mínimo e as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar 110, de 29.6.2001.

42. 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 15% em setembro e de 17% em dezembro de 2005.



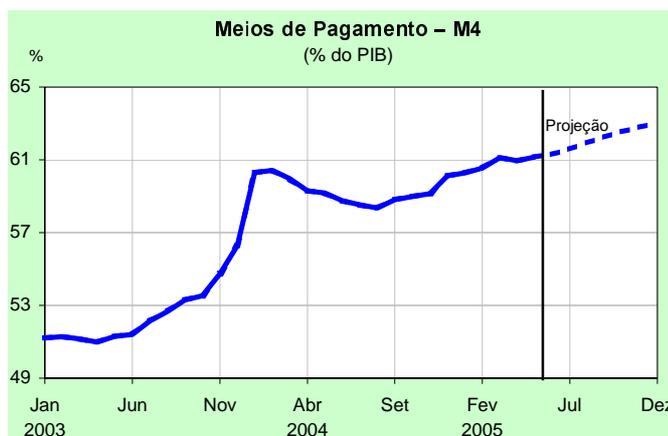
43. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 15,7% em setembro e de 16,9% em dezembro de 2005.



44. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em 12 meses esperado para o M4 corresponde a 16,2% em setembro e 15,6% em dezembro de 2005.



45. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo de 2005, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



46. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre abril-maio de 2005, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre e para 2005.

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

Discriminação	2005					
	Abril-Maio		Terceiro Trimestre ^{2/}		Ano ^{2/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	116,3	13,4	125,2	14,4	147,3	15,9
Base restrita ^{4/}	80,4	17,2	84,2	15,0	102,2	17,0
Base ampliada ^{5/}	1040,0	11,9	1099,9	15,7	1144,3	16,9
M4 ^{5/}	1169,7	15,3	1 234,2	16,2	1 284,5	15,6

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2005					
	Abril-Maio		Terceiro Trimestre ^{2/}		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,447	-3,2	1,487	-0,6	1,442	-1,0
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,365	5,8	0,339	0,0	0,344	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,386	2,4	0,382	0,3	0,403	0,5
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,125	3,0	1,120	0,2	1,120	-1,3

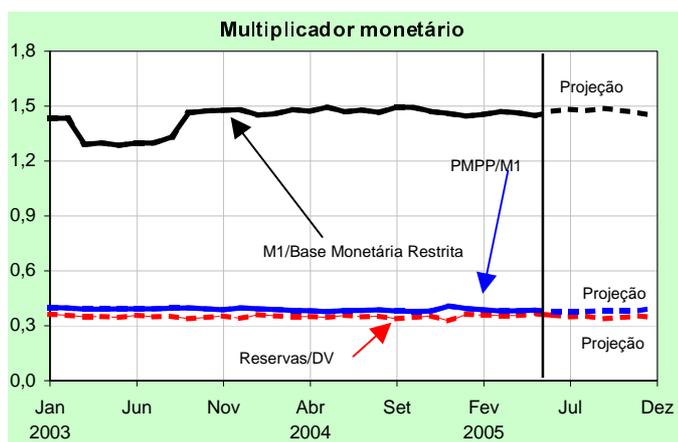
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

48. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo de 2005.



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	99,6-134,7	18,5	119,8	21,1
Base restrita ^{3/}	68,4-92,6	20,6	81,4	22,0
Base ampliada ^{4/}	898,8-1216,0	15,3	1032,2	12,6
M4 ^{4/}	972,3-1315,5	14,8	1154,9	16,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldo em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2005 e ocorridos no período abril/maio ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	102,3-138,4	15,7	116,3	13,4
Base restrita ^{3/}	69,6-94,2	15,7	80,4	17,2
Base ampliada ^{4/}	909,9-1231,1	14,3	1040,0	11,9
M4 ^{4/}	1014,0-1371,9	16,1	1169,7	15,3

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/ Saldo em fim de período.

Quadro 3. Programação monetária para 2005 ^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões			
	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	106,4-144,0	14,4	125,2-169,4	15,9
Base restrita ^{3/}	71,5-96,8	15,0	86,8-117,5	17,0
Base ampliada ^{4/}	934,9-1264,9	15,7	972,7-1316,0	16,9
M4 ^{4/}	1049,1-1419,4	16,2	1091,9-1477,2	15,6

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	2005					
	Abril-Maio		Terceiro Trimestre ^{2/}		Ano ^{2/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	116,3	13,4	125,2	14,4	147,3	15,9
Base restrita ^{4/}	80,4	17,2	84,2	15,0	102,2	17,0
Base ampliada ^{5/}	1040,0	11,9	1099,9	15,7	1144,3	16,9
M4 ^{5/}	1169,7	15,3	1 234,2	16,2	1 284,5	15,6

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	2005					
	Abril-Maio		Terceiro Trimestre ^{2/}		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,447	-3,2	1,487	-0,6	1,442	-1,0
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,365	5,8	0,339	0,0	0,344	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,386	2,4	0,382	0,3	0,403	0,5
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,125	3,0	1,120	0,2	1,120	-1,3

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.