

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2006

Setembro – 2006

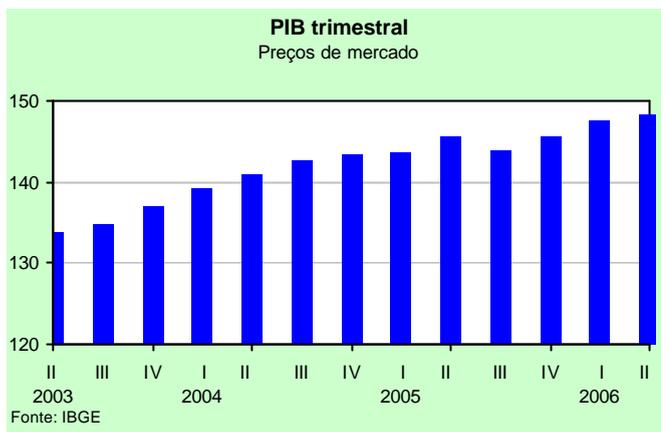


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o quarto trimestre de 2006

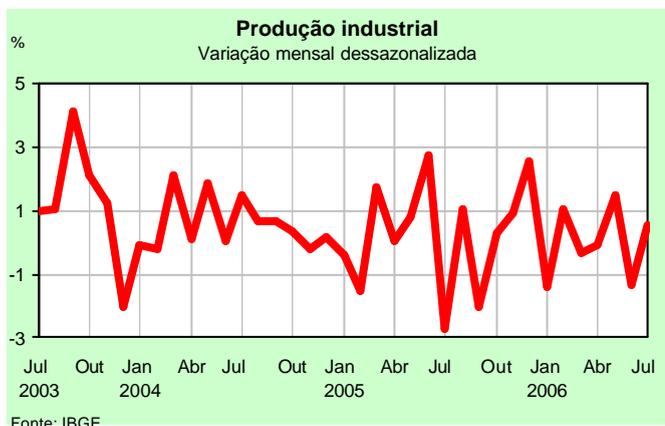
A. A economia brasileira no terceiro trimestre de 2006

1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 2,2% no primeiro semestre de 2006, em relação ao mesmo período de 2005, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE. O resultado positivo foi generalizado entre todos os componentes do produto, com a indústria apresentando crescimento de 2,6%, seguindo-se os setores de serviços, 2,3%, e o agropecuário, 0,3%. Sob a ótica da demanda, registraram-se contribuições negativa de 1 p.p. do setor externo e



positiva de 3,7 p.p. da demanda interna. A expansão das exportações atingiu 4,1% e a das importações, 13,9%, enquanto o consumo das famílias cresceu 3,8%, evidenciando o papel relevante dos aumentos da massa salarial real e do volume de operações de crédito do sistema financeiro destinado a pessoas físicas. A formação bruta de capital fixo aumentou 5,9%, impulsionada pelos crescimentos de 7,6% na absorção doméstica de bens de capital e de 4,7% nos investimentos direcionados à construção civil. Considerando a evolução na margem, o PIB cresceu 0,5% no segundo trimestre de 2006, em relação ao trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados. Nessa base de comparação, a agropecuária cresceu 0,8% e o setor de serviços, 0,6%, enquanto o produto do setor industrial recuou 0,3%. Por componentes da demanda, verificou-se recuperação do consumo, com elevações de 1,2% no consumo das famílias e de 0,8% nos gastos governamentais.

2. O nível de atividade industrial apresentou relativa acomodação nos últimos meses. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física, do IBGE, a indústria brasileira cresceu 0,6% no trimestre maio a julho, comparativamente ao trimestre encerrado em abril, com base em dados dessazonalizados. As indústrias extrativa e de transformação registraram expansões de 0,6% e de 0,4%, no período. A análise por categoria de uso revela crescimen-



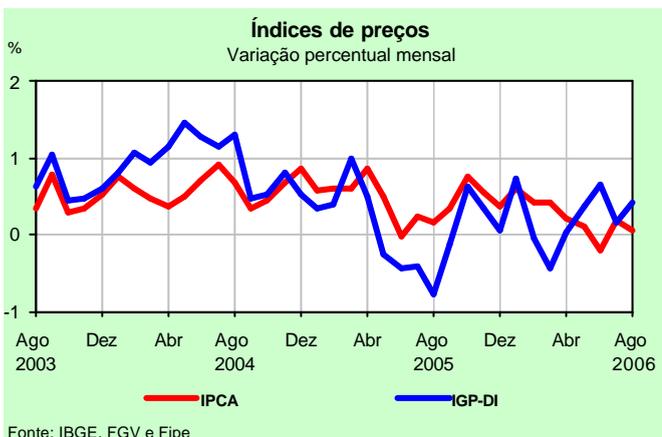
tos de 1,5% na produção de bens intermediários e de 1% na de bens de capital, considerados os trimestres encerrados em julho e em abril, dados dessazonalizados. Nessa comparação, a produção de bens semiduráveis e não-duráveis manteve-se estável e a de duráveis recuou 2,8%. Nos primeiros sete meses de 2006, a produção industrial cresceu 2,7%, ante período equivalente do ano anterior, combinando avanços de 8,1% da indústria extrativa e de 2,4% da indústria de transformação, que registrou expansões nas produções de bens de consumo duráveis, 6,6%; bens de capital, 5,5%; bens de consumo semiduráveis e não-duráveis, 2,8%; e de bens intermediários, 1,9%.

3. O Índice de Volume de Vendas no Varejo, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), aumentou 0,4% no trimestre encerrado em junho de 2006, em relação ao trimestre finalizado em março, considerados dados dessazonalizados. Destacaram-se os crescimentos das vendas nos segmentos móveis e eletrodomésticos, 5,8%, e hipermercados e supermercados, 0,7%, enquanto, em sentido inver-



so, as vendas de combustíveis e lubrificantes recuaram 5%, no trimestre. As vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, segmento que não é considerado no cálculo do índice geral, apresentaram recuperação, crescendo 2,1% na mesma base de comparação, trajetória que deverá ser estimulada pela melhora nas condições do crédito.

4. A inflação registrou queda expressiva no trimestre encerrado em agosto, em relação ao período março a maio, principalmente se considerados os índices de preços ao consumidor. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 1,25% no trimestre encerrado em agosto, ante queda de 0,05% no trimestre finalizado em maio, registrando-se elevações de 1,3% nos preços dos produtos industriais e de 3,34% nos preços agrícolas. O Índice Nacional de



Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou variação de 0,03% no trimestre encerrado em agosto, ante 0,74% no trimestre março a maio, refletindo arrefecimentos dos preços livres, de 0,27% para -0,13%, e dos preços monitorados, de 1,68% para 0,36%. O IPCA

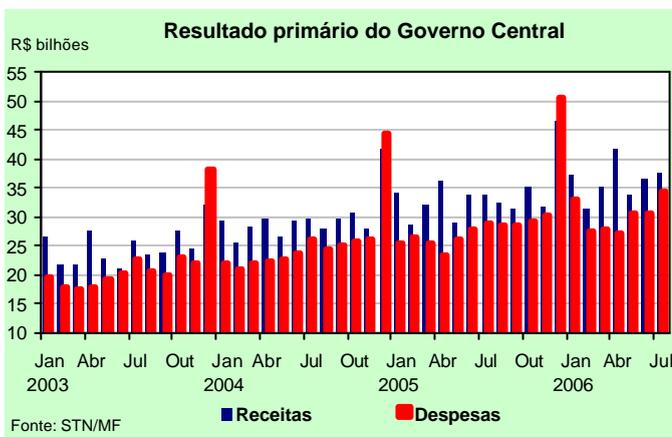
apresentou variações mensais de -0,21% em junho, menor variação desde setembro de 1998; de 0,19% em julho; e, de 0,05% em agosto.

5. A taxa de desemprego aberto da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, atingiu 10,7% em julho, ante 10,4% no mês anterior e 9,4% em julho de 2005, representando uma reversão da tendência de queda observada desde 2003. Em junho e julho deste ano a População Economicamente Ativa (PEA) cresceu 2,7% e 3,6% respectivamente, enquanto o aumento dos ocupados atingiu 1,6% e 2,1%, discrepância associada à própria melhora das condições do mercado de trabalho,



na medida que aumentos na remuneração e na geração de postos de trabalhos tendem a estimular a procura por emprego, reduzindo o número de desalentados e, em consequência, elevando a taxa de desemprego. Nos sete primeiros meses do ano, a taxa média de desemprego atingiu 10,2%, mesmo patamar registrado no período correspondente do ano anterior, com o número de pessoas ocupadas crescendo 1,8% e a PEA, 1,9%. Foram geradas, liquidamente, nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela pesquisa, 126 mil novas vagas de emprego, resultado da criação de 168 mil novos postos com carteira assinada e da eliminação de 35 mil empregos sem carteira e de 7 mil empregos envolvendo aqueles sem remuneração, militares e funcionários públicos estatutários. Esse resultado evidencia a maior qualidade dos empregos criados e representa a taxa de formalização do emprego mais elevada da série histórica iniciada em 2002.

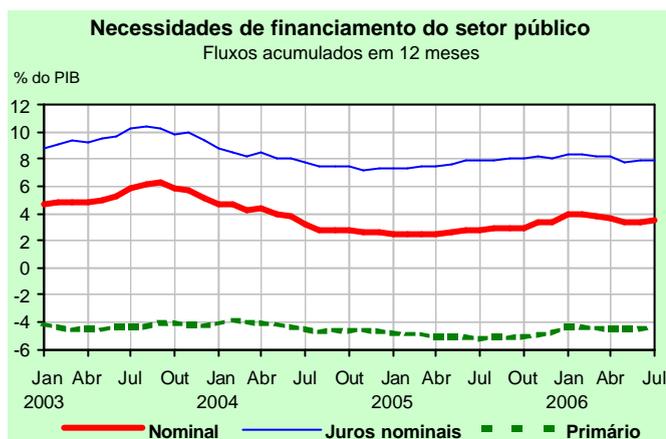
6. O superávit primário acumulado em doze meses, até julho, atingiu R\$87,5 bilhões, 4,33% do PIB. Considerados os primeiros sete meses do ano, o superávit totalizou R\$62,8 bilhões, 5,39% do PIB, comparativamente a 6,36% do PIB no mesmo período de 2005, registrando-se recuos nos superávits do Governo Central, 0,64 p.p. do PIB; dos governos regionais, 0,24 p.p.; e das empresas estatais, 0,08 p.p. A evolução do resultado do Governo Central, no período janeiro a julho



de 2006, em relação ao período correspondente do ano anterior, refletiu crescimentos de 11,1% nas receitas e de 14% nas despesas que, como proporção do PIB, passaram de

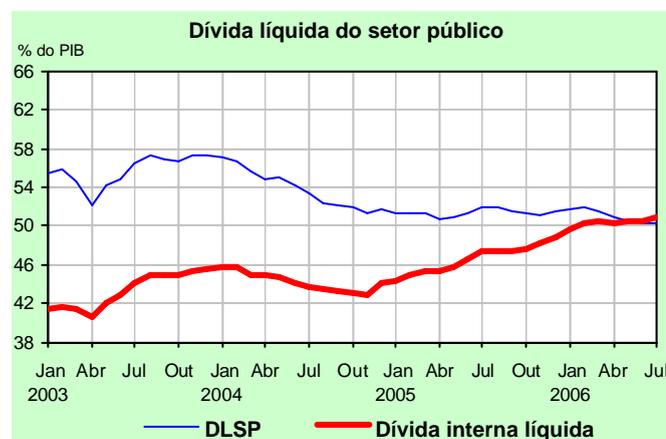
25,5% para 26,3%, e de 21,5% para 22,7%, respectivamente. Em relação aos segmentos que compõem o Governo Central, nos primeiros sete meses do ano os gastos do Tesouro Nacional elevaram-se em 14% e as receitas, em 10,7%, enquanto o déficit previdenciário atingiu R\$22,4 bilhões, 1,92% do PIB, comparativamente a R\$19,2 bilhões no mesmo período do ano anterior, refletindo crescimentos de R\$10,7 bilhões nos gastos com benefícios e de R\$7,5 bilhões nas receitas de contribuições. As transferências de recursos da União via Fundos de Participação dos Estados e Municípios, CIDE e Lei Kandir somaram R\$53,2 bilhões, até julho, com aumento de 10,8% em relação ao mesmo período de 2005.

7. Os juros nominais, apropriados pelo critério de competência, somaram, até julho, R\$95,1 bilhões, 8,16% do PIB, ante R\$92,3 bilhões, 8,53% do PIB, no mesmo período de 2005. A elevação dos juros apropriados no ano, em valores absolutos, a despeito da flexibilização da política monetária iniciada em setembro de 2005, decorreu da conjunção de alguns fatores, entre os quais o resultado acumulado das operações de swap cambial, menos favorável que no



ano anterior. As necessidades de financiamento do setor público não financeiro, que abrange o resultado primário e os juros nominais apropriados, chegaram a R\$7,8 bilhões em julho e a R\$32,3 bilhões nos primeiros sete meses do ano. Nessa base de comparação, o déficit nominal superou o registrado no mesmo período de 2005 em 0,61 p.p. do PIB, financiado, principalmente, pela elevação de R\$110,7 bilhões na dívida mobiliária nesse período. Atuaram em sentido inverso, as diminuições de R\$65,2 bilhões do financiamento externo e de R\$7,9 bilhões da dívida bancária.

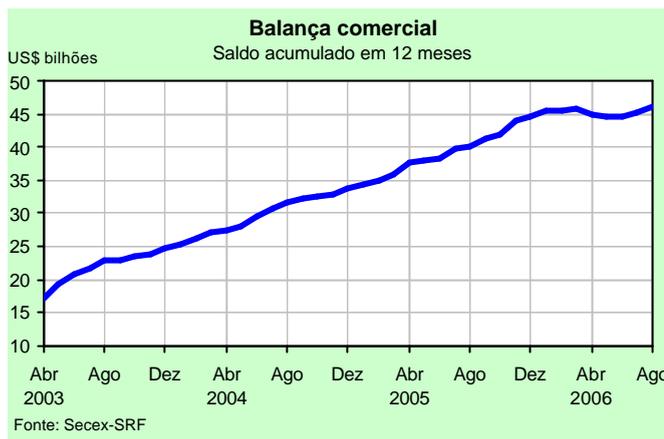
8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu, em julho, R\$1.030,9 bilhões, 50,3% do PIB, ante R\$1.014,9 bilhões, 50,9% do PIB, em abril, e R\$1.002,5 bilhões, 51,5% do PIB, em dezembro de 2005. Ressalte-se que esse é o percentual mais baixo desde abril de 2001. Os principais determinantes da redução anual de 1,2 p.p. do PIB na DLSP foram o superávit primário e o efeito do crescimento do PIB valorizado, com 3,1 p.p. e 2,6 p.p., respectivamente.



te. Em sentido inverso, os juros nominais apropriados foram o principal fator para a elevação da dívida, com 4,6 p.p. A participação percentual dos indexadores da DLSP vem sendo alterada de forma a reduzir as parcelas da dívida indexadas à taxa Selic e ao câmbio, melhorando sua estrutura de risco. O resultado tem sido o crescimento das parcelas pré-fixadas e indexadas a índices de preços, que em julho do ano passado representavam pouco mais de um terço da DLSP, e atualmente respondem por 53% do total.

9. O superávit da balança comercial totalizou US\$5,6 bilhões em julho, com as exportações somando US\$13,6

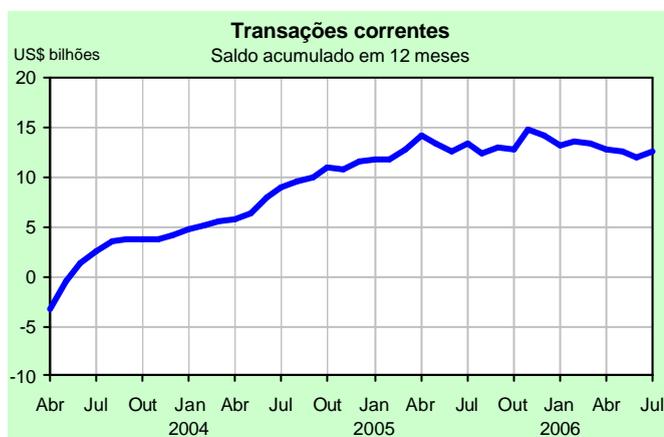
bilhões e as importações, US\$8 bilhões, ambos recordes históricos, e as respectivas médias diárias apresentando crescimentos de 23,1% e 31,8%, em relação a julho de 2005. O resultado acumulado nos doze meses encerrados em julho totalizou US\$45,2 bilhões e a corrente de comércio, US\$211 bilhões, registrando crescimentos de 13,5% e de 18,5%, respectivamente, ante



o período correspondente de 2005. Na mesma base de comparação, as exportações de produtos básicos aumentaram 22,8%, seguindo-se as de produtos manufaturados, 15,7%, e a de semimanufaturados, 10,4%. A contribuição das elevações nos preços superou a contribuição das elevações no quantum, na composição do crescimento do valor exportado. Nos doze meses encerrados em julho de 2006, relativamente ao mesmo período de 2005, as elevações de preços nas exportações de básicos, semimanufaturados e manufaturados atingiram 17,1%, 8,3% e 10,3%, respectivamente, enquanto as quantidades exportadas variaram, na mesma ordem, 5,6%, 1,8% e 4,8%.

10. O superávit em transações correntes acumulado em doze meses totalizou US\$12,5 bilhões em julho de 2006,

representando 1,45% do PIB, ante US\$13,3 bilhões no período correspondente do ano anterior. Apesar dos sucessivos recordes de comércio, os resultados em transações correntes vêm apresentando desaceleração em relação ao nível de US\$14,8 bilhões, registrado em novembro de 2005. As despesas líquidas com serviços somaram US\$8,8 bilhões e as remessas líquidas de rendas, US\$27,9 bilhões,



com crescimentos de 33% e de 19,9%, respectivamente, em relação aos totais registrados nos doze meses encerrados em julho de 2005.

11. A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou remessas líquidas acumuladas de US\$1,3 bilhão nos doze meses finalizados em julho de 2006, ante US\$7,6 bilhões no período correspondente de 2005. Na mesma base de comparação, os ingressos líquidos de IED somaram US\$13,5 bilhões e US\$23,1 bilhões, respectivamente. Ressalte-se o comportamento dos investimentos diretos brasileiros no exterior que, evidenciando o processo de internacionalização



crecente das empresas brasileiras, registrou saídas líquidas de US\$5,6 bilhões no período.

12. Nos primeiros sete meses de 2006, as reservas internacionais cresceram US\$13 bilhões, ao totalizar US\$66,8 bilhões. Nesse período, as compras do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$18,9 bilhões. Dentre as operações externas, sobressaíram amortizações de US\$17,6 bilhões, especialmente os US\$15 bilhões relativos aos bônus soberanos, aí incluídos US\$5 bilhões das operações de recompra de títulos da dívida externa, US\$1,3 bilhão das



operações de Tender Offer e US\$6,2 bilhões do exercício da opção de call dos Bradies. As referidas amortizações compreenderam ainda os pagamentos de US\$2,6 bilhões realizados ao Clube de Paris. Destaquem-se desembolsos de US\$2,1 bilhões em bônus da República e de US\$1,2 bilhão originários de organismos. As despesas líquidas de juros totalizaram US\$2,6 bilhões, resultantes da receita de US\$1,4 bilhão com a remuneração das reservas e das seguintes despesas: US\$3,8 bilhões referentes a bônus, US\$115 milhões ao FMI e US\$83 milhões ao Clube de Paris. As liquidações de compras do Tesouro Nacional somaram US\$9,9 bilhões, enquanto as demais operações geraram incremento de estoque de US\$1,2 bilhão.

B. Política Monetária no segundo 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 segundo trimestre do ano.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$93,8 bilhões em junho, apresentando expansões de 3,3% no mês e de 16,9% em 12 meses. O saldo de papel-moeda emitido e as reservas bancárias totalizaram R\$64 bilhões e R\$29,8 bilhões, respectivamente, apresentando aumentos de 2,3% e 5,6%, no mês, e de 16,3% e 18,1% em relação a junho de 2005.

15. A base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, atingiu R\$1,24 trilhão em junho, no conceito de saldos em final de período, com aumentos de 0,75% no mês e de 17,5% em doze meses, este evidenciando variações de 18,4% no saldo de títulos do Tesouro Nacional, de 12,7% nos depósitos compulsórios em espécie, de 20,6% na base restrita e de -47,2% no saldo de títulos do Banco Central.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	112,8-152,7	12,4	133,8	13,2
Base restrita ^{3/}	76,7-103,7	12,4	93,8	16,9
Base ampliada ^{4/}	1 144,2-1 343,2	18,1	1 237,3	17,5
M4 ^{4/}	1 205,7-1 631,3	19,8	1 409,3	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), no conceito de média dos saldos diários, alcançaram R\$133,8 bilhões em junho, registrando aumentos de 1,4% no mês e de 13,2% em 12 meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$52,4 bilhões e os depósitos à vista, R\$81,4 bilhões, apresentando crescimentos respectivos, nas mesmas bases de comparação, de 2,3% e 15%, e de 0,7% e 12,1%.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$1,41 trilhão em junho, com elevações de 0,6% no mês e de 19% em 12 meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$15,5

bilhões no segundo trimestre. Esse resultado refletiu resgates líquidos de R\$37,4 bilhões no mercado primário, com compras líquidas de R\$37,1 bilhões em títulos do Tesouro Nacional e de R\$0,37 bilhão em títulos do Banco Central, e venda líquida de títulos da ordem de R\$21,3 bilhões no mercado secundário.

19. Em abril, o Copom avaliou que embora a elevação nos preços internacionais de *commodities* importantes introduzisse um risco adicional para a evolução dos preços domésticos, continuava se configurando um cenário benigno para a trajetória da inflação. Adicionalmente, tendo em vista as incertezas que cercavam 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 entendeu 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, poderia demandar que a flexibilização adicional da política monetária fosse conduzida com maior parcimônia. À luz dessas considerações, o Copom decidiu reduzir a meta para a taxa Selic para 15,75% a.a. Em maio, o Copom considerou que o aumento na volatilidade nos mercados financeiros internacionais, mesmo apresentando um caráter transitório, havia gerado elevação na incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, o que poderia acabar dificultando tanto a avaliação de cenários pela autoridade monetária quanto a coordenação de expectativas dos agentes privados. Nesse ambiente, no qual cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a meta para a taxa Selic para 15,25%, sem viés, e acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até a sua próxima reunião para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

C. Política monetária no bimestre Julho-Agosto de 2006

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, somou R\$96 bilhões em agosto, apresentando aumentos de 0,5% no mês e de 17% em 12 meses. Nas mesmas bases de comparação, as reservas bancárias contraíram 2% e expandiram 12,1%, respectivamente, situando-se em R\$28,9 bilhões, enquanto o saldo de papel-moeda emitido cresceu 1,6% e 19,2%, atingindo R\$67,1 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$1,27 trilhão em agosto, com aumentos de 1,1% no mês e de 17,4% em 12 meses. O resultado anual refletiu crescimentos de 11,7% no saldo de depósitos compulsórios, de 25,1% na base restrita e de 18,1% no saldo de títulos públicos do Tesouro Nacional, paralelamente à redução de 48,2% no saldo de títulos do Banco Central.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$137,9 bilhões em agosto, com expansão de 0,6% no mês e de 14,8% em 12

meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$54,6 bilhões, apresentando crescimentos de 1,3% no mês e de 17,4% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista totalizaram R\$83,3 bilhões, com aumentos de 0,1% e 13,1%, respectivamente.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$1,45 trilhão em agosto, registrando aumentos de 1% no mês e de 18,2% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2006 e ocorridos no período julho-agosto^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	116,7-157,9	14,5	137,9	14,8
Base restrita ^{3/}	81,6-110,4	16,1	96,0	17,0
Base ampliada ^{4/}	1178,0-1382,8	16,8	1272,7	17,4
M4 ^{4/}	1241,2-1679,3	17,6	1446,2	18,2

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\$4,4 bilhões no bimestre julho-agosto. O Tesouro Nacional efetuou resgate líquido de R\$1,5 bilhão no mercado primário, enquanto, no mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto contracionista de R\$6 bilhões.

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

agosto, sem viés, e acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até a sua próxima reunião para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

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

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

D. Perspectivas para o quarto trimestre de 2006

26. A atividade econômica seguiu em expansão no segundo trimestre deste ano e no início do terceiro, mantendo a tendência delineada desde 2003 e ritmo de crescimento compatível com o ambiente requerido para a estabilidade de preços. A demanda interna, novamente, respondeu integralmente pelo atual dinamismo do nível de atividade, registrando-se elevação tanto dos indicadores de consumo, favorecidos pelo crescimento da massa salarial real e pela melhoria das condições de crédito, quanto dos relativos a investimentos, em sintonia com a consistência dos fundamentos econômicos e com a evolução do risco-país.

27. Os indicadores do mercado de trabalho têm registrado expansão da ocupação, com desdobramentos favoráveis sobre o nível de rendimento real. Ressalte-se

que a melhora nas condições do mercado de trabalho, a exemplo de aumento na remuneração e na geração de postos de trabalhos, tende a estimular a procura por emprego, reduzindo o número de desalentados e, em consequência, elevando a taxa de desemprego, processo já observado em outros ciclos de expansão nos últimos anos. A massa salarial real, produto do rendimento médio real habitualmente recebido pelo número de ocupados, cresceu 6,2% nos sete primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior.

28. As operações de crédito do sistema financeiro mantiveram trajetória de crescimento no trimestre encerrado em agosto, ainda que menos acentuada do que em períodos anteriores. Nesse contexto, a demanda por recursos por parte das famílias, particularmente no que se refere ao crédito livre, manteve-se sustentada pelas modalidades de consumo em detrimento das operações de crédito rotativo, com destaque para o crédito consignado e para o financiamento de veículos, alternativa intensificada com a queda das taxas de juros e dos spreads. Ao mesmo tempo, cabe destacar a consistente ampliação do crédito habitacional, a partir da introdução de importantes medidas institucionais implementadas nos últimos dois anos.

29. Em relação ao crédito contratado pelas empresas, ao lado da maior estabilidade na demanda por modalidades lastreadas em recursos externos, em cenário de liquidez internacional favorável, o crescimento observado continuou determinado pelas operações com recursos domésticos, principalmente na modalidade de capital de giro. Nesse segmento, destaca-se a crescente participação de pequenas e médias empresas no total do crédito bancário, ao mesmo tempo em que as grandes empresas intensificam o acesso a fontes alternativas de recursos, onde prevalecem os novos lançamentos de debêntures e emissões primárias de ações.

30. Os resultados do setor público em 2006, mesmo situando-se em níveis inferiores aos obtidos em 2005, indicam a continuidade da política de austeridade fiscal, evidenciada pela viabilidade do cumprimento das metas fixadas para o ano. As perspectivas de incorporação mais ampla no futuro próximo dos efeitos da flexibilização já ocorrida na política monetária, em conjunto com a manutenção das metas estabelecidas para o resultado primário, criam condições para a queda mais acentuada da relação dívida/PIB.

31. As projeções para o saldo comercial em 2006 sugerem perspectivas positivas para o balanço de pagamentos, com expectativas de continuidade na obtenção de superávits em transações correntes. A manutenção de elevado saldo comercial tem sido mais que suficiente para compensar possíveis efeitos da apreciação nominal do câmbio, quer seja sobre a expansão das despesas com viagens internacionais, quer sobre as remessas de lucros e dividendos. Não obstante o nível confortável, a trajetória do superávit comercial deverá refletir o crescimento das importações em patamar superior ao das exportações, com desdobramentos sobre o superávit em transações correntes. Nos primeiros sete meses do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$25,2 bilhões e as transferências unilaterais correntes também apresentaram melhora em relação ao resultado de janeiro a julho de 2005.

32. O comportamento das contas externas permitirá que se encerre 2006 com nível de reservas internacionais superior ao de 2005, não obstante as antecipações de pagamentos ao Clube de Paris e de títulos de emissão da República, proporcionando forte redução da dívida externa. Dois fatores contribuíram decisivamente para a elevação das reservas, quais sejam, as compras líquidas de US\$18,9 bilhões no mercado doméstico de câmbio e as liquidações de US\$9,9 bilhões de compromissos externos do Tesouro Nacional, com recursos obtidos em mercado, poupando as reservas internacionais. Simultaneamente, a elevação do estoque de reservas internacionais gerou a aceleração das receitas de juros.

33. A manutenção de elevados superávits comerciais e dos atuais níveis de reservas internacionais, a redução do estoque de endividamento externo, e os fluxos líquidos de IED constituem variáveis favoráveis para a posição externa brasileira. Fortalecendo esse cenário, o fluxo positivo registrado no mercado de câmbio contratado, nos sete primeiros meses do ano, continua indicando um cenário externo confortável e permite sustentar a avaliação de que não haverá dificuldades no financiamento do balanço de pagamentos, tanto em 2006 quanto em 2007.

34. Nesse contexto, o comportamento dos preços nos últimos meses, bem como as expectativas quanto à sua evolução, evidenciam que as incertezas relativas à trajetória da inflação, presentes anteriormente, estão sendo progressivamente dissipadas. Essa evolução deve ser atribuída, fundamentalmente, à ação da política monetária, ainda que seja possível identificar no comportamento recente dos preços fatores pontuais relacionados às condições de oferta.

35. A perspectiva favorável para a evolução futura dos preços, expressa pelas estimativas de mercado, também resulta, fundamentalmente, das ações de política monetária que têm sido implementadas. Para os próximos meses, não se vislumbram pressões generalizadas sobre preços, sejam de ordem inercial ou relacionadas à recuperação de margens, o que contribui para consolidar as expectativas de que a inflação continue evoluindo de acordo com a trajetória de metas fixada para 2006, 2007 e 2008.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2006.

36. A programação dos agregados monetários para o quarto 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.

37. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade

característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 14,5% para dezembro de 2006.

Quadro 3. Programação monetária para 2006^{1/}

Discriminação	Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	138,7-187,6	14,5
Base restrita ^{3/}	95,8-129,7	14,7
Base ampliada ^{4/}	1215,9-1427,4	14,5
M4 ^{4/}	1284,2-1737,4	15,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

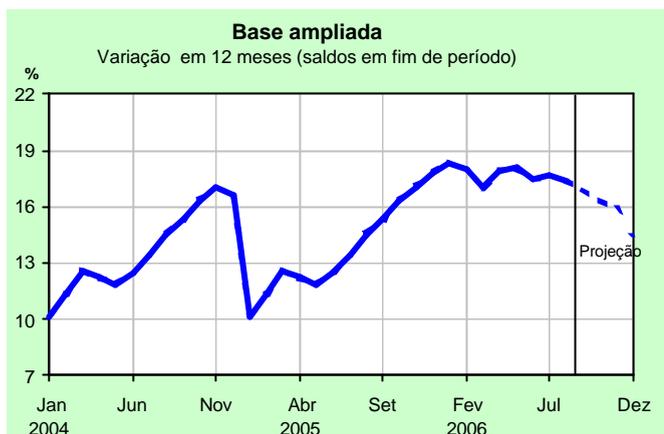
38. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, o aumento da demanda por moeda em virtude das eleições a ocorrerem neste ano, assim como, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar nº 110, de 29.6.2001.



39. 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 de 14,7% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2006.



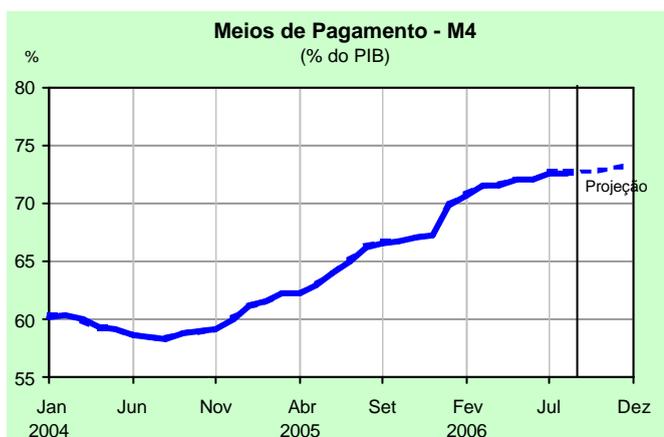
40. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 14,5% em dezembro de 2006.



41. 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 15,1% em dezembro de 2006.



42. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do quarto trimestre de 2006, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



43. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho/agosto de 2006, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2006.

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

Discriminação	2005		2006			
			Julho-Agosto		Ano ^{2/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	142,5	12,0	137,9	14,8	163,1	14,5
Base restrita ^{4/}	98,3	12,6	96,0	17,0	112,8	14,7
Base ampliada ^{5/}	1154,1	17,8	1272,7	17,4	1321,7	14,5
M4 ^{5/}	1 312,4	18,3	1 446,2	18,2	1510,8	15,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2005		2006			
			Julho-Agosto		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,449	-0,5	1,437	-1,8	1,447	-0,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,341	-0,9	0,347	-0,9	0,331	-2,9
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,400	-0,2	0,396	2,3	0,400	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,137	0,4	1,136	0,6	1,143	0,5

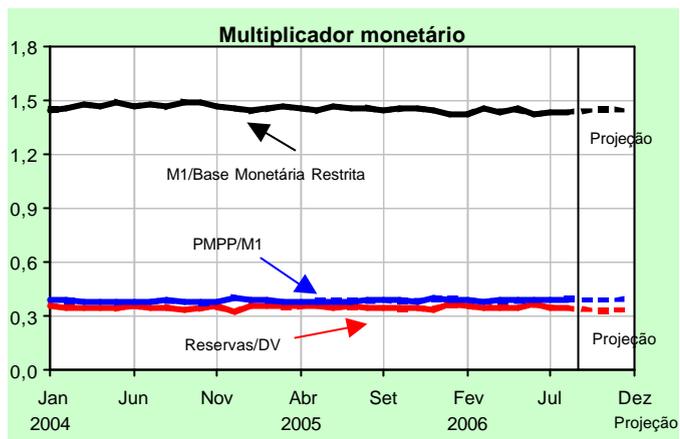
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

45. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do quarto trimestre de 2006.



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	112,8-152,7	12,4	133,8	13,2
Base restrita ^{3/}	76,7-103,7	12,4	93,8	16,9
Base ampliada ^{4/}	1 144,2-1 343,2	18,1	1 237,3	17,5
M4 ^{4/}	1 205,7-1 631,3	19,8	1 409,3	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.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2006 e ocorridos no período julho-agosto^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	116,7-157,9	14,5	137,9	14,8
Base restrita ^{3/}	81,6-110,4	16,1	96,0	17,0
Base ampliada ^{4/}	1178,0-1382,8	16,8	1272,7	17,4
M4 ^{4/}	1241,2-1679,3	17,6	1446,2	18,2

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 2006^{1/}

Discriminação	Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	138,7-187,6	14,5
Base restrita ^{3/}	95,8-129,7	14,7
Base ampliada ^{4/}	1215,9-1427,4	14,5
M4 ^{4/}	1284,2-1737,4	15,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	2005		2006			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho-Agosto		Ano ^{2/}	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	142,5	12,0	137,9	14,8	163,1	14,5
Base restrita ^{4/}	98,3	12,6	96,0	17,0	112,8	14,7
Base ampliada ^{5/}	1154,1	17,8	1272,7	17,4	1321,7	14,5
M4 ^{5/}	1 312,4	18,3	1 446,2	18,2	1510,8	15,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldo em fim de período.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2005		2006			
	Ano		Julho-Agosto		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,449	0,1	1,437	-1,0	1,447	-0,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,341	-6,6	0,347	-1,1	0,331	-2,9
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,400	3,6	0,396	1,5	0,400	0,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,137	1,0	1,136	1,1	1,143	0,5

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.