

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2003

Dezembro – 2002

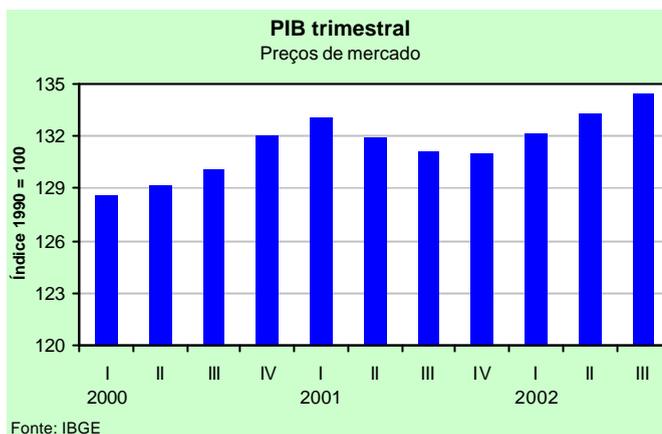


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2003

A. A economia no quarto trimestre de 2002

1. O Produto Interno Bruto (PIB), a preços de mercado, cresceu 2,38%, no terceiro trimestre, comparativamente a igual período de 2001. Desagregando o PIB por setores, a agropecuária, a indústria e os serviços expandiram-se 7,19%, 2,98% e 1,77%, na ordem, na mesma base de comparação. No acumulado do ano até o terceiro trimestre, o PIB registrou elevação de 0,94%, de acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).



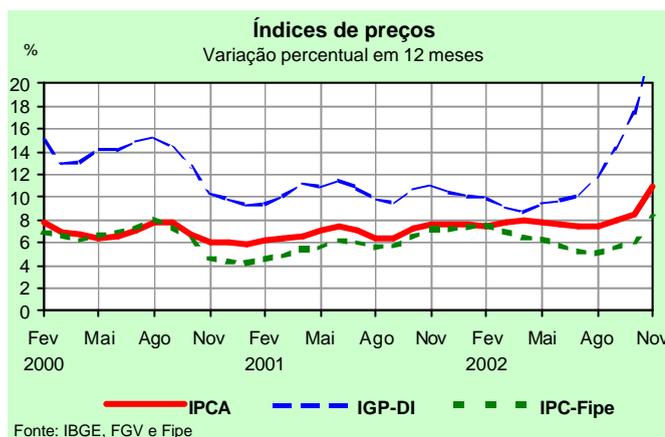
2. A produção industrial, segundo estatísticas do IBGE, dessazonalizadas pelo Departamento Econômico do Banco Central do Brasil (Depec), cresceu 1,69% em outubro, relativamente ao mês anterior. Os setores de bens de capital, de bens de consumo e de bens intermediários apresentaram expansões de 4,28%, 1,89% e 0,81%, respectivamente. Considerada a taxa acumulada em doze meses, finalizados em outubro, a produção industrial cresceu 0,91%.



3. O faturamento real do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP), contraiu 0,36% em outubro, comparativamente ao mês anterior, considerada a série dessazonalizada pelo Depec, a partir de estatísticas divulgadas pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo. Os maiores declínios foram observados em materiais de construção, 5,71%, e comércio automotivo, 2,73%. O único setor a apresentar resultado positivo, no período, foi o de bens de consumo, 0,41%. O faturamento real do comércio varejista na RMSP apresentou crescimentos de 3,8% e de 1,12%, respectivamente, no acumulado no ano e em doze meses, finalizados em outubro.



4. O Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela Fundação Getulio Vargas (FGV-RJ), desenhou trajetória ascendente nos meses de agosto, 2,36%, a novembro, 5,84%, deste ano pressionado, principalmente, pela depreciação cambial, que afeta com mais intensidade o Índice de Preços por Atacado (IPA), e pelo aumento dos preços monitorados. No ano, até novembro, o IGP-DI acumulou inflação de 23,09%, e em doze meses, de 23,31%. O

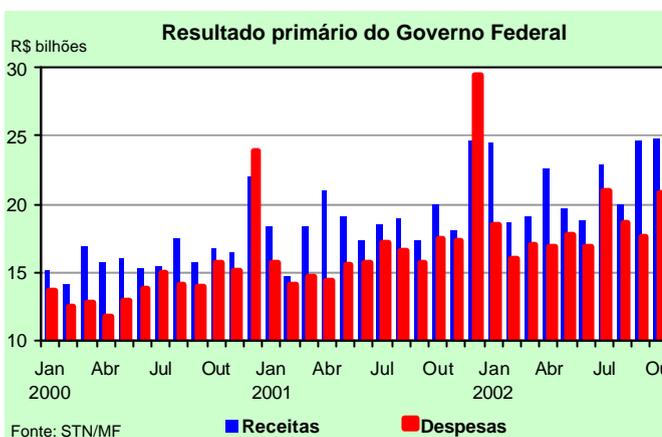


Índice de Preços ao Consumidor (IPC), calculado pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe), também apresentou taxas de variação ascendentes, registrando 0,76%, em setembro, e 2,65%, em novembro, igualmente pressionado pela depreciação cambial, e, ainda, pelo aumento dos preços dos produtos alimentícios e das tarifas de energia elétrica e de telefone. O IPC-Fipe acumula 7,94% e 8,21%, respectivamente, no ano e em doze meses, finalizados em novembro. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), aferido pelo IBGE, elevou-se 0,72% em setembro, 1,31% em outubro e 3,02% em novembro, pressionado pela elevação observada nos preços monitorados e dos alimentos. No ano, o IPCA acumula inflação de 10,22%, e em doze meses, de 10,93%.

5. A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE, apresentou comportamento oscilante a partir de julho, quando atingiu 7,53%, até outubro, quando declinou para 7,36%. O comportamento da taxa de desemprego em 2002, acima da registrada em 2001, pode ser explicado pelo ingresso de pessoas na PEA e pelo não surgimento de ocupações suficientes para absorver o novo contingente.



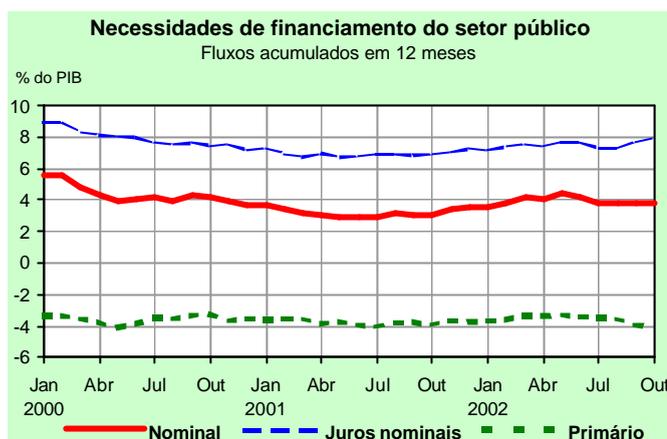
6. O governo federal apresentou superávit primário de R\$2,4 bilhões em outubro, resultante do superávit de R\$3,4 bilhões do Tesouro Nacional e do déficit de R\$954 milhões da Previdência Social (RGPS). No ano, até outubro, o governo federal acumulou superávit de R\$34,4 bilhões, equivalente a 3,3% do PIB estimado para o período.



7. A dívida líquida do setor público alcançou R\$866,2 bilhões em outubro, equivalente a 59,9% do PIB, comparativamente a R\$885,1 bilhões, 63,6% do PIB, em setembro. Desse total, R\$631,4 bilhões, 43,7% do PIB, corresponderam à dívida interna líquida, e R\$234,9 bilhões, 16,3% do PIB, à dívida externa líquida. A dívida interna distribuiu-se em R\$364,6 bilhões relativos ao governo central (57,7%), R\$247,9 bilhões aos governos estaduais e municipais (39,3%) e R\$18,8 bilhões às empresas estatais (3%).



8. As necessidades de financiamento do setor público alcançaram R\$54,9 bilhões, 3,9% do PIB, em outubro, considerado o fluxo acumulado em doze meses. Os governos central e regionais registraram déficits de R\$26,1 bilhões, 1,8% do PIB, e de R\$34,5 bilhões, 2,4% do PIB, respectivamente, enquanto as empresas estatais obtiveram superávit de R\$5,7 bilhões, 0,4% do PIB, no período.



9. No terceiro trimestre de 2002, registrou-se reversão no resultado das transações correntes, para superávit de US\$1 bilhão, ante déficit de US\$4,1 bilhões, no mesmo período de 2001. No bimestre outubro-novembro, o déficit nas transações correntes totalizou US\$207 milhões, comparativamente a déficit de US\$4 bilhões, em igual período de 2001. O saldo em transações correntes acumulado em 12 meses, até novembro, foi deficitário em US\$9,3 bilhões, correspondendo a 2,02% do PIB, o menor resultado nominal para o indicador desde junho de 1996, mantendo-se a trajetória de redução do indicador iniciada em agosto de 2001.



10. O superávit da balança comercial alcançou US\$5,3 bilhões no terceiro trimestre de 2002, o quádruplo do ocorrido no mesmo período de 2001, refletindo exportações de US\$18,5 bilhões e importações de US\$13,2 bilhões. No bimestre outubro-novembro, a balança comercial apresentou superávit de US\$3,5 bilhões, ante US\$537 milhões, no mesmo período de 2001. Esse resultado decorreu da expansão de 22,1% nas exportações, que somaram US\$11,6 bilhões, simultaneamente ao decréscimo de 9,3% nas importações, para US\$8,1 bilhões.



11. O ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos (IED), no terceiro trimestre do ano, totalizou US\$3 bilhões, correspondendo a 56,6% dos ingressos ocorridos no mesmo período de 2001. O aporte de IED no bimestre outubro-novembro somou US\$2,1 bilhões, permitindo o financiamento integral do déficit nas transações correntes do período. Em relação a igual período de 2001, houve decréscimo de 39,7% nos ingressos líquidos dessa categoria.



12. As reservas internacionais, no conceito de liquidez internacional, totalizaram US\$35,6 bilhões, em novembro, com redução de US\$1,6 bilhão comparativamente a novembro do ano precedente.



B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2002

13. Os agregados monetários restritos, considerada a média dos saldos diários, ultrapassaram os limites superiores estabelecidos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2002. Dessa forma, o Conselho Monetário Nacional (CMN), conforme preconiza o parágrafo 2º do art. 4º da Lei 9.069/95, autorizou o realinhamento dos limites de sua emissão, tendo como referência o terceiro trimestre de 2002.

14. O crescimento fora dos padrões sazonais assinalado no período esteve associado à migração de recursos dos Fundos de Investimento Financeiro (FIF) para outras modalidades de aplicações financeiras e para depósitos à vista e papel-moeda em poder do público; ao crédito, nas contas vinculadas do FGTS, do complemento de atualização monetária resultante da aplicação no período de 1º de dezembro de 1988 a 28 de fevereiro de 1989 (Plano Verão) e durante o mês de abril de 1990 (Plano Collor); e as liberações, não previstas inicialmente, para titulares de contas vinculadas do FGTS com saldo igual ou inferior a R\$100.

15. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$58,2 bilhões em setembro, expansão mensal de 3,4% e anual de 28,9%. As reservas bancárias expandiram 4,1% em relação ao mês anterior e 28,2% em doze meses, situando-se em R\$20,3 bilhões. Na mesma base de comparação, o papel moeda emitido registrou crescimentos de 3% e de 29,2%, respectivamente, atingindo R\$37,8 bilhões.

16. Os meios de pagamento (M1) totalizaram R\$87 bilhões em setembro, registrando taxas de crescimento de 3% no mês e de 27,2% em doze meses. Esse resultado refletiu expansões de 4,8% e de 28,3% no papel-moeda em poder do público e de 1,9% e de 26,6% nos depósitos à vista, consideradas as mesmas bases de comparação.



17. Os saldos dos agregados monetários ampliados atenderam os limites estabelecidos na programação monetária para o terceiro trimestre. Assim, a base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, expandiu-se 7,5% em setembro, alcançando R\$772,7 bilhões. A expansão de 19,6% em 12 meses da base ampliada refletiu aumentos nos saldos de títulos do Tesouro Nacional, 35,7%, e na base restrita, 33,6%, enquanto o saldo de títulos do Banco Central reduziu-se 42,8%.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2002^{1/}

Discriminação	Previsto		Revisado ^{2/}	Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{3/}		R\$ bilhões	R\$ bilhões
M1 ^{4/}	72,4-85,0	15,1	102,0	87,0	27,2
Base restrita ^{4/}	49,1-57,7	18,3	69,2	58,2	28,9
Base ampliada ^{5/}	659,3-774,0	10,9		772,7	19,6
M4 ^{5/}	746,8-876,6	8,7		776,7	4,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Refere-se ao novo limite autorizado pela CVM, em 19.9.2002.

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

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

5/ Saldos em fim de período.

18. No que se refere ao M4, dados preliminares indicam expansão de 1,7% em setembro, totalizando R\$776,7 bilhões. Em 12 meses, verificou-se aumento de 4%.

19. As operações com títulos públicos federais no terceiro trimestre deste ano, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, implicaram expansão monetária de R\$41,2 bilhões. No mercado primário, verificou-se resgate líquido de papéis, dos quais R\$23,3 bilhões em títulos do Banco Central e R\$13,6 bilhões em colocações do Tesouro Nacional. No mercado secundário, a compra líquida de títulos totalizou R\$31,4 bilhões.

20. O Comitê de Política Monetária (Copom) reduziu, em 18 de julho, a meta para a taxa de juros Selic em 50 pontos básicos, para 18% a.a., decisão consistente com o cenário de previsão de inflação para 2003 abaixo da meta. No bimestre subsequente a taxa foi mantida, reflexo do crescimento das incertezas na economia, registrando-se que em setembro foi retirado o viés de baixa.

C. Política monetária no bimestre outubro-novembro de 2002

21. A base monetária restrita, calculada pelo conceito de média dos saldos diários, somou R\$61,3 bilhões em novembro, expansão de 1,2% no mês e de 34,6% em 12 meses. Dentre seus componentes, as reservas bancárias declinaram 1,6% em relação ao mês anterior e cresceram 31,8% em 12 meses, situando-se em R\$20,6 bilhões. Na mesma base de comparação, o papel moeda emitido registrou crescimentos de 2,7% e 36%, atingindo R\$40,7 bilhões.

22. A base monetária ampliada permaneceu estável em novembro, totalizando R\$775,7 bilhões. Em 12 meses, a expansão do agregado alcançou 20,6%.

23. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$91,3 bilhões em novembro, expandindo-se 1,5% no mês e 33,2% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2002 e ocorridos no período outubro/novembro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	93,5-126,5	39,4	91,3	33,2
Base restrita ^{3/}	65-87,9	44,6	61,3	34,6
Base ampliada ^{4/}	669,8-906,1	21,8	775,7	20,6
M4 ^{4/}	698,8-945,4	8,7	797,5	5,2

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.

meses. O papel-moeda em poder do público atingiu R\$34,5 bilhões, representando expansão de 2,1% no mês e de 35,7% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista registraram elevações de 1,1% no mês e de 31,7% em 12 meses, totalizando R\$56,8 bilhões.

24. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$797,5 bilhões, registrando incremento de 1,1% no mês e de 5,2% em 12 meses.

25. As operações com títulos públicos federais, no bimestre outubro-novembro, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em expansão monetária de R\$25 bilhões. No mercado primário, os regastes líquidos totalizaram R\$24,4 bilhões, dos quais R\$13,8 bilhões em títulos do Tesouro Nacional e R\$10,6 bilhões em títulos do Banco Central. No mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto expansionista de R\$585 milhões.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
17.1.2001	-	15,25
14.2.2001	-	15,25
21.3.2001	-	15,75
18.4.2001	-	16,25
23.5.2001	-	16,75
20.6.2001	-	18,25
18.7.2001	-	19,00
22.8.2001	-	19,00
19.9.2001	-	19,00
17.10.2001	-	19,00
21.11.2001	-	19,00
19.12.2001	-	19,00
23.1.2002	-	19,00
20.2.2002	-	18,75
20.3.2002	-	18,50
17.4.2002	-	18,50
22.5.2002	-	18,50
19.6.2002	-	18,50
17.7.2002	-	18,00
21.8.2002	-	18,00
18.9.2002	-	18,00
14.10.2002	-	21,00
23.10.2002	-	21,00
20.11.2002	-	22,00
18.12.2002	-	25,00

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

26. Em reunião extraordinária de 14 de outubro, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a meta para a taxa Selic em 300 pontos básicos, fixando-a em 21% a.a., justificado pelo recente aumento dos preços e piora das expectativas inflacionárias decorrentes principalmente da depreciação acentuada do câmbio. Objetivando evitar o comprometimento da meta para a inflação em 2003, a meta da taxa Selic foi elevada para 22% a.a. em novembro e, adicionalmente, para 25% a.a., em dezembro.

D. Perspectivas para 2003

27. A atividade econômica tem apresentado crescimento gradual e contínuo ao longo do ano, conforme sinalizado pela evolução das taxas de variação do PIB trimestral, nos três primeiros trimestres do ano. Tal evolução espelha, em parte, a expansão da demanda interna por consumo, até agosto concentrada em bens de consumo semi e não-duráveis, e o crescimento das exportações.

28. As liberações do FGTS e a renda agrícola auferida neste ano são fatores que determinaram esses movimentos, neutralizando, em parte, as quedas nos salários e rendimentos reais e a estabilidade registrada na demanda por crédito no sistema bancário, vinculada às incertezas de ordem externa e interna que refletiram-se no crescimento da aversão ao risco por parte dos diversos agentes. Nesse contexto, mantiveram-se postergadas as decisões de investimento por parte das empresas, bem como as de consumo de bens de maior valor unitário, por parte das famílias.

29. Embora os estímulos proporcionados por alguns desses fatores venham a arrefecer, para os próximos meses é possível delinear um cenário favorável à continuidade da expansão econômica. O ajuste de estoques observado no segmento industrial, o nível de inadimplência relativamente baixo, a perspectiva de menor comprometimento do 13º salário proporcionado pelos desembolsos do FGTS, e a recuperação das expectativas dos consumidores e empresários, são elementos que contribuem nesse sentido.

30. Adicionalmente, a consolidação da recuperação da economia norte-americana e a normalização dos mercados internacionais deve arrefecer o movimento de fuga para qualidade que voltou a predominar no mercado nos momentos de maiores incertezas e turbulências. Nesse contexto, deverá ser gradualmente recomposto o volume de recursos externos disponibilizado aos países emergentes que persigam políticas monetária e fiscal sadias.

31. Esse movimento será favorecido pela capacidade de ajuste da conta transações correntes do balanço de pagamentos, que, expressa como proporção do PIB, declinou de 4,61%, em 2001, para 1,89%, no ano subsequente. A expectativa para 2003 é de continuidade dessa tendência. A contribuição mais expressiva para esse desempenho decorreu do resultado favorável da balança comercial, embora as despesas líquidas com serviços, onde a conta viagens internacionais, tradicionalmente deficitária, apresentou resultados positivos no final de 2002, também desempenhassem papel importante. Mesmo o envio de renda para o exterior, variável com rigidez estrutural, deve encerrar o ano abaixo de US\$19 bilhões, confirmando a interrupção da trajetória crescente ocorrida após a flutuação da taxa de câmbio.

32. Em relação à demanda por investimento, a maior parte dos indicadores reagiu negativamente às incertezas que caracterizaram o período, bem como ao menor

dinamismo da atividade, comparativamente às expectativas que prevaleciam no início de 2002. Constituíram-se exceções a produção de bens de capital direcionada para a agricultura e transporte, bem como para atender a demanda de segmentos da indústria por equipamentos não-seriados, que responde mais lentamente a mudanças de cenário. Adicionalmente, a partir de agosto, a produção de insumos para a construção passou a apresentar resultados positivos, evidenciando recuperação já captada pelo PIB do terceiro trimestre, haja vista que a queda de 7,4% registrada por esse subsetor ao final do primeiro semestre reduziu-se para 5,3%, quando incorporado mais um trimestre. Estimativa para o ano aponta continuidade dessa tendência, com taxa negativa de 2,8% para a construção civil.

33. Os resultados menos favoráveis dos indicadores da demanda por investimento repercutiram em queda da participação da formação bruta de capital fixo no PIB, que manteve tendência declinante presente desde o segundo trimestre de 2001, quando atingira 20,2%, ante 18,5% estimados para o final do terceiro trimestre de 2002.

34. Assinale-se ainda, quanto à trajetória do mercado de trabalho, a evolução favorável detectada pela maior parte dos indicadores disponíveis, que, entretanto, tem sido insuficiente para absorver a oferta de mão-de-obra, provocando elevação da taxa de desemprego, comparativamente aos níveis registrados em 2001.

35. Nesse contexto, a análise dos índices de preços evidencia que a recente aceleração inflacionária teve como causas, até o momento, fatores estritamente relacionados à oferta. Os efeitos da depreciação cambial, observada desde abril, e o agravamento dos impactos da entressafra agrícola, nos últimos dois meses, responderam pela maior parcela das taxas registradas. Nesse sentido, a evolução dos preços dos serviços constitui-se em indicativo da ausência de mecanismos de inércia ou de indexação. Contudo, há que se considerar a perspectiva de que o crescimento do nível de atividade e a recuperação da confiança dos consumidores, recém verificada, motivem aumentos futuros de preços em segmentos que não tenham sido impactados diretamente pelos choques de oferta.

36. A despeito dessa possibilidade, as taxas de inflação devem arrefecer a partir dos resultados de dezembro, haja vista a superação do período mais crítico da entressafra e a perspectiva mais favorável para o comportamento do câmbio. Apontam nesse sentido os resultados parciais dos índices de preços que avançam sobre dezembro. Esse arrefecimento, entretanto, tende a ser gradual devido a efeitos defasados sobre os preços ao consumidor, da depreciação cambial e dos aumentos dos preços no atacado decorrentes da entressafra.

37. Ressalte-se, ainda, a importância da continuidade do processo de consolidação fiscal empreendido nos últimos anos. Nesse cenário, os resultados fiscais superavitários apresentados em todos os níveis de governo, contribuem para que a dinâmica da dívida líquida do setor público se mantenha em trajetória sustentável, embora registrando oscilações decorrentes de pressões advindas do mercado de câmbio. A continuidade desse esforço

fiscal, aliada à percepção positiva quanto ao compromisso com a manutenção da estabilidade, contribuirão para a melhoria na percepção do risco-país e para a consolidação de uma trajetória declinante da dívida nos próximos meses.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano 2003

38. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2003 é consistente com o atual regime de política monetária, baseado em metas para a inflação, bem como com o comportamento esperado para a renda nacional, as taxas de juros, as operações de crédito e demais indicadores pertinentes.

Quadro 3. Programação monetária para 2003^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	83,9 - 113,5	34,3	110,3 - 149,2	20,0
Base restrita ^{3/}	56,4 - 76,3	34,3	72,5 - 98,0	15,6
Base ampliada ^{4/}	697,3 - 943,4	23,1	779,4 - 1054,4	16,6
M4 ^{4/}	719,5 - 973,5	11,1	812,9 - 1099,8	17,2

1/ Refere-se ao último mês do período.

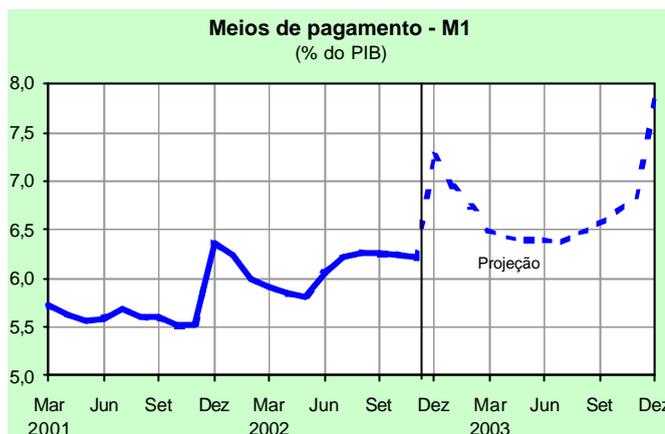
2/ Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

39. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos de correção de erros para a demanda por seus componentes, com cenários compatíveis com as metas para a inflação, inclusive com o desvio dentro de seu intervalo para o ano, a fim de acomodar o realinhamento de preços em curso. Considerou-se também o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic, os prováveis impactos das operações de crédito e componentes de tendência e de sazonalidade característicos daqueles agregados. Em decorrência, a variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 34,3% para março e em 20% para dezembro de 2003.

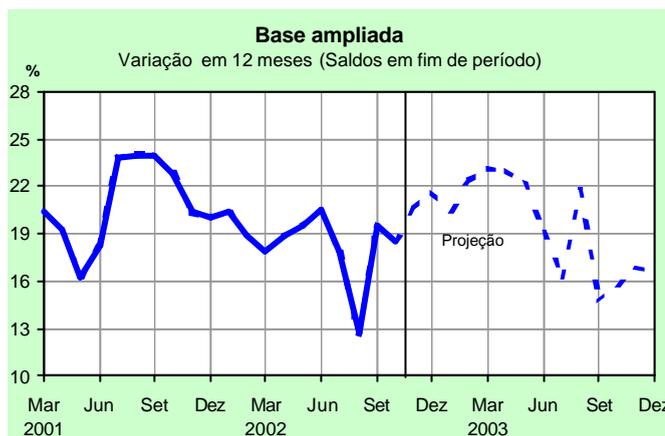
40. O comportamento projetado para os meios de pagamento para o primeiro trimestre de 2003 considerou, ainda, as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar nº 110, de 29.6.2001. Em relação a esses créditos complementares, projeta-se ingresso de R\$3,1 bilhões no trimestre. Considera-se ainda para a expansão dos meios de pagamento a ampliação dos gastos com programas sociais do governo.



41. A partir do comportamento estimado para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que determinam a demanda por meio circulante e por reservas bancárias para uma dada sistemática de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se crescimento em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 34,3% em março e 15,6% em dezembro de 2003.



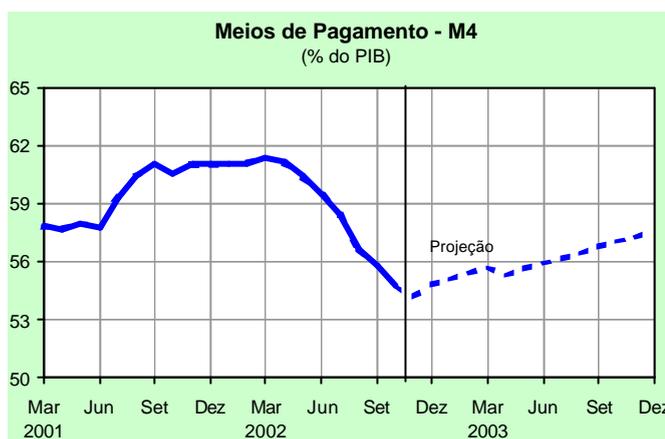
42. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas por meio de simulação que pressupõe a neutralização dos fatores condicionantes de impacto monetário indesejado na base monetária restrita. Nesse sentido, adotam-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e ajustes patrimoniais envolvendo emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados das simulações indicam variação em 12 meses de 23,1% em março e de 16,6% em dezembro de 2003.



43. Para os meios de pagamento ampliados, as projeções de seu conceito mais abrangente consideram cenário para a capitalização de seus componentes e para os fatores condicionantes de seu crescimento primário, correspondentes 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 11,1% em março e a 17,2% em dezembro de 2003.



44. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo de 2003, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



45. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre setembro/outubro de 2002, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre de 2003.

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

Discriminação	2002		2003 ^{2/}			
	Outubro-Novembro		Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	91,3	33,2	98,7	34,3	129,7	20,0
Base restrita ^{4/}	61,3	34,6	66,3	34,3	85,2	15,6
Base ampliada ^{5/}	775,7	20,6	820,3	23,1	916,9	16,6
M4 ^{5/}	797,5	5,2	846,5	11,1	956,3	17,2

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2002		2003			
	Outubro-Novembro		Primeiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,489	-1,0	1,488	0,0	1,522	3,8
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,363	0,3	0,370	2,8	0,349	-3,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,378	1,9	0,367	-3,2	0,366	-4,4
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,028	-12,7	1,032	-9,7	1,043	0,5

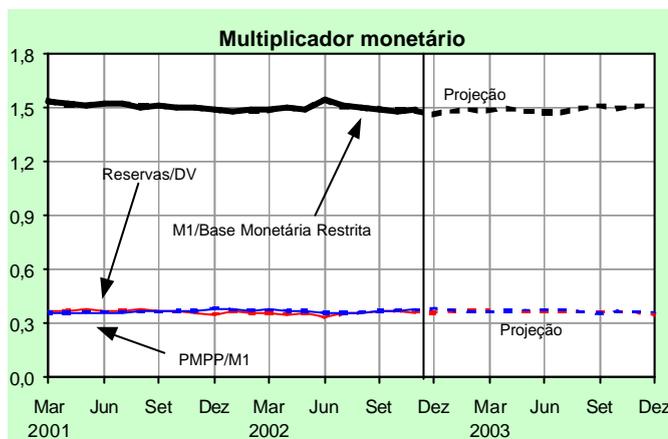
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

47. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar variação acentuada ao longo de 2003.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2002^{1/}

Discriminação	Previsto		Revisado ^{2/}	Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{3/}	R\$ bilhões	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{4/}	72,4-85,0	15,1	102,0	87,0	27,2
Base restrita ^{4/}	49,1-57,7	18,3	69,2	58,2	28,9
Base ampliada ^{5/}	659,3-774,0	10,9		772,7	19,6
M4 ^{5/}	746,8-876,6	8,7		776,7	4,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Refere-se ao novo limite autorizado pela CVM, em 19.9.2002.

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

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

5/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2002 e ocorridos no período outubro/novembro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	93,5-126,5	39,4	91,3	33,2
Base restrita ^{3/}	65-87,9	44,6	61,3	34,6
Base ampliada ^{4/}	669,8-906,1	21,8	775,7	20,6
M4 ^{4/}	698,8-945,4	8,7	797,5	5,2

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 2003^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões			
	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	83,9 - 113,5	34,3	110,3 - 149,2	20,0
Base restrita ^{3/}	56,4 - 76,3	34,3	72,5 - 98,0	15,6
Base ampliada ^{4/}	697,3 - 943,4	23,1	779,4 - 1054,4	16,6
M4 ^{4/}	719,5 - 973,5	11,1	812,9 - 1099,8	17,2

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.

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

Discriminação	2002		2003 ^{2/}			
	Outubro-Novembro		Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	91,3	33,2	98,7	34,3	129,7	20,0
Base restrita ^{4/}	61,3	34,6	66,3	34,3	85,2	15,6
Base ampliada ^{5/}	775,7	20,6	820,3	23,1	916,9	16,6
M4 ^{5/}	797,5	5,2	846,5	11,1	956,3	17,2

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.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2002		2003			
	Outubro-Novembro		Primeiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,489	-1,0	1,488	0,0	1,522	3,8
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,363	0,3	0,370	2,8	0,349	-3,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,378	1,9	0,367	-3,2	0,366	-4,4
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,028	-12,7	1,032	-9,7	1,043	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.