

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico - DEPEC

Programação Monetária

2004

Setembro – 2004

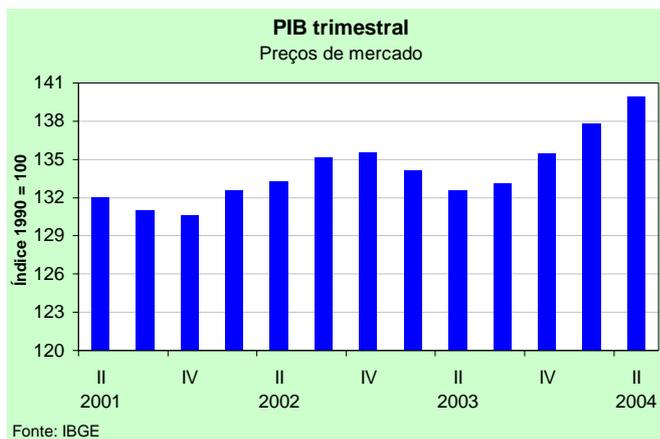


BANCO CENTRAL DO BRASIL

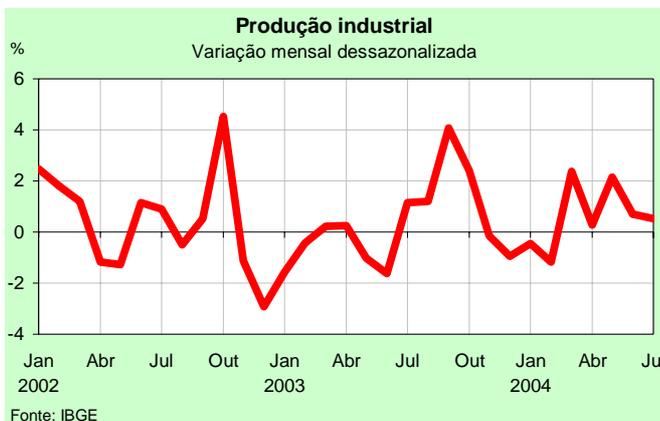
Programação Monetária para o quarto trimestre de 2004

A. A economia brasileira no terceiro trimestre de 2004

1. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 1,49% no segundo trimestre de 2004, relativamente ao trimestre anterior, quarta variação trimestral positiva consecutiva, considerada a série dessazonalizada divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). O desempenho do PIB refletiu crescimentos de 2,49% no setor de serviços e de 0,24% na indústria, enquanto o produto do setor agropecuário declinou 0,30%. No primeiro semestre, o PIB registrou aumento de 4,21% ante igual período do ano anterior, com taxas positivas em todos os setores: agropecuária, 5,68%; indústria, 4,72%; e serviços, 2,82%.



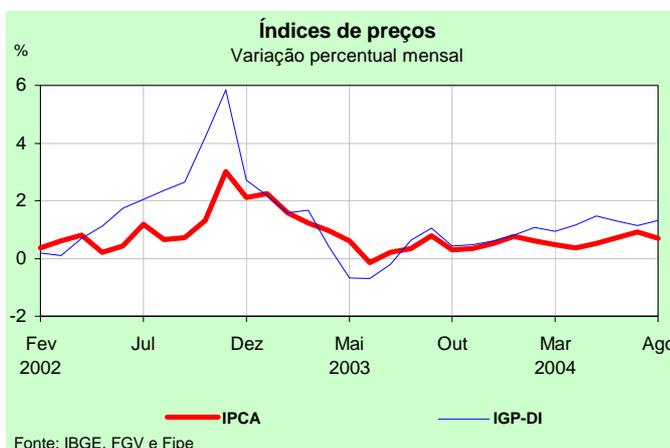
2. A indústria vem apresentando taxas de crescimento expressivas nos últimos meses, sustentadas pela consolidação da retomada da demanda doméstica e pela continuidade do excelente desempenho exportador. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal (PIM), do IBGE, no trimestre maio a julho a produção industrial expandiu 3,8%, ante o trimestre encerrado em abril, dados dessazonalizados. Considerando a comparação entre a produção acumulada nos sete primeiros meses de 2004 e 2003, a expansão alcançou 7,8%. Esses resultados refletem o avanço da indústria de transformação, que apresentou taxas de crescimento de 3,6% no trimestre e de 8,2% no acumulado do ano, e a relativa estabilidade da indústria extrativa, cujo produto cresceu 0,2% e 0,5% nas mesmas bases de comparação.



3. Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o Índice de Volume de Vendas no Varejo registrou alta de 2,6% no trimestre encerrado em julho, ante o trimestre anterior, considerada a série dessazonalizada. Assinale-se que, em julho, o indicador apresentou o sétimo crescimento mensal consecutivo.



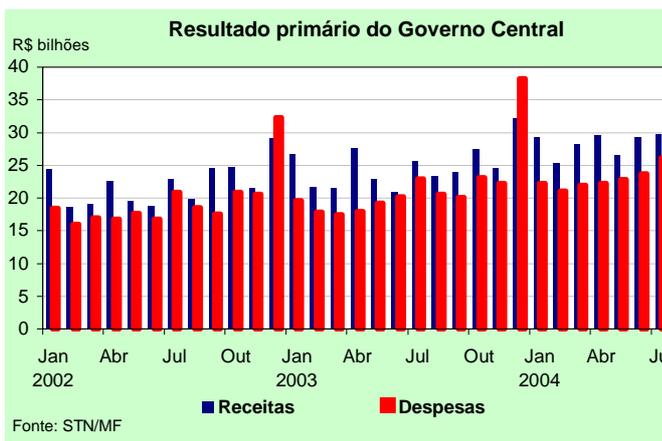
4. O Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), da Fundação Getúlio Vargas, elevou-se 3,8% no trimestre encerrado em agosto, ante 3,6%, no trimestre encerrado em maio. Os preços no atacado permaneceram como os principais responsáveis pela elevação do índice geral. Considerados os componentes do IGP-DI, o Índice de Preços por Atacado (IPA-DI) registrou crescimento de 4,6% no período, ante 4,4% no trimestre anterior, enquanto o Índice de Preços ao Consumidor - Brasil (IPC-Br) variou 2,2% e o Índice Nacional da Construção Civil (INCC), 2,7%, comparativamente a 1,5% e 3,6%, respectivamente, no trimestre encerrado em maio. O IPCA acumulou crescimento de 2,3% no trimestre junho a agosto, registrando a maior média trimestral do ano. Os itens monitorados - telefonia fixa, energia elétrica, transporte urbano e combustíveis - foram os principais responsáveis por esse comportamento. Adicionalmente, os preços dos alimentos, após apresentarem elevação de 0,3% no trimestre março a maio, voltaram a pressionar significativamente o índice, variando 2,3% no trimestre encerrado em agosto. O IPCA acumulou crescimento de 5,14% nos oito primeiros meses do ano.



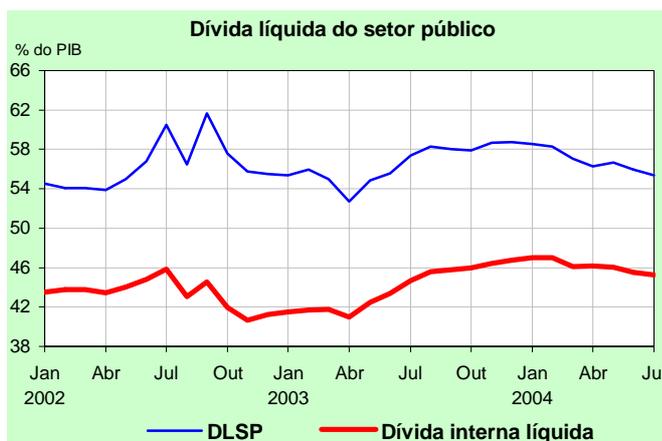
5. A taxa de desemprego aberto, apurada pela PME, registrou quedas mensais sucessivas após abril, mês em que atingiu o pico de 13,1%, recuando para 11,2% em julho. Como resultado dessa evolução, a taxa de desemprego média nos sete primeiros meses de 2004 situou-se 0,2 p.p. abaixo da registrada em igual período de 2003. Ressalte-se que a redução do desemprego desde abril decorreu, principalmente, da geração de novos postos de trabalho, com a população economicamente ativa mantendo-se estável nesse período. Segundo a PME, foram criados 346,6 mil postos no trimestre maio a julho, em contraste com a eliminação de 43,5 mil empregos no período correspondente de 2003.



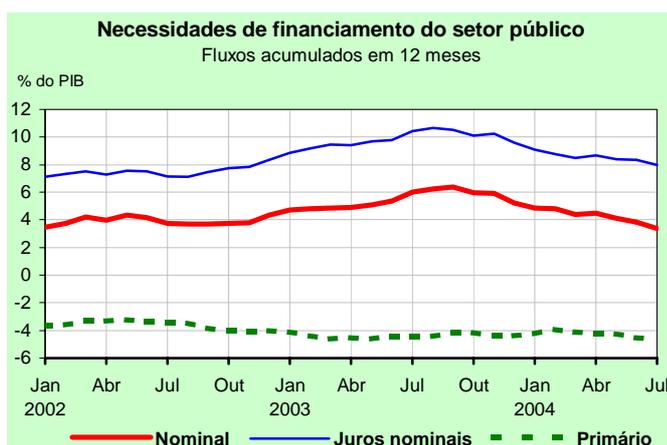
6. O superávit primário do governo central atingiu R\$3,6 bilhões em julho, comparativamente a R\$5,7 bilhões no mês anterior, totalizando R\$38 bilhões, 4,02% do PIB, nos sete primeiros meses de 2004, ante R\$32,1 bilhões, 3,77% do PIB, em igual período de 2003. O superávit primário de julho decorreu do resultado positivo de R\$5,9 bilhões do Tesouro Nacional (TN) e do déficit de R\$2,3 bilhões do Regime Geral da Previdência Social (RGPS). A receita líquida total do Governo Central alcançou R\$29,8 bilhões em julho, ante despesa total de R\$26,1 bilhões. As transferências a estados e municípios somaram R\$5,3 bilhões.



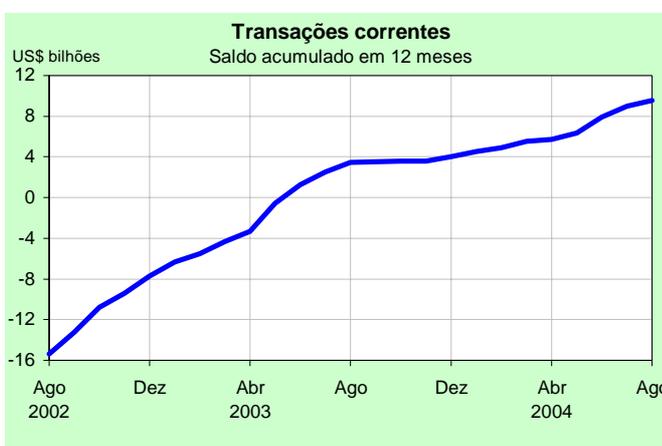
7. A dívida líquida do setor público (DLSP) situou-se em R\$945,7 bilhões em julho, comparativamente a R\$948,2 bilhões, em junho. Considerando-se a relação com o PIB, verificou-se retração de 56% para 55,3%, entre junho e julho. A dívida interna líquida correspondeu a R\$773,6 bilhões, 45,3% do PIB, e a dívida externa líquida a R\$172,1 bilhões, 10,1% do PIB, em julho. Entre os componentes da DLSP, a parcela relativa ao governo federal somou R\$385,6 bilhões, 22,6% do PIB, a dos governos estaduais, R\$280,2 bilhões, 16,4% do PIB, a dos governos municipais, R\$39,7 bilhões, 2,3% do PIB e a das empresas estatais, R\$7,1 bilhões, 0,4% do PIB.



8. As necessidades de financiamento do setor público (NFSP) alcançaram R\$3,8 bilhões em julho, totalizando R\$19,4 bilhões, 2,02% do PIB, nos primeiros sete meses de 2004, ante R\$44,9 bilhões, 5,27% do PIB, em igual período de 2003. Essa evolução refletiu, fundamentalmente, o recuo da taxa básica de juros nesse período, traduzida na contração da apropriação de juros nominais de R\$89,3 bilhões, 10,47% do PIB, de janeiro a julho de 2003, para R\$72,2 bilhões, 7,65% do PIB, no período correspondente de 2004.

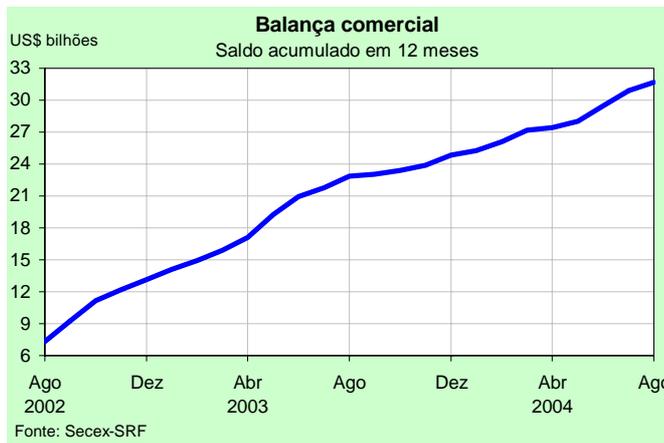


9. A conta transações correntes do balanço de pagamentos acentuou, nos oito primeiros meses de 2004, o desempenho favorável observado no decorrer de 2003. Ressaltem-se a trajetória crescente do superávit comercial, não obstante a elevação das importações, associada ao processo de retomada da atividade econômica, e o crescimento de 14,7% no saldo positivo em transferências unilaterais, registrados nesse período. Mesmo com a ele-



vação das remessas líquidas na conta de rendas, o país obteve superávit em transações correntes de US\$8 bilhões, ante US\$2,5 bilhões, no mesmo período de 2003. Considerando o resultado acumulado em 12 meses, o saldo positivo em transações correntes totalizou US\$9,5 bilhões.

10. Nos primeiros oito meses do ano, as exportações alcançaram US\$61,4 bilhões, superando em 34,8% as registradas no período correspondente de 2003. As importações totalizaram US\$39,4 bilhões e o superávit comercial, US\$22 bilhões. Assinale-se que a corrente de comércio atingiu US\$100,7 bilhões, 32,7% superior ao total relativo ao período janeiro a agosto de 2003. As exportações acumuladas de janeiro a agosto registraram valores recordes para o período,



para as três categorias de produtos. O crescimento das importações também ocorreu de forma generalizada entre as categorias de bens. As compras médias diárias de matérias-primas e bens intermediários, representando cerca de 54% do total das importações, aumentaram 28,2% nos oito primeiros meses de 2004, ante as de igual período do ano anterior, evolução compatível com a aceleração recente da produção industrial e com as perspectivas de intensificação dos investimentos.

11. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos atingiram US\$11,7 bilhões, de janeiro a agosto de 2004, comparativamente a US\$5,7 bilhões no mesmo período de 2003. Registraram-se US\$12,7 bilhões de ingressos na forma de participação e US\$949 milhões de repatriação de empréstimos intercompanhias, ante ingressos de US\$5,2 bilhões e US\$513 milhões, respectivamente, nos primeiros oito meses de 2003.



12. De dezembro de 2003 a agosto de 2004, as reservas internacionais brutas aumentaram US\$298 milhões, para US\$49,6 bilhões, e as reservas internacionais líquidas, US\$4,1 bilhões, para US\$24,6 bilhões. As reservas internacionais líquidas ajustadas, no conceito FMI, aumentaram US\$5,2 bilhões, para US\$22,6 bilhões. As intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, concentradas em janeiro, resultaram em compras de US\$2,6 bilhões. Com relação às operações externas, destacaram-se o desem-



bolso de US\$3 bilhões em bônus da República e o pagamento de US\$11,4 bilhões em serviço da dívida externa, sendo US\$3,9 bilhões em juros e US\$7,6 bilhões em amortizações, incluído o pagamento de US\$2,7 bilhões ao FMI. As liquidações de compras do Tesouro Nacional no mercado cambial, até agosto, com vistas a servir esses compromissos, somaram US\$6,6 bilhões, enquanto as demais operações geraram despesa de US\$1 bilhão.

B. Política Monetária no segundo trimestre de 2004

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

14. A base monetária, no conceito de média dos saldos diários, situou-se em R\$70,8 bilhões em junho, com expansão de 3,2% no mês e de 7,7% no período de 12 meses. O papel-moeda emitido atingiu R\$47,8 bilhões, com crescimentos de 2,7% e 20,2%, na mesma base de comparação. As reservas bancárias cresceram 4,2% em relação ao mês anterior e contraíram-se 11,5% em 12 meses, perfazendo R\$22,9 bilhões.

15. A base monetária ampliada, definida como a soma da base restrita, depósitos compulsórios em espécie e títulos públicos federais fora do Banco Central, expandiu-se 0,7% em junho, alcançando R\$936,3 bilhões no conceito de saldo de final de período. No intervalo de 12 meses, a base monetária ampliada elevou-se 16,4%, em decorrência dos aumentos de 20,8% no saldo de títulos do Tesouro Nacional, de 6,5% no saldo da base restrita e de 9,7% nos depósitos compulsórios. O saldo de títulos do Banco Central decresceu 34,2%.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2004 ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	85,8-116,1	18,3	104,0	21,8
Base restrita ^{3/}	58,5-79,2	4,8	70,8	7,7
Base ampliada ^{4/}	800,1-1082,5	17,0	936,3	16,4
M4 ^{4/}	876,0-1185,1	21,8	1027,9	21,5

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. O saldo médio dos meios de pagamento (M1) alcançou R\$104 bilhões em junho, com crescimentos de 1,4% no mês e de 21,8% em 12 meses. O papel-moeda em poder do público atingiu R\$39,8 bilhões, com acréscimos de 2,9% no mês e de 19% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista expandiram-se 0,5% e 23,5%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação, atingindo R\$64,2 bilhões.

17. O agregado monetário mais amplo, M4, registrou elevação de 1,1% em junho, totalizando R\$1,03 trilhão. Em 12 meses, o aumento atingiu 21,5%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$25,1 bilhões no segundo trimestre. No mercado primário, verificou-se resgate líquido total de US\$27 bilhões, resultado dos resgates líquidos de R\$20,7 bilhões em títulos do Tesouro Nacional e de R\$6,3 bilhões em títulos do Banco Central. No mercado secundário, a venda líquida de títulos totalizou R\$1,9 bilhão.

19. Dada a maior probabilidade de cenário favorável para a trajetória inflacionária, decorrente da intensidade moderada de repasse dos reajustes de preços do setor atacadista para os segmentos de varejo, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu reduzir a meta para a taxa Selic para 16% a.a., sem viés, em abril. Em maio e em junho, a meta para a taxa Selic foi mantida em 16%, sem viés, devido a incertezas quanto aos efeitos das pressões então vigentes sobre variáveis externas relevantes.

C. Política monetária no bimestre julho-agosto de 2004

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, somou R\$72,5 bilhões em agosto, com expansão de 0,7% no mês e de 12,5% no intervalo de 12 meses. Entre seus componentes, o papel-moeda emitido aumentou 0,8% no mês e 22,3% em 12 meses, alcançando R\$49,5 bilhões. As reservas bancárias, com saldo de R\$23

bilhões, registraram elevação de 0,5% em relação ao mês anterior e contraíram-se 4,1% nos últimos 12 meses.

21. A base monetária ampliada permaneceu estável em agosto, totalizando R\$945,6 bilhões. Em 12 meses, a expansão de 13,1% refletiu os aumentos de 23,6% na base restrita, de 13% nos depósitos compulsórios e de 15% nos títulos do Tesouro Nacional. O saldo dos títulos do Banco Central declinou 46%, no período.

22. A média dos saldos diários do M1 alcançou R\$106,3 bilhões em agosto, decrescendo 0,3% no mês e aumentando 23,9% nos últimos 12 meses. O saldo de papel-moeda em poder do público situou-se em R\$41,1 bilhões, expansões de 0,4% no mês e de 21,1% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista reduziram-se 0,7% no mês e cresceram 25,8% nos últimos 12 meses, totalizando R\$65,2 bilhões.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2004 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/}	94,4-127,7	28,9	106,3	23,9
Base restrita ^{3/}	63,2-85,4	26,3	72,5	12,5
Base ampliada ^{4/}	825,4-1116,8	14,6	945,6	13,1
M4 ^{4/}	908,1-1228,6	19,6	1052,2	20,0

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.

23. O saldo de M4 totalizou R\$1,05 trilhão em agosto, com aumento de 1,2% no mês e de 20% 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 bilhões no bimestre julho-agosto. No mercado primário, o Tesouro Nacional e o Banco Central efetuaram resgates líquidos de R\$5 bilhões cada, resultando em impacto expansionista de R\$10 bilhões. No mercado secundário, observou-se impacto expansionista de R\$4,8 bilhões. Adicionalmente, as operações com títulos públicos no extramercado contribuiu com R\$220 milhões para a expansão monetária.

25. Em julho, os membros do Copom avaliaram que a manutenção da taxa de juros básica no nível de 16% a.a., sem viés, permitiria a concretização de cenário benigno para a inflação, com convergência das expectativas de inflação dos agentes privados e da

inflação efetivamente ocorrida para a trajetória das metas estabelecidas pelo CMN. Em agosto, o Comitê declarou-se atento aos desenvolvimentos na trajetória do preço do petróleo e das expectativas de inflação para 2005, e manteve, por unanimidade, a meta para a taxa Selic em 16% a.a., sem viés. Em setembro, o Copom decidiu elevar a taxa Selic para 16,25% a.a., sem viés, iniciando processo de ajuste moderado da taxa básica de juros, de forma que a trajetória da inflação não prejudique a recuperação da renda real, preservando, assim, o crescimento sustentado da economia.

Reunião do Copom	Meta para a taxa Selic ^{1/} (% a.a.)	Aplicação do viés
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	-

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

D. Perspectivas para o quarto trimestre

26. Os indicadores de atividade econômica evidenciaram, ao final do segundo trimestre deste ano, patamar produtivo historicamente elevado. Esses níveis resultaram do processo de recuperação em curso desde 2003, sustentado de início pelo dinamismo exportador e pela expansão do crédito, e gradativamente fortalecido pelo crescimento da renda e do emprego.

27. A partir da consolidação desse quadro, ganham relevância no debate econômico temas pertinentes à sustentabilidade do crescimento. Os fundamentos macroeconômicos, no que diz respeito tanto a indicadores correntes quanto a perspectivas para o futuro, estão no seu conjunto melhor posicionados agora do que estiveram em períodos recentes de retomada vigorosa da atividade, de modo a permitir que o ciclo atual tenha uma continuidade que os anteriores não tiveram. Contribuem para conferir maior

robustez aos fundamentos macroeconômicos do ciclo atual a ocorrência simultânea de um quadro consolidado de responsabilidade fiscal e sustentabilidade da dívida pública, de um ponto de partida confortável para o resultado da conta corrente no balanço de pagamentos, de uma taxa de câmbio real mantida em alinhamento pelas forças de mercado, e de controle da inflação.

28. A maior confiança na solidez dos fundamentos macroeconômicos, reforçada por medidas de natureza microeconômica que contribuam para gerar um ambiente favorável aos negócios, contribuirá para que se concretizem os investimentos necessários a uma trajetória mais regular e acelerada de crescimento. A evolução recente de indicadores de formação de capital e de intenções de investimento é consistente com o início desse processo.

29. As operações de crédito do sistema financeiro, no trimestre junho a agosto, mantiveram a trajetória ascendente observada ao longo dos últimos meses, tendência consistente com a evolução do nível da atividade econômica. O aumento observado ocorreu nas operações contratadas com pessoas jurídicas lastreadas em recursos domésticos, enquanto, por parte das famílias, continuou a prevalecer a maior procura por crédito pessoal e por financiamento de bens de consumo em detrimento do crédito rotativo. Ao mesmo tempo, prevaleceu o movimento de normalização do endividamento bancário, evidenciado na redução das taxas de inadimplência, em especial por parte das famílias, favorecida tanto pela migração para operações com taxas de juro mais reduzidas como pelo crescimento da renda e do emprego.

30. Os resultados fiscais observados até julho situaram-se em níveis compatíveis com as metas fixadas para o ano. Além disso, registrou-se menor dependência do desempenho das empresas estatais, cuja participação no superávit do setor público registrou queda em relação aos anos anteriores. Os governos responderam pelo aumento do superávit acumulado no ano, que resultou de uma combinação de aumento da arrecadação, sobretudo decorrente do nível de atividade, redução de gastos de pessoal e encargos, e aumento de despesas de custeio e investimento.

31. No que se refere à relação dívida/PIB, assinala-se a queda registrada no ano, correspondente a 3,4 p.p. do PIB. A continuidade do equilíbrio fiscal em todos os segmentos do setor público, a redução da taxa Selic em relação aos níveis praticados em 2003 e o crescimento do PIB são os principais fatores responsáveis pelo decréscimo registrado naquela relação. Esses mesmos fatores, aliados à menor vulnerabilidade da dívida às oscilações da taxa de câmbio, deverão continuar contribuindo para a queda da proporção dívida/PIB.

32. Nos primeiros oito meses do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$22 bilhões e os ingressos líquidos relativos às transferências unilaterais correntes alcançaram R\$2,2 bilhões, representando acréscimo, em conjunto, de R\$7,1 bilhões em

relação ao registrado no mesmo período de 2003. Mesmo com a elevação das remessas líquidas na conta de rendas, o superávit em transações correntes atingiu US\$8 bilhões, ante US\$2,5 bilhões, no mesmo período de 2003. Considerando o resultado acumulado em 12 meses, o superávit em transações correntes totalizou US\$9,5 bilhões.

33. As expectativas são de continuidade na obtenção de resultados significativos nas exportações. Deverá contribuir, nesse sentido, a perspectiva mais favorável quanto ao ritmo da retomada do nível da atividade da economia mundial no segundo semestre de 2004, fortalecida pelo limitado impacto representado pelo comportamento dos preços do petróleo nas economias mais desenvolvidas, sobretudo considerando-se episódios passados, e pela tendência de sua superação até o final do ano, se confirmadas as estimativas de estabilização das cotações. Adicionalmente, o bom desempenho corporativo nas principais áreas econômicas, sobretudo Estados Unidos e Japão, favorece a sustentabilidade do crescimento da economia mundial.

34. O crescimento observado nas importações ao longo deste ano é consistente com o cenário de retomada da atividade econômica.

35. Os fluxos de investimentos estrangeiros diretos líquidos apresentaram recuperação no bimestre julho-agosto. Essa tendência deverá ser fortalecida pela confirmação do cenário de elevação moderada dos juros norte-americanos e a pela percepção mais favorável em relação às economias emergentes.

36. Tanto o comportamento recente dos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, quanto as taxas de rolagem do setor privado, ainda que neste último caso inferiores aos valores verificados em meses anteriores, vêm contribuindo para afastar eventuais incertezas quanto ao financiamento das contas externas. Fortalecendo as perspectivas favoráveis para a evolução das contas externas, a manutenção do fluxo positivo registrado no mercado de câmbio contratado nos oito primeiros meses do ano permite sustentar a expectativa de que não haverá dificuldades para o financiamento do balanço de pagamentos, tanto nos meses restantes de 2004, quanto ao longo do próximo ano.

37. A aceleração da inflação no período de junho a agosto contou com contribuições importantes dos reajustes de preços monitorados e dos preços dos alimentos *in natura*. Embora esses aumentos específicos reflitam choques climáticos sazonais e cláusulas de reajustes de contratos de concessão, mesmo medidas de tendência subjacente da inflação que não sofram sua influência, como os núcleos por exclusão de alimentos no domicílio e preços administrados, encontram-se relativamente estabilizados em patamares elevados em relação à trajetória das metas para a inflação.

38. Deve-se mencionar também que as pressões decorrentes da evolução dos preços internacionais do petróleo e derivados, presentes ao longo dos últimos meses, têm constituído importante fator de risco para o cenário doméstico de inflação. Embora a

condução da política monetária venha incorporando, em suas projeções, alguma margem para impactos inflacionários de eventuais aumentos de combustíveis, o mercado internacional permanece volátil e ainda não permite discernir com clareza uma tendência firme para as cotações.

39. Finalmente, a deterioração das expectativas de inflação dos agentes privados para 2004 e para 2005, que resultou inicialmente da depreciação cambial do segundo trimestre, prosseguiu no terceiro trimestre por força de revisões nas projeções para o IGP e para preços administrados, inclusive pelo risco representado pela defasagem do preço doméstico da gasolina. Algum impulso adicional adveio da constatação de que a tendência subjacente da inflação, conforme capturada nas diversas medidas de núcleo, encontra-se relativamente estabilizada em níveis elevados, e das revisão das projeções para o crescimento da economia. A noção de que fatores ligados à demanda doméstica deverão ganhar importância relativa na definição da dinâmica dos preços contribui para gerar resistência das expectativas de inflação a um recuo em resposta à tendência mais recente de apreciação cambial.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2004

40. A programação dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2004 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 2004^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	108,7 - 147	21,9
Base restrita ^{3/}	73,6 - 99,6	22,4
Base ampliada ^{4/}	880-1190,6	16,7
M4 ^{4/}	954,2-1291	16,9

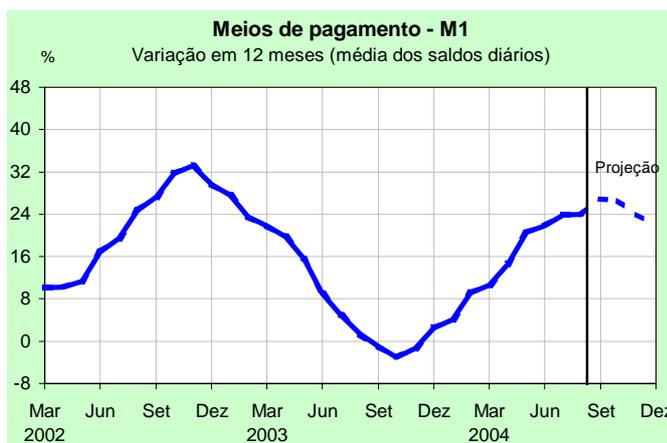
1/ Refere-se ao último mês do período.

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.

41. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerou-se também 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 21,9% para dezembro de 2004.



42. Para a previsão dos meios de pagamento, foram consideradas, ainda, a continuidade da recuperação da atividade econômica e o crescimento das operações de crédito do sistema financeiro. Tomou-se por base, também, as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar nº 110, de 29.6.2001, e o pagamento das restituições de imposto de renda.

43. Tendo em vista as projeções realizadas 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 22,4% para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2004, no período de 12 meses.



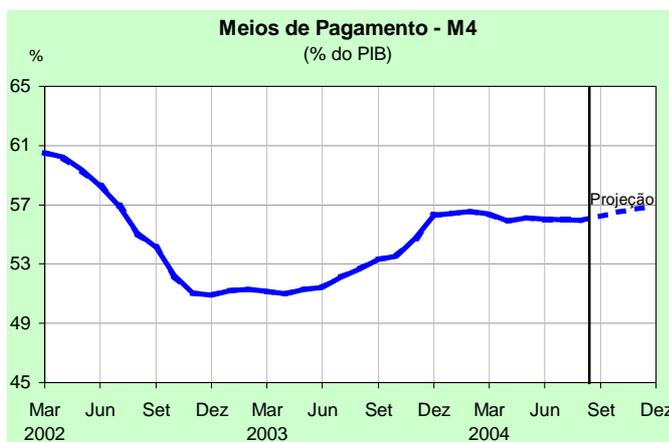
44. As projeções da base monetária ampliada, que consiste em medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em 12 meses de 16,7% em dezembro de 2004.



45. 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 16,9% em dezembro de 2004.



46. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo de 2004, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis.



47. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho/agosto de 2004, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2004.

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

Discriminação	2003		2004			
	Ano		Julho/Agosto		Ano ^{2/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	104,9	2,5	106,3	23,9	127,8	21,9
Base restrita ^{4/}	70,8	1,3	72,5	12,4	86,6	22,4
Base ampliada ^{5/}	886,9	12,6	945,6	13,1	1035,3	16,7
M4 ^{5/}	960,1	18,9	1 052,3	20,0	1 122,6	16,9

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2003		2004			
			Julho/Agosto		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,481	1,2	1,466	10,2	1,476	-0,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,327	-8,4	0,353	-23,8	0,327	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,397	0,5	0,387	-2,3	0,401	1,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,082	5,6	1,113	6,1	1,084	0,2

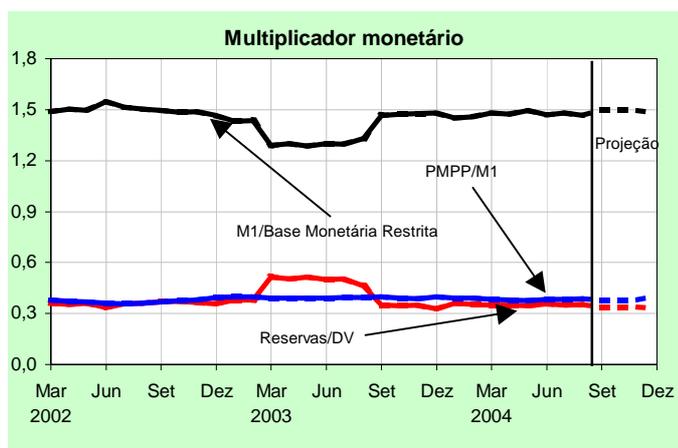
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

49. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada, em qualquer direção, ao longo de 2004.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2004 ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	85,8-116,1	18,3	104,0	21,8
Base restrita ^{3/}	58,5-79,2	4,8	70,8	7,7
Base ampliada ^{4/}	800,1-1082,5	17,0	936,3	16,4
M4 ^{4/}	876,0-1185,1	21,8	1027,9	21,5

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 2004 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/}	94,4-127,7	28,9	106,3	23,9
Base restrita ^{3/}	63,2-85,4	26,3	72,5	12,5
Base ampliada ^{4/}	825,4-1116,8	14,6	945,6	13,1
M4 ^{4/}	908,1-1228,6	19,6	1052,2	20,0

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 3. Programação monetária para 2004^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões	
	Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	108,7 - 147	21,9
Base restrita ^{3/}	73,6 - 99,6	22,4
Base ampliada ^{4/}	880-1190,6	16,7
M4 ^{4/}	954,2-1291	16,9

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	2003		2004		2004 ^{2/}	
	Ano		Julho/Agosto		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	104,9	2,5	106,3	23,9	127,8	21,9
Base restrita ^{4/}	70,8	1,3	72,5	12,4	86,6	22,4
Base ampliada ^{5/}	886,9	12,6	945,6	13,1	1035,3	16,7
M4 ^{5/}	960,1	18,9	1 052,3	20,0	1 122,6	16,9

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	2003		2004			
	Ano		Julho/Agosto		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,481	1,2	1,466	10,2	1,476	-0,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,327	-8,4	0,353	-23,8	0,327	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,397	0,5	0,387	-2,3	0,401	1,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,082	5,6	1,113	6,1	1,084	0,2

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.