

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico - DEPEC

Programação Monetária

2004

Dezembro - 2003

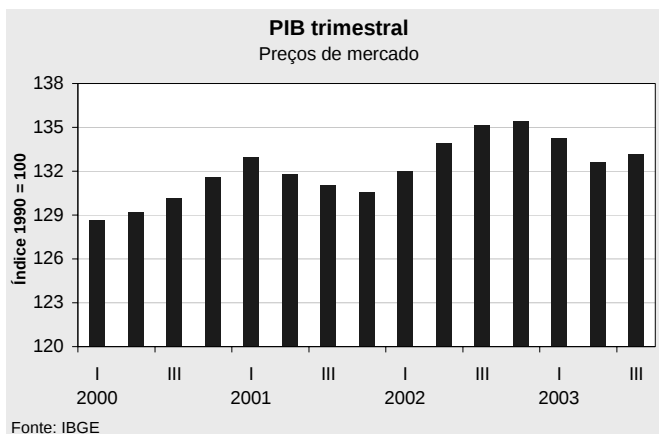


BANCO CENTRAL DO BRASIL

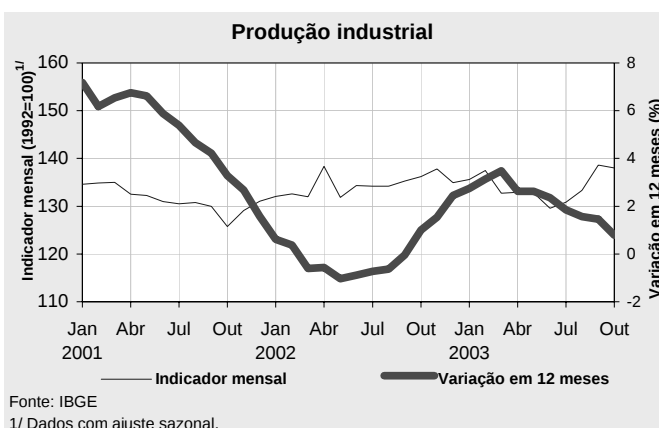
Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano 2004

A. A economia no quarto trimestre de 2003

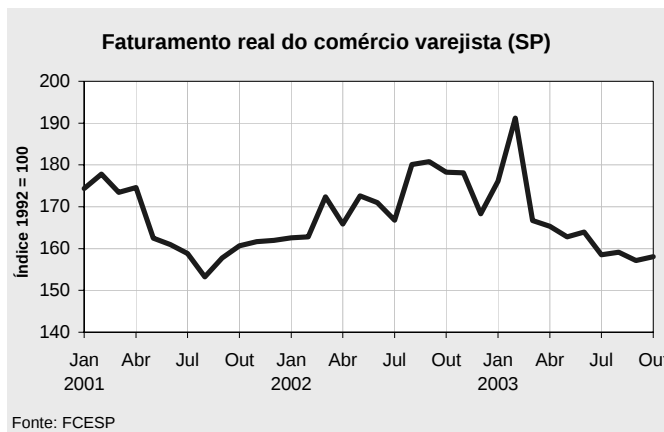
1. O Produto Interno Bruto (PIB) a preços de mercado, após dois períodos de retração, apresentou expansão de 0,4% no terceiro trimestre de 2003, comparativamente ao trimestre anterior, considerada a série com ajuste sazonal divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Na mesma base de comparação, a indústria, também após dois trimestres de queda, registrou aumento de 2,7% e os serviços apresentaram variação de 0,1%. A produção da agropecuária recuou 6,7%. No acumulado do ano, o PIB apresentou variação negativa de 0,3% em relação ao mesmo período de 2002. Nessa comparação, a agropecuária cresceu 5,1%, enquanto a indústria e os serviços recuaram 0,7% e 0,3%, respectivamente. Na análise da demanda, considerando a comparação de janeiro a setembro de 2003 relativamente a mesmo período de 2002, verifica-se que o crescimento do produto foi sustentado pelo desempenho do comércio exterior, com expansão de 15,8% das exportações e retração de 5,8% das importações.



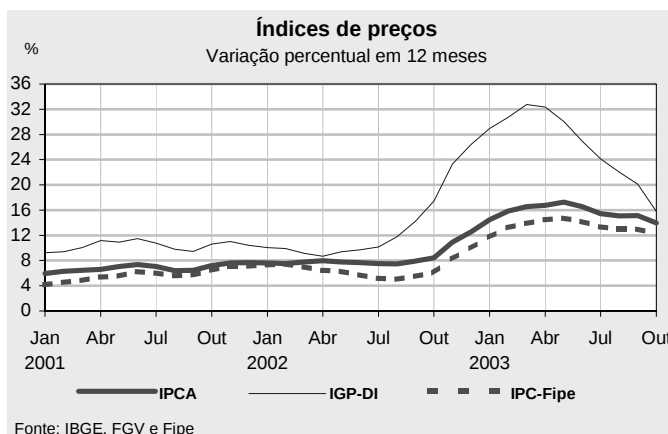
2. A evolução recente da produção industrial ratificou a retomada do nível de atividade, evidenciando o impacto da flexibilização da política monetária. Em outubro, embora a atividade fabril registrasse recuo de 0,5%, na série ajustada sazonalmente, permaneceu em patamar superior ao registrado de janeiro a agosto desse ano, de acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa recuperou-se em relação a setembro, assinalando crescimento de 0,3%. Por sua vez, a indústria de transformação, que responde por aproximadamente 90% do setor, apresentou declínio de 0,1% no mês. O desempenho positivo da produção de bens de capital pelo quarto mês consecutivo indica o início da retomada dos investimentos. No acumulado dos primeiros dez meses do ano, o setor industrial registrou variação nula.



3. O faturamento real do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP), divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) apresentou comportamento cíclico ao longo do ano. No trimestre agosto-outubro, registrou-se retração de 2,26%, ante o resultado do trimestre imediatamente anterior, considerando estatísticas dessazonalizadas. Esse movimento refletiu o declínio de 24,64% observado no grupo materiais de construção e, em sentido inverso, o desempenho favorável do faturamento do comércio automotivo, que aumentou 14,98%, traduzindo o crescimento da demanda das famílias por crédito e a redução do IPI, no segmento.



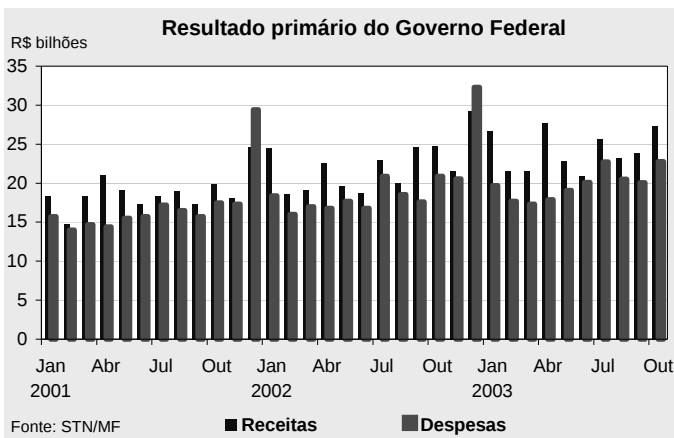
4. A inflação aferida pelo Índice Geral de Preços (IGP-DI), da Fundação Getulio Vargas (FGV), apresentou, no bimestre setembro-outubro, variação média mensal positiva de 0,75%, ante 0,21% no bimestre anterior. Em doze meses, o índice apresenta forte tendência de queda, alcançando, em outubro, 15,8%. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), referência para o sistema de metas de inflação, aferido pelo IBGE, vem apresentando tendência de declínio menos acentuada. Em doze meses, até outubro, a variação acumulada atingiu 13,98%. Neste mês, o índice apresentou recuo mensal de 0,49 p.p. A dissipação dos reajustes de preços administrados, que pressionaram o IPCA em setembro, contribuiu para a desaceleração do índice em outubro. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), calculado pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe), seguindo os demais índices de preços ao consumidor, registrou elevação a partir de agosto, mas com tendência de recuo em doze meses. Em setembro, o índice atingiu 0,84%, devido a aumentos mais intensos nos grupos alimentação, vestuário, despesas pessoais e saúde. Em outubro, a inflação na cidade de São Paulo alcançou 0,63%, influenciada pelo comportamento favorável dos preços nos grupos transportes e alimentação.



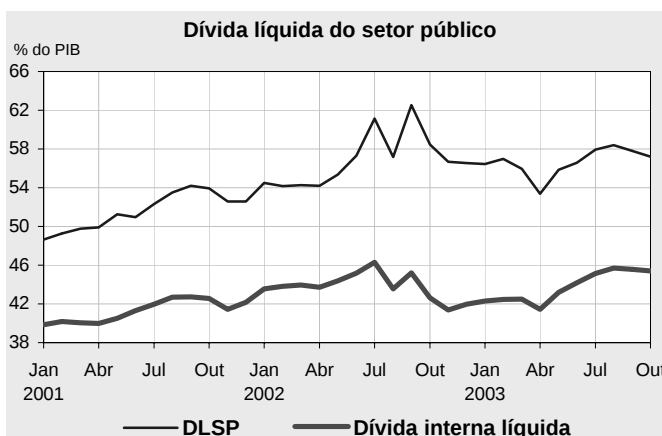
5. A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE, permaneceu em patamar elevado a partir de maio deste ano, mantendo-se próxima a 13% nos meses seguintes, atingindo 12,9% em setembro e em outubro. A taxa média mensal relativa ao trimestre agosto-outubro atingiu 12,93%, ante 12,87% no trimestre anterior e 10,87% no último trimestre de 2002. Dentre os determinantes desse comportamento, assinalem-se o desaquecimento da atividade econômica na primeira metade do ano e o aumento da população economicamente ativa (PEA). Registre-se, ainda, a existência de defasagem entre o início da trajetória de retomada da atividade econômica e seus desdobramentos sobre o mercado de trabalho.



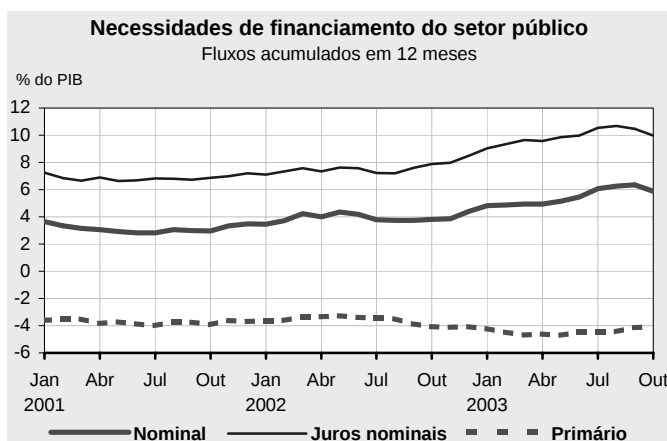
6. O governo federal registrou superávit primário de R\$4,6 bilhões em outubro e de R\$43,2 bilhões, de janeiro a outubro, resultado compatível com a meta de 4,25% do PIB projetada para o ano. No mês, a receita líquida total alcançou R\$27,3 bilhões e a despesa total, R\$22,8 bilhões, enquanto as transferências a estados e municípios somaram R\$4,4 bilhões. Nos últimos meses, a arrecadação federal corrobora as expectativas de recuperação gradual da economia.



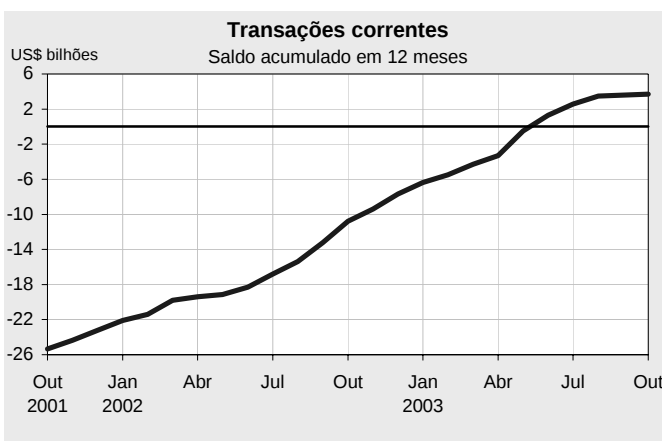
7. A relação entre a dívida líquida do setor público e o PIB atingiu 57,2% em outubro, ante 57,8%, em setembro, alcançando R\$890 bilhões. Deste total, R\$706,8 bilhões, ou 45,4% do PIB, corresponderam à dívida interna líquida, e R\$183,3 bilhões, ou 11,8% do PIB, à dívida externa líquida. A dívida interna distribuiu-se em R\$398,3 bilhões relativos ao governo central (25,6% do PIB), R\$256,4 bilhões aos governos estaduais (16,5% do PIB), R\$35,9 bilhões aos governos municipais (2,3% do PIB) e R\$16,3 bilhões às empresas estatais (1% do PIB). A redução da dívida líquida do setor público está sendo favorecida pela apreciação do câmbio real e pela redução das taxas de juros, com impactos positivos também sobre o déficit nominal.



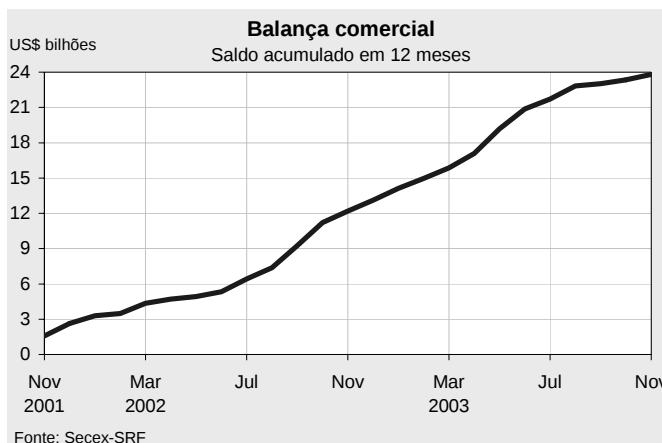
8. As necessidades de financiamento do setor público no conceito nominal totalizaram R\$2,9 bilhões em outubro, resultado de superávit primário de R\$7 bilhões e de despesa com encargos da dívida de R\$9,9 bilhões. O resultado mantém a trajetória de declínio verificada desde agosto, influenciando o resultado acumulado nos últimos doze meses, que passou de R\$93,6 bilhões (6,3% do PIB) em setembro, para R\$88,2 bilhões (5,8% do PIB), em outubro.



9. O balanço de pagamentos mantém a trajetória de ajuste. O saldo em transações correntes foi positivo em outubro pelo sexto mês consecutivo, acumulando, no ano, superávit de US\$3,9 bilhões e, em doze meses, de US\$3,7 bilhões. Assim, o resultado em transações correntes neste ano será positivo pela primeira vez desde 1992, impulsionado principalmente pelo elevado saldo na balança comercial.



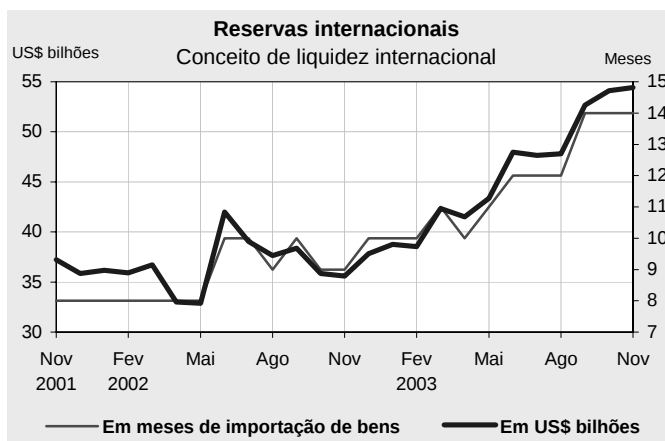
10. Verificam-se no decorrer do ano, saldos positivos crescentes na balança comercial, acumulando no ano, até novembro, superávit de US\$22,1 bilhões e, em doze meses, de US\$23,9 bilhões. No terceiro trimestre, o saldo comercial foi positivo em US\$7,4 bilhões, ante US\$5,3 bilhões no mesmo período do ano precedente. No bimestre outubro-novembro de 2003, o superávit comercial atingiu US\$4,3 bilhões. O patamar atual da taxa de câmbio tem se mostrado suficiente para manter estímulo às exportações, enquanto a retomada da atividade econômica a partir do terceiro trimestre do ano tende a elevar as importações. No ano, até novembro, as exportações somaram US\$66,3 bilhões, crescimento de 20,4% sobre o total relativo ao mesmo período de 2002, e as importações registraram US\$44,3 bilhões, crescimento de 1,1%, na mesma base de comparação.



11. A entrada líquida de investimentos estrangeiros diretos (IED) no País somou US\$6,8 bilhões nos dez primeiros meses deste ano, ante US\$13,9 bilhões, no mesmo período de 2002. Em doze meses, até outubro, o montante de IED atingiu US\$9,4 bilhões.



12. As reservas internacionais, no conceito de liquidez internacional, vêm apresentando trajetória ascendente, atingindo US\$54,4 bilhões em novembro, aumento de 53% comparativamente ao patamar de novembro do ano anterior. Vários fatores contribuíram para a recomposição das reservas ao longo de 2003, em especial as emissões de dívida soberana; as operações de troca de dívida externa; e os desembolsos do Fundo Monetário Internacional (FMI). As reservas líquidas ajustadas, que excluem os empréstimos do FMI, também vêm se elevando no decorrer do ano, atingindo US\$17,2 bilhões em novembro.



B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2003

13. Os saldos da base monetária ampliada e dos meios de pagamento, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o terceiro trimestre do ano. No que diz respeito à base monetária restrita, situou-se dentro dos novos limites autorizados pelo Conselho Monetário Nacional.

14. A base monetária, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$58,9 bilhões em setembro, com contração de 8,7% no mês e expansão de 1,2% no período de doze meses. Entre seus componentes, o papel-moeda emitido somou R\$40,8 bilhões, com crescimentos de 0,8% no mês e de 7,9% nos últimos doze meses, e as reservas bancárias totalizaram R\$18 bilhões, decrescendo 24,8% e 11,3%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

15. O saldo da base monetária ampliada, compreendendo base restrita, depósitos compulsórios em espécie e títulos públicos federais fora do Banco Central, avançou 1,3% em setembro, alcançando R\$847,3 bilhões. No período de doze meses, a base monetária ampliada expandiu-se 9,7%, refletindo aumentos de 20,1% no saldo de títulos do Tesouro Nacional e de 39% nos depósitos compulsórios, bem como retrações de 7,7% no saldo da base restrita e de 61,4% no saldo de títulos do Banco Central.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2003 ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	84,4 - 99,0	5,4	86,1	-1,0
Base restrita ^{3/}	60,6 - 82,0	22,7	58,9	1,2
Base ampliada ^{4/}	724,3 - 979,9	10,3	847,3	9,7
M4 ^{4/}	756,4 - 1023,5	14,6	893,9	15,1

^{1/} Refere-se ao último mês do período.

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

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

^{4/} Saldos em fim de período.

16. O saldo médio dos meios de pagamento (M1) alcançou R\$86,1 bilhões em setembro, com crescimento de 0,5% no mês e redução de 1% no intervalo de doze meses. Entre seus componentes, o papel-moeda em poder do público atingiu R\$34,3 bilhões, com acréscimos de 0,9% no mês e de 6,8% em doze meses, enquanto os depósitos à vista expandiram-se 0,2% no mês e contraíram-se 5,5% em doze meses, perfazendo R\$51,9 bilhões.

17. O agregado monetário mais amplo, M4, avançou 1,9% em setembro, totalizando R\$893,9 bilhões. Nos últimos doze meses, o M4 aumentou 15,1%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$12,7 bilhões no terceiro trimestre. No mercado primário, verificou-se colocação líquida de R\$21,1 bilhões, resultado da colocação líquida de R\$26,1 bilhões em títulos do Tesouro Nacional e do resgate líquido de R\$5 bilhões em títulos do Banco Central. No mercado secundário, a compra líquida de títulos totalizou R\$8,2 bilhões.

19. Em reunião ordinária de 23 de julho, o Copom reduziu a meta para a taxa Selic de 26% a.a. para 24,5% a.a., entendendo que a flexibilização da política monetária não prejudicaria as conquistas então obtidas no combate à inflação. Em 20 de agosto, a meta para a taxa Selic foi reduzida para 22% a.a., a partir da avaliação de que a inflação futura convergia rapidamente para as metas e de que a perspectiva de aprovação das reformas melhorava consideravelmente o cenário fiscal de médio e longo prazos. Em 17 de setembro, o Copom intensificou a política de flexibilização monetária, reduzindo a meta para os juros básicos para 20% a.a.

C. Política monetária no bimestre outubro-novembro de 2003

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$61 bilhões em novembro, com crescimento de 3% no mês e retração de 0,6% nos últimos doze meses. Entre seus componentes, o papel-moeda emitido aumentou 2,1% no mês e 2,5% em doze meses, alcançando R\$41,7 bilhões. As reservas bancárias atingiram R\$19,2 bilhões, expandindo 5% no mês e declinando 6,6% no período de doze meses.

21. A base monetária ampliada apresentou aumento mensal de 2,1% em novembro, totalizando R\$871,3 bilhões. O crescimento de 11,3% nos últimos doze meses refletiu expansões de 22,4% no saldo de títulos do Tesouro Nacional, de 1% nos depósitos compulsórios e de 3,1% na base restrita, assim como retração de 56,6% no saldo de títulos do Banco Central.

22. A média dos saldos diários dos meios de pagamento (M1) alcançou R\$90,1 bilhões em novembro, com acréscimo de 3,3% no mês e decréscimo de 1,3% nos últimos doze meses. O papel-moeda em poder do público situou-se em R\$34,9 bilhões, com expansão de 1,8% no mês e de 1% em doze meses, e os depósitos à vista totalizaram R\$55,2 bilhões, expandindo 4,2% no mês e reduzindo 2,8% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2003 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/}	85,4 - 115,5	-1,8	90,1	-1,3
Base restrita ^{3/}	60,1 - 81,3	1,1	61,0	-0,6
Base ampliada ^{4/}	750,7 - 1015,6	12,1	871,3	11,3
M4 ^{4/}	796,7 - 1077,9	16,1	924,6	16,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

23. O M4 totalizou R\$924,6 bilhões em novembro, representando aumentos de 2,4% no mês e de 16,1% em doze meses.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em expansão monetária de R\$5,6 bilhões no bimestre outubro-novembro. No mercado primário, as operações determinaram impacto contracionista de R\$22,5 bilhões, decorrente de R\$24,2 bilhões em colocações líquidas de títulos do Tesouro Nacional e de resgates líquidos de R\$1,7 bilhão em títulos do Banco

Central. No mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto expansionista de R\$26,7 bilhões, do mesmo modo que no extramercado, cujas operações totalizaram R\$1,4 bilhão.

25. Em 22 de outubro, o Copom reduziu a meta para a taxa Selic para 19% a.a., dado que as projeções de inflação para os doze meses seguintes e para 2004 permaneciam abaixo da meta e que o cenário externo continuava contribuindo para a estabilidade de preços. Em novembro, por decisão da maioria do Comitê, a meta para a taxa Selic foi reduzida para 17,5% a.a., refletindo a percepção de que o balanço de riscos para a atividade e para a inflação justificava impulso expansionista complementar.

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
18.09.2002	-	18,00
14.10.2002	-	21,00
23.10.2002	-	21,00
20.11.2002	-	22,00
18.12.2002	-	25,00
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

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

D. Perspectivas para o primeiro trimestre e para o ano 2004

26. Os indicadores do nível de atividade ratificaram as perspectivas de início do processo de recuperação econômica no terceiro trimestre de 2003, delineadas a partir da superação do risco inflacionário e da conseqüente flexibilização da política monetária. O movimento de expansão seguiu o padrão característico de períodos de retomada do crescimento, sendo impulsionado, primeiramente e com maior intensidade, pela produção de bens de consumo duráveis.

27. Nesse sentido, os resultados do comércio varejista indicaram, ao final do terceiro trimestre e início do quarto, tendência de recuperação mais consistente, embora mantenham-se, ainda, em patamar inferior ao verificado em 2002. As vendas dos setores mais sensíveis às condições de crédito mostraram recuperação significativa, enquanto as referentes a setores que caracteristicamente recebem maior influência da evolução da renda dos trabalhadores permaneceram registrando variações discretas.

28. A continuidade da redução das taxas de juros e a flexibilização das condições gerais de crédito ao consumidor, bem como o início de recuperação econômica recentemente observada, deverão proporcionar a recuperação efetiva da demanda interna, delineando perspectivas favoráveis para as vendas no final de ano, assim como para a sua trajetória em 2004.

29. De fato, o comportamento das operações de crédito, no terceiro trimestre, evidencia trajetória de recuperação do canal de financiamento do setor privado pelo sistema financeiro, superando, assim, persistente período de estagnação. O crescimento observado no volume de crédito além de refletir a retomada recente e o aumento sazonal da atividade produtiva, evidenciou o processo de recuperação da massa salarial, associado, em parte, a negociações salariais mais favoráveis aos trabalhadores.

30. A continuidade do processo de redução do custo dos empréstimos, aliada às medidas de estímulo ao crédito, como aquelas voltadas para a ampliação do microcrédito e dos empréstimos em consignação em folha de pagamento, reforçam as expectativas de que esse canal passe a concorrer de forma consistente para a recuperação da atividade produtiva.

31. Deve-se observar, contudo, que o crescimento esperado, iniciado pelo consumo das famílias, e que deverá ser seguido pela demanda por investimentos por parte das empresas, estará condicionado pelos limites da política monetária, tendo em vista os objetivos de meta para a inflação, bem como pelos limites de renda e emprego, em processo de recuperação.

32. A contribuição do setor externo, sustentada nos últimos meses pela continuidade de crescimento das exportações, manteve-se no terceiro trimestre de 2003 e

consolida-se, pelo quarto ano seguido, como principal fator de sustentação da atividade econômica, não obstante o estímulo proporcionado pelo mercado interno.

33. O intenso ajustamento da balança comercial é reflexo do crescimento das exportações, que vem ocorrendo com diversificações de mercados e de produtos. As importações têm apresentado crescimento tímido no ano, como consequência do nível de atividade e da substituição de importações.

34. O superávit das transações correntes tem reduzido as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos. A queda nos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, cujos ingressos foram a principal fonte de financiamento nos últimos anos, tem sido compensada pela continuidade e melhora nas taxas de rolagem das captações do setor privado, que estão contribuindo para o significativo ajustamento das contas externas observado em 2003. Adicionalmente, registrem-se os empréstimos junto ao FMI, atuando como garantia para eventuais crises de liquidez.

35. As projeções para 2004 indicam déficit em conta corrente, devido à retomada da atividade econômica. O fluxo líquido de investimentos diretos deverá, por sua vez, ser superior ao registrado em 2003, prevendo-se, ainda, continuidade de operações no mercado de bônus e rolagem integral da dívida privada, mesmo levando-se em conta a previsão de maiores amortizações. Nesse contexto, o financiamento do balanço de pagamentos deverá ocorrer em bases sólidas, ainda que com redução das reservas internacionais brutas, consequência das amortizações dos empréstimos ao FMI.

36. O principal elemento a condicionar o desempenho da economia mundial no próximo ano será, ainda, a evolução da economia norte-americana, na medida que oscilações bruscas na maior economia mundial condicionam as flutuações nas demais economias, em um importante mecanismo de transmissão dos ciclos econômicos. Em 2004, deverá ocorrer a intensificação da expansão da economia mundial, e, em consequência, do comércio internacional, com desdobramentos sobre os preços das *commodities*, favorecendo o crescimento das economias em desenvolvimento.

37. No que se refere às contas fiscais, registraram-se desempenhos confortáveis em todos os segmentos do setor público, ratificando a expectativa de cumprimento das metas definidas para o ano. Os resultados obtidos até outubro evidenciam menor participação das empresas estatais no superávit do setor público. Em sentido contrário, o ajuste fiscal efetuado no âmbito do governo central mais do que compensou o desempenho daquele segmento, mantendo o resultado consolidado em nível compatível com as metas programadas.

38. Ressalte-se que a magnitude do ajuste realizado pelo governo central, com maior ênfase nas despesas, contrabalançou, com folga, a perda de arrecadação extraordinária percebida no exercício anterior e a redução tributária inerente à desaceleração da atividade econômica observada na maior parte do ano.

39. A evolução favorável dos principais condicionantes da evolução da dívida líquida, refletida na trajetória declinante da taxa Selic, na estabilidade da taxa de câmbio e na continuidade de obtenção de resultados fiscais favoráveis em todos os segmentos do setor público, deverá contribuir para a manutenção do equilíbrio da relação dívida/PIB. Além disso, o início do processo de retomada da atividade econômica reforça a expectativa, a médio prazo, de declínio daquela relação.

40. Esse contexto virtuoso permite que, a despeito da recuperação da atividade econômica recém observada, os índices de preços permaneçam registrando taxas de variação relativamente discretas, esperando-se a manutenção dessa trajetória em 2004. Essa expectativa é reforçada se considerada a folga predominante no nível de utilização da capacidade produtiva, elemento que irá possibilitar, inicialmente, o aumento de produção independente da maturação dos investimentos na cadeia produtiva. Adicionalmente, os núcleos de inflação, que repercutem com menor intensidade fatores de caráter temporário, têm se mantido em patamar relativamente estável ao longo do segundo semestre, mostrando-se, ao final deste ano, compatíveis com as metas estabelecidas para 2004.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano 2004

41. A programação monetária para o primeiro trimestre e para o ano 2004 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 2004^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões			
	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	81,1 - 109,7	6,7	101,1 - 136,8	14,9
Base restrita ^{3/}	55,7 - 75,4	-5,4	69,9 - 94,5	15,1
Base ampliada ^{4/}	767,4 - 1038,3	11,4	832,9 - 1126,8	11,6
M4 ^{4/}	823,8 - 1114,5	17,1	908,5 - 1229,2	14,1

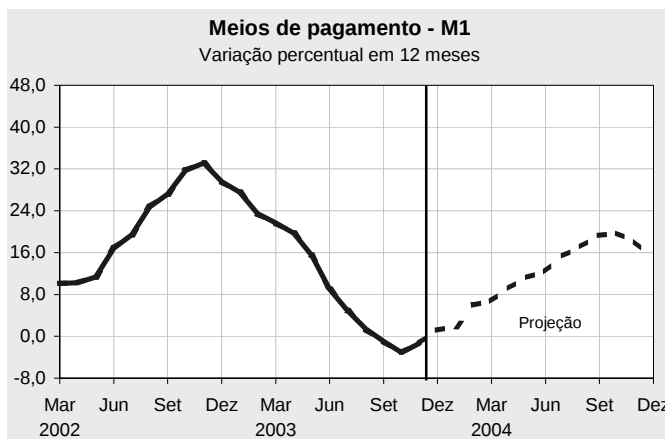
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

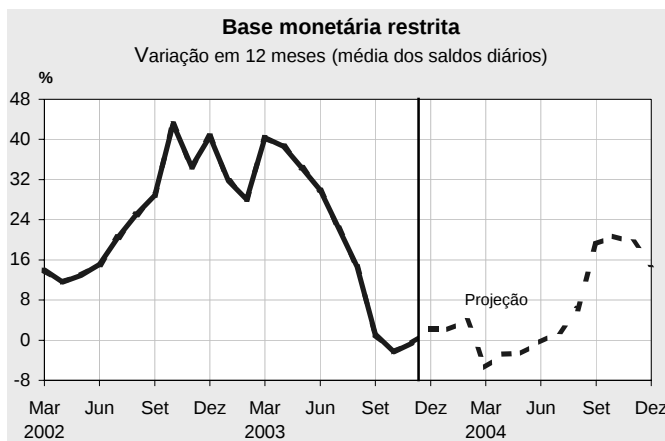
4/ Saldo em fim de período.

42. 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

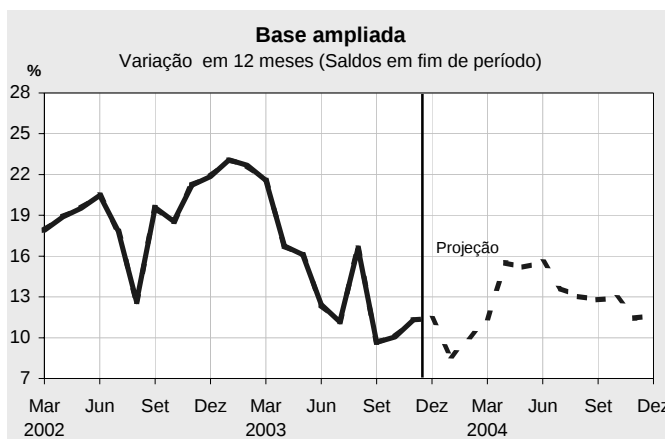


e componentes de tendência e de sazonalidade característicos daqueles agregados. Em decorrência, a variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento restritos foi estimada em 6,7% para março e em 14,9% para dezembro de 2004. O comportamento projetado para os meios de pagamento para o primeiro trimestre de 2004 considerou, ainda, as liberações do FGTS, ao amparo da lei complementar 110, de 29.6.2001. Em relação a esses créditos complementares, projeta-se ingresso de R\$2,8 bilhões no trimestre.

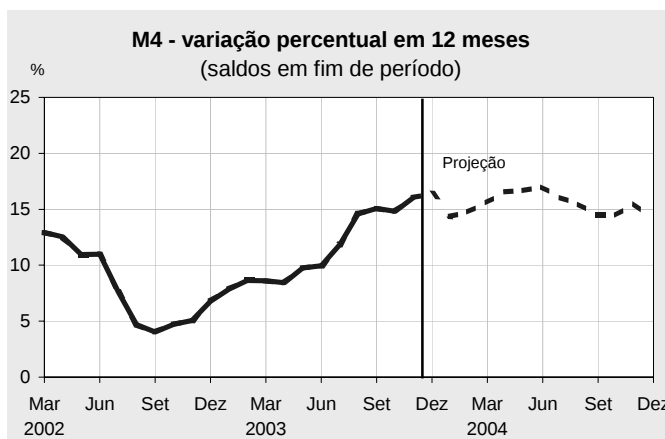
43. A partir do comportamento estimado para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que determinam a demanda por meio circulante e por reservas bancárias para uma dada sistemática de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se variação negativa em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 5,4% em março e crescimento de 15,1% em dezembro de 2004. Cabe ressaltar, que o valor de março de 2003, utilizado no cálculo da variação de 12 meses, contemplava alíquota de recolhimento compulsório maior do que a vigente.



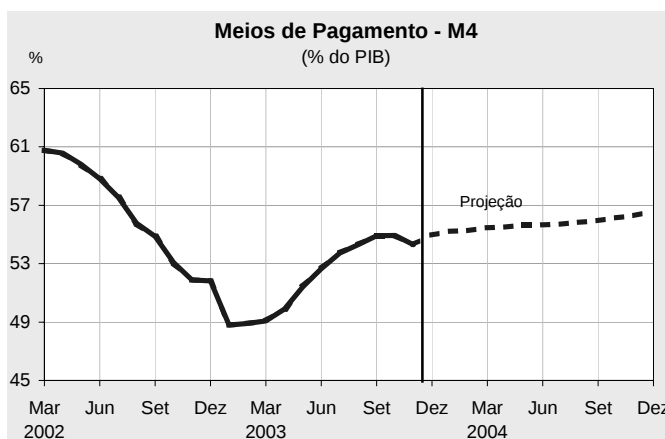
44. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas por meio de simulação que pressupõe a neutralização dos fatores condicionantes de impacto monetário indesejado na base monetária restrita. Nesse sentido, adotam-se 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 da base ampliada, em 12 meses, de 11,4% em março e de 11,6% em dezembro de 2004.



45. Para os meios de pagamento ampliados, as projeções contemplam 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 17,1% em março e a 14,1% 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 outubro/novembro de 2003, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre de 2004.

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

Discriminação	2003		2004 ^{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/}	90,1	- 1,3	95,4	6,7	119,0	14,9
Base restrita ^{4/}	61,0	- 0,6	65,6	- 5,4	82,2	15,1
Base ampliada ^{5/}	871,3	11,3	902,9	11,4	979,9	11,6
M4 ^{5/}	924,6	16,1	969,1	17,1	1 068,8	14,1

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2003		2004 ^{2/}			
	Outubro - Novembro		Primeiro trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,477	-0,8	1,456	12,9	1,447	-0,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,348	-4,1	0,348	-32,2	0,335	-2,9
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,387	2,4	0,400	2,6	0,414	2,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,065	4,3	1,059	3,7	1,076	0,6

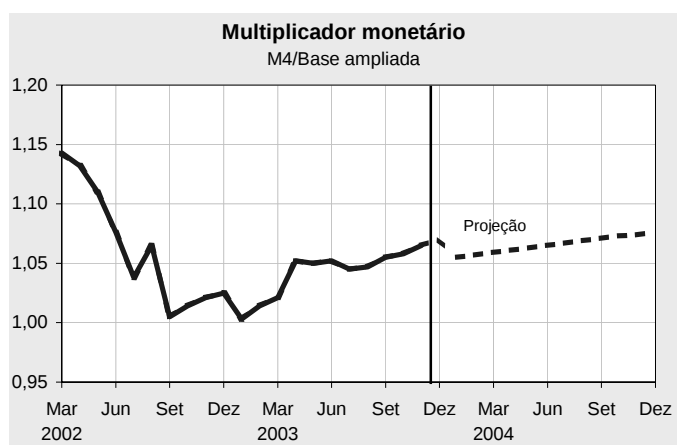
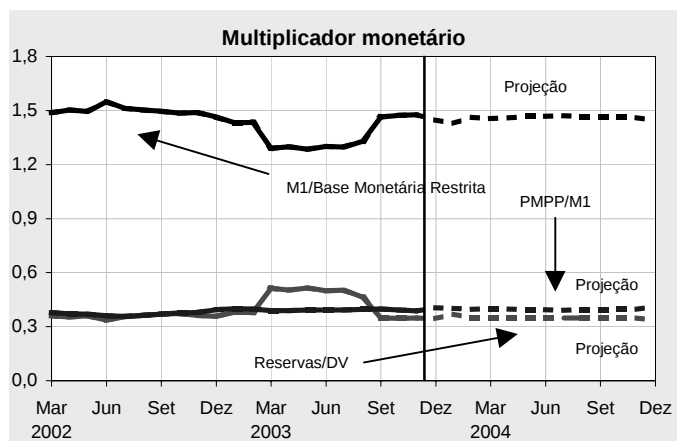
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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 terceiro trimestre de 2003 ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	84,4 - 99,0	5,4	86,1	-1,0
Base restrita ^{3/}	60,6 - 82,0	22,7	58,9	1,2
Base ampliada ^{4/}	724,3 - 979,9	10,3	847,3	9,7
M4 ^{4/}	756,4 - 1023,5	14,6	893,9	15,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2003 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/}	85,4 - 115,5	-1,8	90,1	-1,3
Base restrita ^{3/}	60,1 - 81,3	1,1	61,0	-0,6
Base ampliada ^{4/}	750,7 - 1015,6	12,1	871,3	11,3
M4 ^{4/}	796,7 - 1077,9	16,1	924,6	16,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 3. Programação monetária para 2004 ^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	81,1 - 109,7	6,7	101,1 - 136,8	14,9
Base restrita ^{3/}	55,7 - 75,4	-5,4	69,9 - 94,5	15,1
Base ampliada ^{4/}	767,4 - 1038,3	11,4	832,9 - 1126,8	11,6
M4 ^{4/}	823,8 - 1114,5	17,1	908,5 - 1229,2	14,1

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	2003		2004 ^{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/}	90,1	- 1,3	95,4	6,7	119,0	14,9
Base restrita ^{4/}	61,0	- 0,6	65,6	- 5,4	82,2	15,1
Base ampliada ^{5/}	871,3	11,3	902,9	11,4	979,9	11,6
M4 ^{5/}	924,6	16,1	969,1	17,1	1 068,8	14,1

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.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2003		2004 ^{2/}			
	Outubro - Novembro		Primeiro trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,477	-0,8	1,456	12,9	1,447	-0,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,348	-4,1	0,348	-32,2	0,335	-2,9
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,387	2,4	0,400	2,6	0,414	2,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,065	4,3	1,059	3,7	1,076	0,6

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.