

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico - DEPEC

# Programação Monetária

**2003**

**Março - 2003**



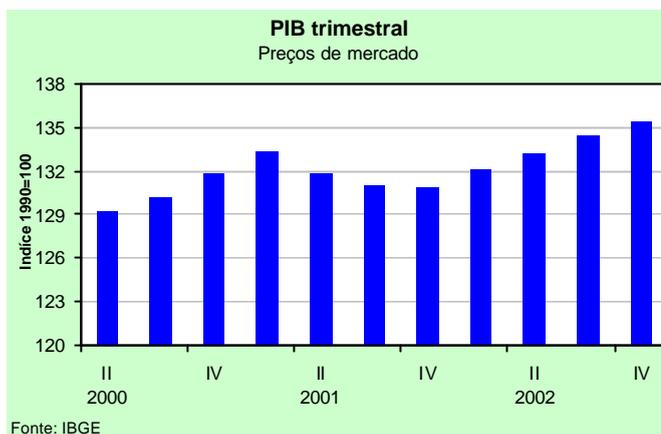
---

**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

# Programação Monetária para o segundo trimestre e para o ano de 2003

## A. A economia no primeiro trimestre de 2003

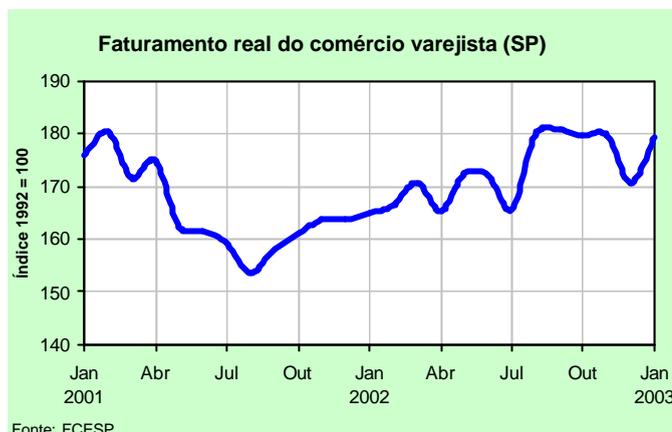
1. O Produto Interno Bruto (PIB) apresentou crescimento real de 1,52% em 2002, comparativamente a 1,42%, em 2001, de acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Esse resultado esteve associado, fundamentalmente, ao desempenho do setor agropecuário, expansão de 5,79%, enquanto na indústria e no setor de serviços registraram-se taxas mais modestas, de 1,52% e de 1,49%, respectivamente. O crescimento observado nos setores agropecuário e industrial foi liderado por segmentos cuja produção destina-se ao mercado externo ou a substituir produtos importados. No quarto trimestre de 2002, o PIB a preços de mercado apresentou variação positiva de 0,72%, relativamente ao terceiro trimestre, e de 3,44%, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.



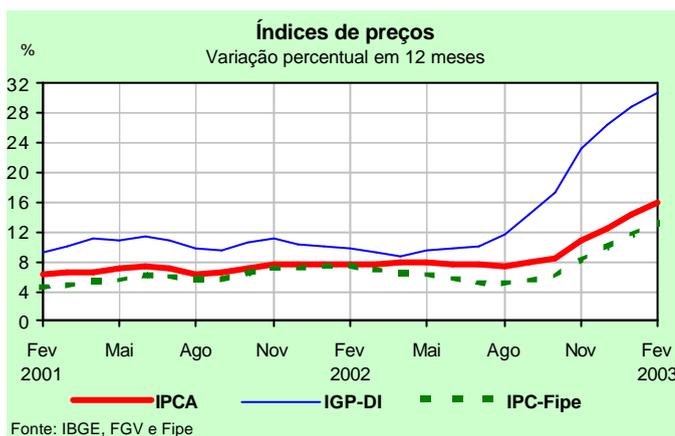
2. A produção industrial declinou 1,8% em dezembro de 2002, consideradas estatísticas dessazonalizadas do IBGE, interrompendo série de seis resultados mensais favoráveis. Em janeiro, registrou-se expansão mensal de 0,7%, e em doze meses, de 2,7%. Esses resultados associados fundamentalmente ao desempenho da indústria extrativa mineral, sugerem perda de dinamismo da indústria, na medida em que a média da produção do trimestre encerrado em janeiro expandiu 0,6%, ante 2% no trimestre agosto/outubro, tendo como referência o período imediatamente anterior.



3. O faturamento real do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo, apresentou crescimento de 5,07% em janeiro, em relação ao resultado assinalado no mês anterior, ante declínio de 5,02%, em dezembro de 2002, de acordo com dados da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), dessazonalizados pelo Depec. O comércio geral, excluindo concessionárias de automóveis, aumentou 4,07%, enquanto bens de consumo e o comércio automotivo registraram expansões de 3,06% e 0,89%, respectivamente. Por outro lado, a venda de materiais de construção recuou 3,98%.



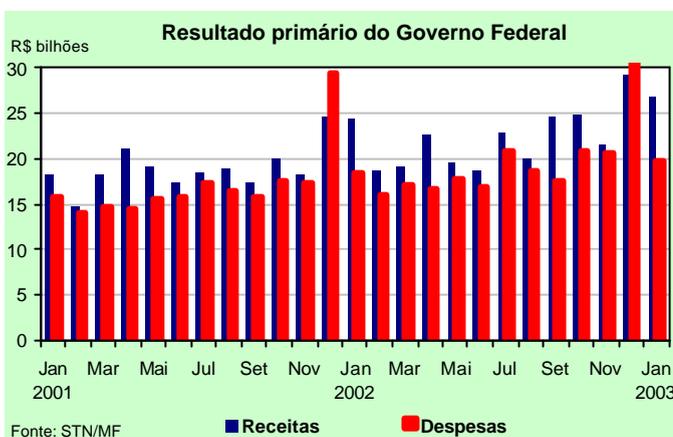
4. O Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela Fundação Getulio Vargas (FGV-RJ), refletiu a aceleração inflacionária no segundo semestre de 2002, impulsionada pela depreciação cambial, que afeta com mais intensidade o Índice de Preços por Atacado (IPA), pela entressafra agrícola e pela correção dos preços administrados. Assinale-se que a inflação mostrou arrefecimento no início de 2003, em especial em fevereiro. Nesse sentido, os índices referentes a esse período evidenciaram trajetória declinante, tanto no atacado como no varejo. Assim, em fevereiro, o IGP-DI elevou-se 1,59%, ante 2,17% no mês anterior e 2,7% em dezembro, apresentando variação acumulada de 30,73% em doze meses, 23,8%, em novembro de 2002. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), calculado pela Fundação Instituto de Pesquisas (Fipe), subiu 1,61% em fevereiro, comparativamente a 2,19% e 1,83%, nos meses anteriores, respectivamente, acumulando variação de 13,19% em doze meses. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), aferido pelo IBGE, cresceu 1,57% em fevereiro, relativamente a 2,25% em janeiro e a 2,1% em dezembro de 2002, elevando-se 15,85% nos últimos doze meses.



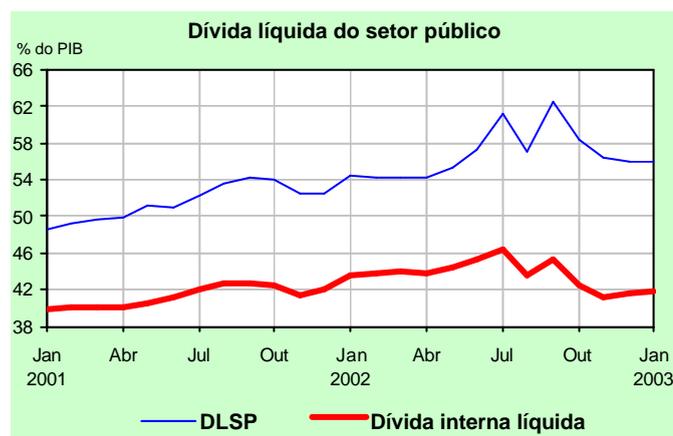
5. A taxa de desemprego aberto, avaliada pela nova metodologia do IBGE, atingiu 11,2% em janeiro de 2003, ante 10,5% no mês anterior. As contratações de final de ano contribuíram para o recuo do desemprego no último trimestre, movimento interrompido no início deste ano, evidenciando reversão dos efeitos sazonais.



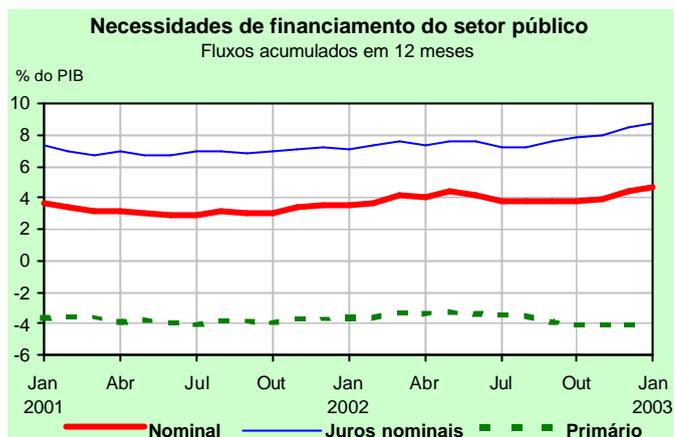
6. O governo federal registrou superávit primário de R\$6,97 bilhões em janeiro, resultado do superávit de R\$8,7 bilhões do Tesouro Nacional e do déficit de R\$1,7 bilhão da Previdência Social (RGPS). No mês, a receita líquida total alcançou R\$26,7 bilhões e a despesa total, R\$19,8 bilhões, enquanto as transferências a estados e municípios situaram-se em R\$5,7 bilhões.



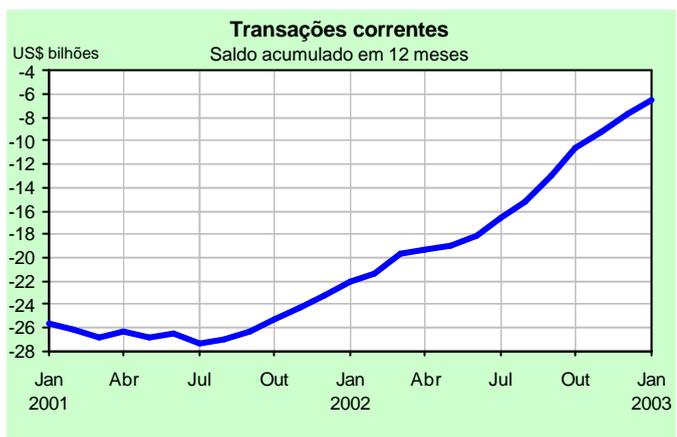
7. A dívida líquida do setor público somou R\$888,9 bilhões em janeiro, equivalentes a 55,9% do PIB, comparativamente a R\$881,1 bilhões, 55,9% do PIB, em dezembro. Desse total, R\$666,1 bilhões, 41,9% do PIB, corresponderam à dívida interna líquida, e R\$222,8 bilhões, 14% do PIB, à dívida externa líquida. A dívida interna distribuiu-se em R\$370,9 bilhões relativos ao governo central, equivalentes a 55,7% do total, R\$275,3 bilhões, aos governos estaduais e municipais, 41,3%, e R\$19,8 bilhões às empresas estatais, 3%.



8. As necessidades de financiamento do setor público alcançaram R\$68,2 bilhões, 5% do PIB, em janeiro, considerado o fluxo acumulado em doze meses. Os governos central e regionais registraram déficits de R\$16,6 bilhões, 1,2% do PIB, e de R\$53,8 bilhões, 4% do PIB, respectivamente, e as empresas estatais, superávit de R\$2,3 bilhões, 0,2% do PIB, no período.

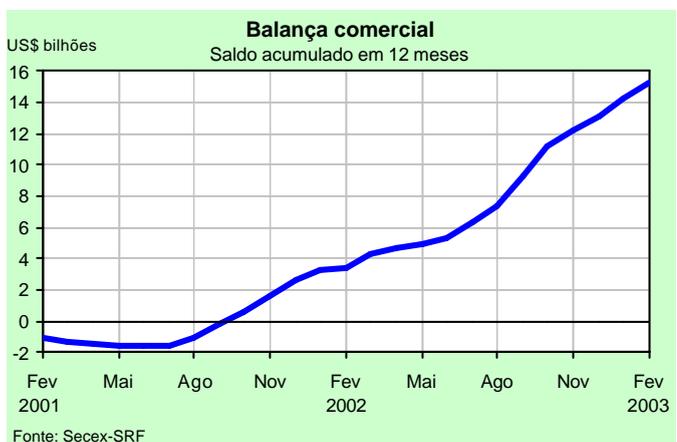


9. No quarto trimestre de 2002, o déficit em transações correntes totalizou US\$344 milhões, ante US\$5,8 bilhões no período correspondente de 2001. No ano, o déficit situou-se em US\$7,8 bilhões, correspondendo a 1,7% do PIB. Considerado o bimestre janeiro-fevereiro de 2003, o déficit em transações correntes atingiu US\$41 milhões, refletindo expressiva melhora das contas externas comparativamente ao mesmo período de 2002, quando o resultado negativo foi da ordem de US\$2,2 bilhões.



Expresso em percentual do PIB, o déficit do bimestre alcançou 0,06%, confirmando a trajetória declinante iniciada em agosto de 2002.

10. O superávit da balança comercial alcançou US\$5,3 bilhões no quarto trimestre de 2002, ante R\$1,4 bilhão, no mesmo período de 2001, refletindo exportações de US\$16,8 bilhões e importações de US\$11,6 bilhões. No ano, o superávit totalizou US\$13,1 bilhões, com as exportações atingindo US\$60,4 bilhões e as importações, US\$47,2 bilhões. No bimestre janeiro-fevereiro de 2003, a balança comercial apresentou superávit de US\$2,3

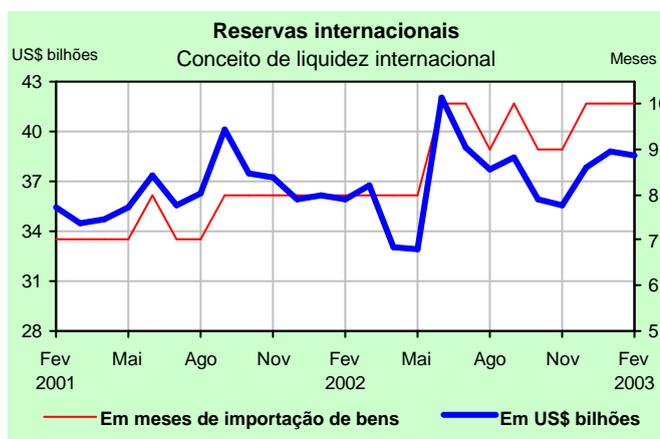


bilhões, relativamente a US\$432 milhões, no mesmo período de 2002. Esse resultado, na mesma base de comparação, decorreu da expansão de 28,5% nas exportações, que somaram US\$9,8 bilhões, simultaneamente à elevação de 4,5% nas importações, que se situaram em US\$7,5 bilhões.

11. O ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos (IED), no quarto trimestre de 2002, atingiu US\$3,9 bilhões, correspondendo a 54,4% dos ingressos ocorridos no mesmo período de 2001. No ano, o total ingressado alcançou US\$16,6 bilhões. O aporte de IED no primeiro bimestre de 2003 atingiu US\$1,7 bilhão, decréscimo de 27,6% nos ingressos dessa categoria em relação ao assinalado em igual período de 2002.



12. As reservas internacionais no conceito liquidez internacional totalizaram, em fevereiro de 2003, US\$38,5 bilhões, aumento de US\$2,6 bilhões comparativamente às registradas em fevereiro do ano precedente.



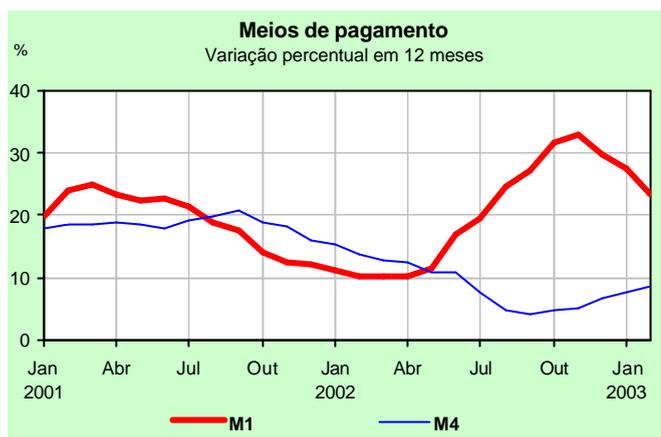
## B. Política Monetária no quarto trimestre de 2002

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o quarto trimestre de 2002.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$69,9 bilhões em dezembro, expansão mensal de 13,9% e anual de 32,3%. As reservas bancárias expandiram-se 7,4% em relação ao mês anterior e 30,2% em doze meses, situando-se em R\$22,1 bilhões. Na mesma base de comparação, o papel moeda emitido registrou crescimento de 17,3% e de 33,2%, respectivamente, atingindo R\$47,8 bilhões.

15. A base monetária ampliada, no conceito de saldos de final de período, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, expandiu-se 1% em dezembro, alcançando R\$788 bilhões. A expansão de 21,9%, em doze meses, refletiu aumento nos saldos de títulos do Tesouro Nacional, 30,9%, na base restrita, 37,6%, e nos depósitos compulsórios, 207,4%, enquanto o saldo de títulos do Banco Central reduziu-se 45,7%.

16. Os meios de pagamento (M1), com base em dados preliminares mensurados pela média dos saldos diários, apresentaram incremento de 12,1%, em dezembro, e de 29,6% em doze meses, situando-se em R\$102,3 bilhões. O saldo de papel-moeda em poder do público elevou-se 17,1% no mês e 31,9% em doze meses, atingindo R\$40,4 bilhões, enquanto os depósitos à vista alcançaram R\$61,9 bilhões, o que implicou variações de 9% e de 28,2%, na mesma ordem.



17. Dados preliminares para o agregado monetário M4 indicam expansão de 1,3% em dezembro, totalizando R\$807,4 bilhões. Em doze meses, verificou-se aumento de 6,8%.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2002 <sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	93,5-126,5	39,4	102,3	29,6
Base restrita <sup>3/</sup>	65-87,9	44,6	69,9	32,3
Base ampliada <sup>4/</sup>	669,8-906,1	21,8	788,0	21,9
M4 <sup>4/</sup>	698,8-945,4	8,7	807,4	6,8

<sup>1/</sup> Refere-se ao último mês do período.

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

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

<sup>4/</sup> Saldos em fim de período.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, implicaram expansão monetária de R\$40,9 bilhões no quarto trimestre. No mercado primário, verificou-se resgate líquido de US\$ 38,4 bilhões em papéis, dos quais R\$18,2 bilhões em títulos do Banco Central e R\$20,1 bilhões em títulos do Tesouro Nacional. No mercado secundário, a compra líquida de títulos totalizou R\$2,6 bilhões.

19. Em reunião extraordinária de 14 de outubro, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a meta para a taxa SELIC em 300 pontos-base, fixando-a em 21% a.a., como forma de conter os efeitos inflacionários decorrentes da depreciação do câmbio. Uma semana depois, essa taxa foi mantida em reunião ordinária do Comitê. Em novembro, no entanto, a meta foi elevada para 22% a.a., sofrendo novo aumento de 300 pontos-base em dezembro, para 25% a.a., tendo em vista a persistência de cenário de deterioração das expectativas e a inflação ascendente em meio à recuperação da atividade econômica.

### C. Política monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2003

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, somou R\$ 64,1 bilhões em fevereiro, contração de 7% no mês e expansão de 28% em doze meses. Entre seus componentes, as reservas bancárias contraíram-se 7,1% em relação ao mês anterior e expandiram-se 24,9% em 12 meses, situando-se em R\$ 21 bilhões. Na mesma base de comparação, o papel-moeda emitido registrou, respectivamente, redução de 6,9% e incremento de 29,6%, atingindo R\$ 43,1 bilhões.

21. A base monetária ampliada contraiu 2,3% em fevereiro, totalizando R\$797,1 bilhões. Em doze meses, a expansão de 20,4% refletiu o aumento de 40,9% na base restrita e de 28,7% no saldo de títulos públicos do Tesouro Nacional, e redução de 49% no saldo de títulos do Banco Central.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$ 91,9 bilhões em fevereiro, decrescendo 6,9% no mês e expandindo-se 23,5% em 12 meses. O papel-moeda em poder do público situou-se em R\$ 36,6 bilhões, representando contração de 7,1% no mês e expansão de 31% em doze meses, enquanto os depósitos à vista registraram redução de 6,8% no mês e crescimento de 19% em doze meses, totalizando R\$ 55,3 bilhões.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2003 e ocorridos no período janeiro/fevereiro<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	83,9 - 113,5	34,3	91,9	23,5
Base restrita <sup>3/</sup>	56,4 - 76,3	34,3	64,1	28,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	697,3 - 943,4	23,1	797,1	20,4
M4 <sup>4/</sup>	719,5 - 973,5	11,1	829,2	9,4

<sup>1/</sup> Refere-se ao último mês do período.

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

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

<sup>4/</sup> Saldos em fim de período.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$829,2 bilhões, registrando incremento de 1,6% no mês e de 9,4% em doze meses.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em contração monetária de R\$7 bilhões no bimestre janeiro-fevereiro. No mercado primário, as colocações líquidas totalizaram R\$407 milhões, diferença entre R\$9 bilhões em colocações líquidas de títulos do Tesouro Nacional e R\$8,6 bilhões em resgates líquidos de títulos do Banco Central. No mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto contracionista de R\$7,2 bilhões.

Reunião do Copom	Aplicação do viés	Meta para a taxa Selic (% a.a.) <sup>1/</sup>
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
22.1.2003	-	25,50
18.2.2003	-	26,50
19.3.2003	-	26,50

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

25. Em janeiro, o Copom decidiu, unanimemente, aumentar a meta para a taxa Selic em 50 pontos-base, para 25,5% a.a., visando compatibilizar a velocidade de queda da inflação às metas inflacionárias ajustadas para o ano de 2003. Em fevereiro, também por decisão unânime, a meta para a taxa Selic foi elevada em 100 pontos-base, para 26,5% a.a., sob o entendimento de que os efeitos dos choques experimentados pela economia brasileira no ano anterior ainda estavam sendo transferidos para a inflação do ano em curso via

mecanismos inerciais. Adicionalmente, em reunião encerrada em 19 de março, o Copom, considerando que, embora a inflação evidencie tendência de queda, é necessário aguardar os efeitos das medidas de política monetária adotadas recentemente e os desdobramentos da guerra no Oriente Médio, manteve a meta para a taxa Selic inalterada, adotando viés de alta.

#### **D. Perspectivas para o segundo trimestre e para o ano de 2003**

26. O nível de atividade manteve trajetória de crescimento no último trimestre de 2002, seguindo tendência observada desde o início do ano. Sobretudo no segundo semestre, os saldos crescentes da balança comercial constituíram-se na principal sustentação desse comportamento.

27. Apesar desse desempenho, indicadores revelaram que em dezembro de 2002 e início deste ano registrou-se recuo da atividade econômica, a despeito da permanência de resultados favoráveis no comércio exterior. Essas estatísticas sugerem que o nível de demanda interna, que registrara redução em 2002, devido às variações negativas tanto do consumo como do investimento privado, retraiu-se com maior intensidade nesse período. Entre os fatores que concorrem para esse comportamento assinalem-se a perda do poder aquisitivo dos rendimentos, sobretudo com o recrudescimento da inflação no último trimestre do ano passado, a elevação das taxas de juros, principalmente a partir de outubro, e a persistência de incertezas, em especial as decorrentes do contexto internacional, em cenário de intensificação das tensões envolvendo o Oriente Médio, que afetam de forma intensa a evolução das expectativas internas.

28. Ainda que os impactos desses fatores estejam predominando sobre a conjuntura econômica, faz-se necessário ressaltar dois aspectos, que, além da manutenção de resultados favoráveis na balança comercial, tendem a atenuar tais efeitos. Assim, há que se considerar o desempenho do setor primário, cujas previsões para 2003, em particular para a safra de grãos, apontam a manutenção da tendência de crescimento a taxas elevadas, e, adicionalmente, a continuidade dos desembolsos do FGTS em 2003, ainda que para segmentos com rendimentos mais elevados e portanto com propensão a consumir relativamente menor.

29. O volume das operações de crédito contratadas junto ao sistema financeiro registrou discreta expansão no trimestre, mantendo trajetória consistente com a assinalada pelo nível de atividade da economia. Esse desempenho, além de refletir a contração da demanda característica do período, esteve associado à postura de maior cautela por parte de empresas e famílias, em contexto de incertezas no cenário externo e de elevação das taxas de juros ativas, e à seletividade por parte das instituições na concessão de novos recursos. A maior restritividade por parte dos bancos e a continuidade da liberação de recursos do

FGTS concorreram para a trajetória de redução da inadimplência observada no segundo semestre de 2002.

30. No que se refere à condução da política fiscal, assinale-se a ratificação do comprometimento do governo com a disciplina fiscal, evidenciada pelo aumento de 0,5 p.p. do PIB para a meta de superávit primário para o ano. Esse aumento contribuiu para a estabilidade do estoque da dívida pública. Adicionalmente, o governo se comprometeu com as reformas que garantirão o ajuste estrutural das contas públicas, com destaque para as reformas previdenciária e tributária.

31. O desempenho da economia mundial não demonstra o dinamismo que caracterizaria um cenário de recuperação. Ao contrário, o pessimismo aferido pelos indicadores de confiança das principais economias desenvolvidas faz prever evolução desfavorável do nível de atividade econômica nos próximos meses, não obstante a recuperação da produção industrial nos primeiros meses de 2003. O equacionamento das tensões envolvendo o Oriente Médio, além de mostrar-se fundamental ao reaquecimento da economia mundial, contribuirá para a recuperação dos níveis de confiança por parte dos investidores internacionais, com conseqüente redução adicional da aversão ao risco, facilitando o acesso, em especial das economias emergentes, aos mercados financeiros internacionais.

32. No que se refere às contas externas do país, o balanço de pagamentos do primeiro bimestre de 2003 registrou condições de financiamento das contas externas melhores do que no último trimestre de 2002. O déficit em transações correntes permaneceu em trajetória declinante, sendo financiado integralmente, assim como em meses recentes, pelos investimentos estrangeiros diretos. A efetivação do desempenho esperado para a balança comercial e a manutenção dos investimentos estrangeiros diretos líquidos, ainda que em patamar inferior ao de 2002, resultará em folga no financiamento do saldo em transações correntes, haja vista que não se projetam alterações significativas nos fluxos de serviços e rendas. Adicionalmente, verifica-se o restabelecimento de captações de empréstimos e títulos e a progressiva melhora nas taxas de rolagem, associada à recuperação do crédito de curto prazo.

33. Nesse contexto, a evolução da taxa de câmbio, um dos determinantes do comportamento da inflação nos últimos meses, deverá deixar de exercer pressão sobre os preços.

34. Quanto à contribuição favorável da safra agrícola à trajetória dos índices de preços, deve-se observar que os efeitos ainda foram relativamente discretos. As variações de preços dos produtos industrializados, em parte influenciados pelo câmbio e pelas recentes taxas de inflação, não mostraram arrefecimento, bem como os de produtos *in natura*, por razões sazonais. Assim, a produção agrícola tende a seguir contribuindo como fator de contenção das taxas de inflação. Adicionalmente, o movimento de inércia dos preços

tende a arrefecer, a exemplo do sinalizado pelos resultados dos índices de preços de fevereiro – redução da participação do número de itens com variação positiva – haja vista a própria desaceleração inflacionária e, sobretudo, a recente perda de dinamismo do nível de atividade econômica.

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

35. A programação dos agregados monetários para o segundo trimestre e para o ano 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<sup>1/</sup>

Discriminação	R\$ bilhões			
	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	81,4 - 110,2	22,3	101,7 - 137,6	16,9
Base restrita <sup>3/</sup>	62,3 - 84,3	44,9	77,2 - 104,5	30,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	716,4 - 969,2	17,8	779,6 - 1054,7	16,4
M4 <sup>4/</sup>	749,7 - 1014,3	14,6	834,3 - 1128,8	21,6

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

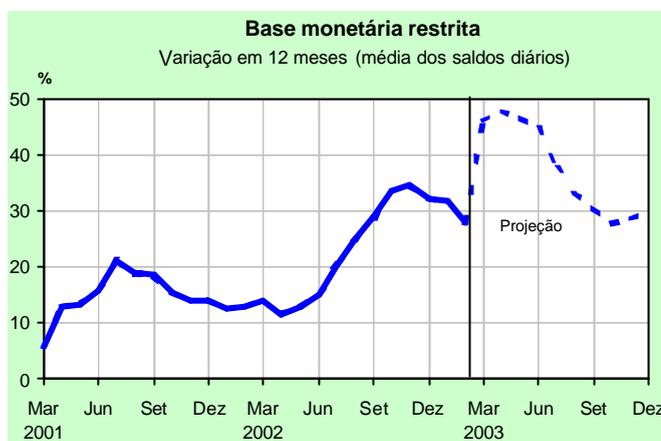
4/ Saldos em fim de período.

36. 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 22,3% para junho e em 16,9% para dezembro de 2003.

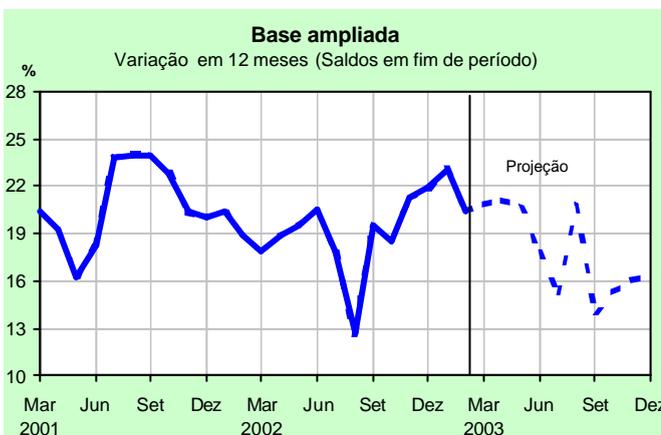
37. O comportamento projetado para os meios de pagamento para o segundo trimestre de 2003 considerou, ainda, as liberações do FGTS, ao amparo da lei complementar nº 110, de 29.6.2001. Em relação a esses créditos complementares, projeta-se ingresso de R\$2,3 bilhões no trimestre.



38. 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 44,9% em junho e 30% em dezembro de 2003. Cabe ressaltar, ainda, o impacto sobre reservas bancárias no trimestre devido ao aumento da alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista, ocorrido em fevereiro de 2003.



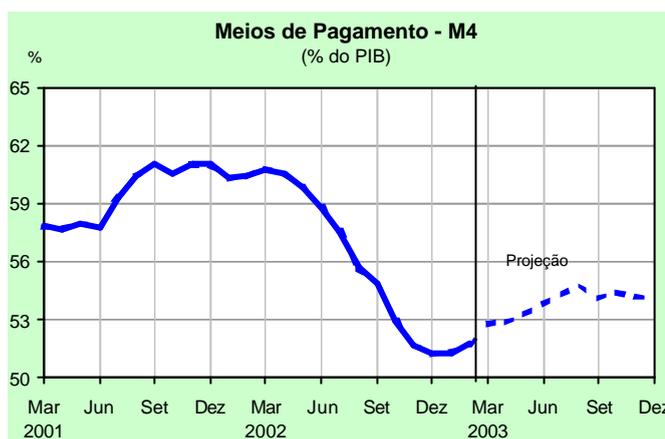
39. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas por meio de simulação que pressupõe a neutralização dos fatores condicionantes de impacto monetário indesejado na base monetária restrita. Nesse sentido, adota-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e ajustes patrimoniais envolvendo emissões de títulos federais.



40. 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 14,6% em junho e 21,6% em dezembro de 2003.



41. 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.



42. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre janeiro/fevereiro de 2003, bem como os valores previstos para o segundo trimestre de 2003.

**Quadro 4. Evolução dos agregados monetários<sup>1/</sup>**

Discriminação	2003		2003 <sup>2/</sup>			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	91,9	23,5	95,8	22,3	119,6	16,9
Base restrita <sup>4/</sup>	64,1	28,0	73,3	44,9	90,8	30,0
Base ampliada <sup>5/</sup>	797,1	20,4	842,8	17,8	917,1	16,4
M4 <sup>5/</sup>	829,2	9,4	882,0	14,6	981,5	21,6

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

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

**Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>**

Discriminação	2003		2003 <sup>2/</sup>			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo Trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,434	-3,6	1,308	-15,6	1,317	-10,0
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,379	5,0	0,510	51,8	0,490	37,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,398	6,1	0,381	5,8	0,391	-1,0
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,040	-9,2	1,047	-2,7	1,070	4,4

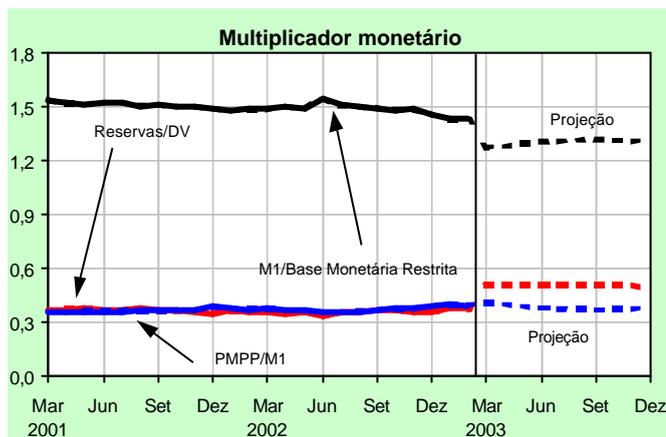
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

44. O multiplicador da base monetária restrita deve apresentar considerável redução tendo em vista o aumento da alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista, enquanto que o da base monetária ampliada não deverá apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo de 2003.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2002 <sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	93,5-126,5	39,4	102,3	29,6
Base restrita <sup>3/</sup>	65-87,9	44,6	69,9	32,3
Base ampliada <sup>4/</sup>	669,8-906,1	21,8	788,0	21,9
M4 <sup>4/</sup>	698,8-945,4	8,7	807,4	6,8

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 primeiro trimestre de 2003 e ocorridos no período janeiro/fevereiro <sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	83,9 - 113,5	34,3	91,9	23,5
Base restrita <sup>3/</sup>	56,4 - 76,3	34,3	64,1	28,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	697,3 - 943,4	23,1	797,1	20,4
M4 <sup>4/</sup>	719,5 - 973,5	11,1	829,2	9,4

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<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões			
	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	81,4 - 110,2	22,3	101,7 - 137,6	16,9
Base restrita <sup>3/</sup>	62,3 - 84,3	44,9	77,2 - 104,5	30,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	716,4 - 969,2	17,8	779,6 - 1054,7	16,4
M4 <sup>4/</sup>	749,7 - 1014,3	14,6	834,3 - 1128,8	21,6

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

#### Quadro 4. Evolução dos agregados monetários<sup>1/</sup>

Discriminação	2003		2003 <sup>2/</sup>			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	91,9	23,5	95,8	22,3	119,6	16,9
Base restrita <sup>4/</sup>	64,1	28,0	73,3	44,9	90,8	30,0
Base ampliada <sup>5/</sup>	797,1	20,4	842,8	17,8	917,1	16,4
M4 <sup>5/</sup>	829,2	9,4	882,0	14,6	981,5	21,6

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

#### Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>

Discriminação	2003		2003 <sup>2/</sup>			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo Trimestre		Ano	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,434	-3,6	1,308	-15,6	1,317	-10,0
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,379	5,0	0,510	51,8	0,490	37,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,398	6,1	0,381	5,8	0,391	-1,0
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,040	-9,2	1,047	-2,7	1,070	4,4

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.