

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico - DEPEC

Programação Monetária

2004

Março - 2004

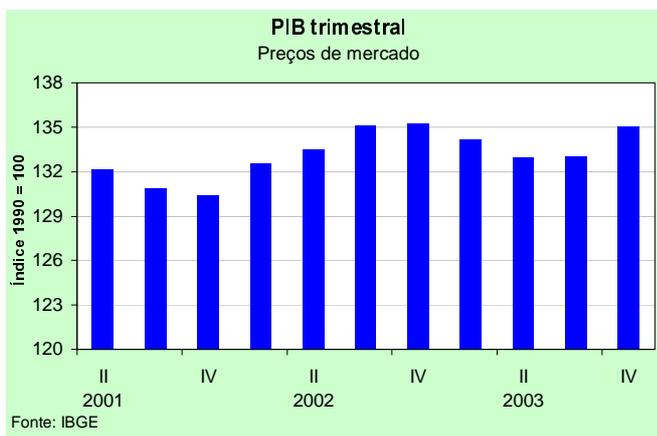


BANCO CENTRAL DO BRASIL

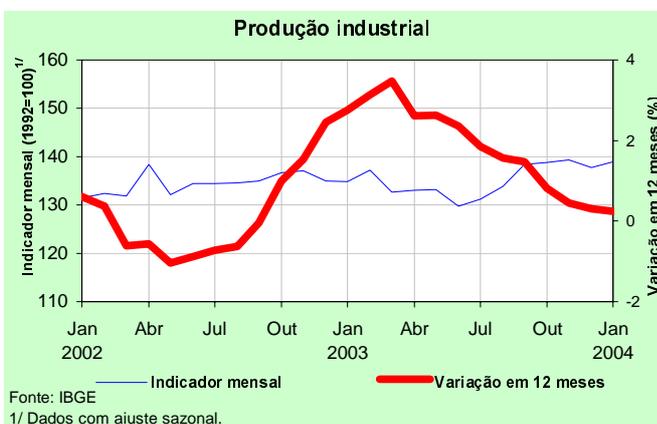
Programação Monetária para o segundo trimestre e para o ano 2004

A. A economia no primeiro trimestre de 2004

1. O Produto Interno Bruto (PIB) a preços de mercado cresceu 1,5% no último trimestre de 2003, comparativamente ao trimestre anterior, de acordo com a série dessazonalizada divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A decomposição do PIB demonstra que a recuperação alcançou todos os setores da economia, registrando-se expansão na agropecuária, 7,31%, na indústria, 1,19%, e no setor de serviços, 0,78%. Em 2003, o PIB recuou 0,2%, comportamento influenciado pelo desempenho desfavorável observado nos dois primeiros trimestres.



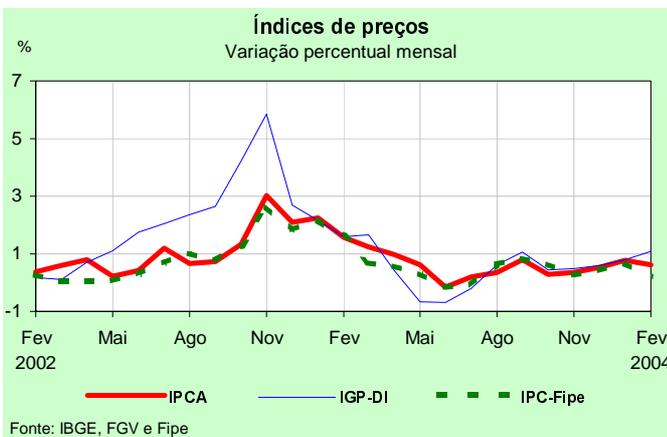
2. Ratificando o ritmo de crescimento da economia nos últimos meses de 2003, a produção industrial registrou expansão mensal de 0,78% em janeiro, dados dessazonalizados. Por categoria de uso, a produção de bens de capital elevou-se 4,46% e a de bens de consumo, 2,51%, com crescimentos na produção de bens duráveis, 3,02%, e de bens semiduráveis, 2,2%. A fabricação de bens intermediários declinou 0,82%.



3. As vendas do comércio varejista na região metropolitana de São Paulo apresentaram movimento de recuperação no quarto trimestre de 2003 e início de 2004, segundo a Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP). Nesse sentido, dados dessazonalizados apontaram crescimento de 6,5% nas vendas no trimestre novembro a janeiro, ante o trimestre imediatamente anterior. Assinala-se que a recuperação do comércio em São Paulo não ocorreu apenas em função do desempenho de segmentos sensíveis às condições de crédito, registrando-se aumentos de 5,9% e 11,4%, respectivamente, nas vendas de bens de consumo duráveis e do comércio automotivo, mas também das vendas de bens de consumo não duráveis, que cresceram 8,3%. Ressalte-se que esse aumento, embora presente em meses anteriores, foi mais intenso em janeiro deste ano.



4. Em 2003, a variação do IGP-DI, da Fundação Getulio Vargas (FGV-RJ) alcançou 7,7%, ante 26,4%, no ano anterior. No entanto, as taxas de variação dos índices gerais de preços da Fundação Getulio Vargas (FGV) aceleraram a partir de novembro, refletindo o comportamento dos preços ao consumidor e dos praticados no segmento atacadista. O comportamento do índice de preços ao atacado respondeu, principalmente à elevação expressiva dos produtos industriais, cujo efeito

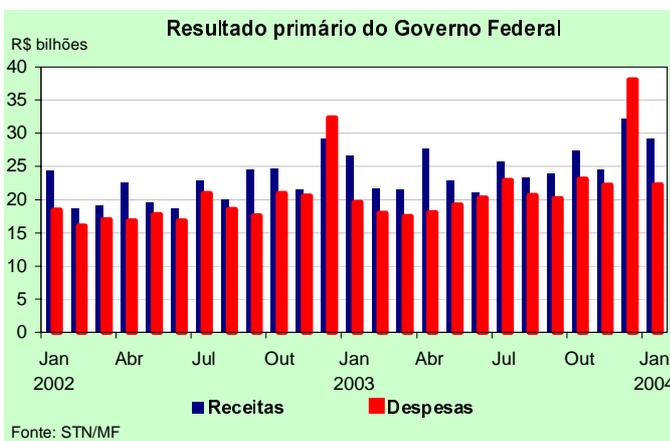


to sobrepôs-se à desaceleração dos preços dos produtos agrícolas. Nesse contexto, o IGP-DI variou 0,8% em janeiro de 2004 e 1,1% no mês subsequente. As variações mensais do IPCA, mensurado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), também foram relativamente elevadas após novembro de 2003, registrando-se taxas de 0,5%, 0,8% e 0,6%, nos três meses seguintes. Dessa forma, o crescimento acumulado do índice no trimestre findo em fevereiro deste ano totalizou 1,9%, ante 1,4% no trimestre anterior, aceleração determinada, fundamentalmente, pela elevação de 2% nos preços livres, cuja participação na composição do índice supera 70%, ante 1,2% no trimestre anterior.

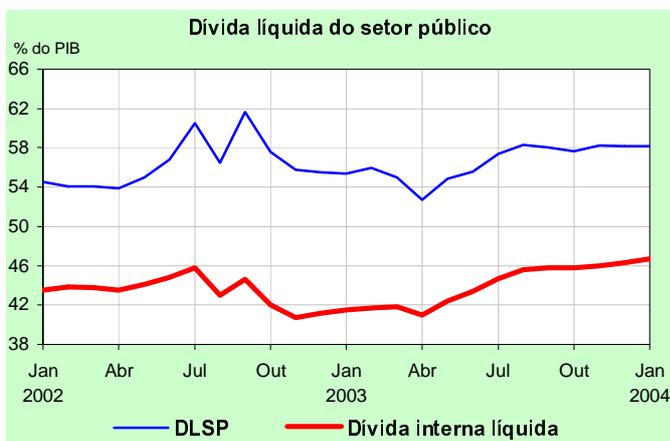
5. A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE a partir de seis regiões metropolitanas, aumentou para 11,7% em janeiro, após situar-se em 10,9% em dezembro, refletindo redução de 390 mil pessoas na população ocupada. No último trimestre de 2003, a taxa média de desemprego situou-se em 12%, ante 12,9%, no terceiro trimestre.



6. O superávit primário do setor público consolidado atingiu 4,32% do PIB em 2003, superior à meta de 4,25% do PIB estabelecida para o período. Registre-se que esse resultado foi construído em contexto de ajuste expressivo de despesas do governo federal. Em janeiro, o resultado primário do governo federal foi superavitário em R\$7 bilhões, comparativamente a R\$7,2 bilhões, em janeiro de 2003. Para este resultado, o Tesouro Nacional contribuiu com superávit de R\$10,2 bilhões, enquanto a Previdência Social (RGPS) registrou déficit de R\$3,2 bilhões. A receita líquida total somou R\$29,3 bilhões e a despesa total, R\$22,3 bilhões. As transferências a estados e municípios alcançaram R\$5,5 bilhões.

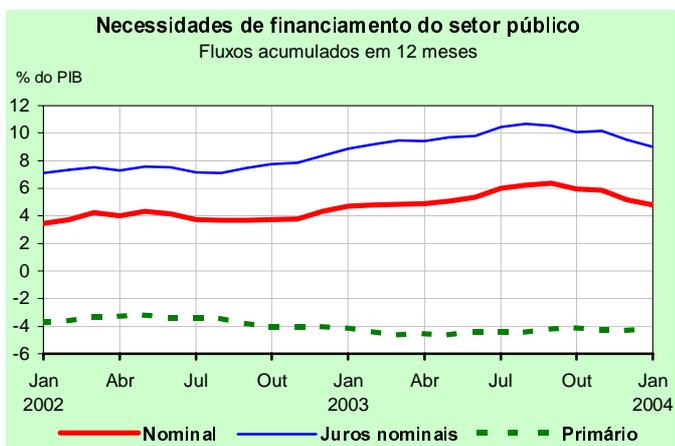


7. A dívida líquida do setor público situou-se em R\$921,9 bilhões, 58,2% do PIB, em janeiro, ante R\$913,1 bilhões, 58,1% do PIB, no mês anterior. Do total apurado em janeiro, R\$726,7 bilhões, 46,3% do PIB, referiram-se à dívida interna líquida, e R\$186,5 bilhões, 11,9% do PIB, à dívida externa líquida. A dívida interna, por sua vez, foi composta por R\$418,5 bilhões relativos ao governo central, 26,7% do PIB, R\$261,6 bilhões aos gover-

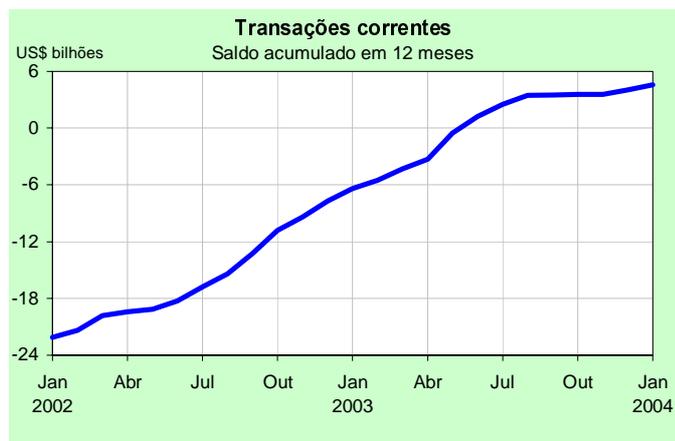


nos estaduais, 16,7% do PIB, R\$36,1 bilhões aos governos municipais, 2,3% do PIB, e R\$10,5 bilhões às empresas estatais, 0,7% do PIB.

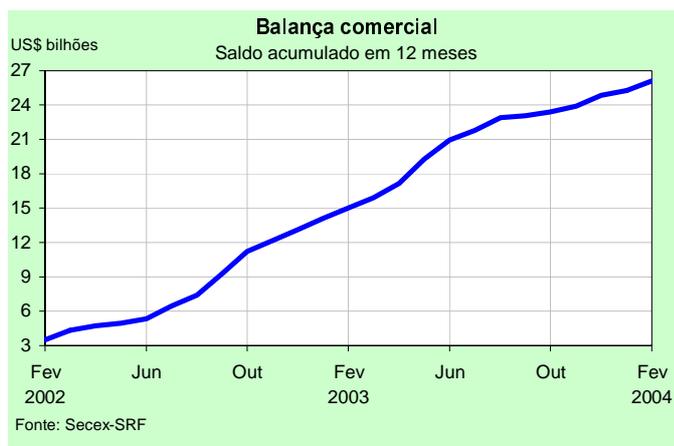
8. As necessidades de financiamento do setor público corresponderam a 4,2% do PIB, em janeiro, considerado o fluxo acumulado em doze meses. Os governos central e regionais (estados e municípios) registraram déficits de 2,55% do PIB e de 0,86% do PIB, respectivamente, e as empresas estatais, de 0,79% do PIB. Os juros nominais apropriados no período de doze meses encerrado em janeiro alcançaram 8,99% do PIB.



9. A continuidade do ajuste das contas externas brasileiras traduziu-se na eliminação do déficit em transações correntes. Depois de oito anos de déficits significativos, em 2003 atingiu-se superávit de US\$4,1 bilhões, equivalente a 0,83% do PIB. Somado ao superávit nas contas capital e financeira, de US\$5,5 bilhões, e ao resultado negativo de Erros e omissões, de US\$1,1 bilhão, o resultado global do Balanço de Pagamentos foi positivo em US\$8,5 bilhões.



10. O saldo da balança comercial registrou superávit de US\$24,8 bilhões, em 2003. As exportações cresceram 21% e as importações, 2,2%, comparadas com as de igual período do ano anterior. Esse desempenho positivo foi favorecido por diversos fatores, entre os quais, a taxa de câmbio depreciada, sobretudo no início do ano, o aumento de preços internacionais de *commodities*, os ganhos de produtividade no agronegócio, a recuperação econômica na Argentina e o aumento das vendas para novos mercados, com destaque para a China. No primeiro bimestre de 2004, a balança comercial manteve a mesma trajetória, registrando superávit de US\$3,6 bilhões, resultado 57,2% superior ao alcançado no mesmo período de 2003.



11. O ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos (IED) somou US\$10,1 bilhões em 2003, ante US\$16,6 bilhões no ano anterior. Assinale-se, entretanto, que a contínua contração registrada no saldo acumulado em doze meses, iniciada na segunda metade de 2002, cessou em junho de 2003. Adicionalmente, o ingresso de IED no trimestre encerrado em janeiro totalizou US\$4,4 bilhões, superando em 22% o relativo ao mesmo período encerrado em 2003.



12. As reservas internacionais brutas aumentaram US\$3,7 bilhões, ao longo do primeiro bimestre de 2004, totalizando US\$53 bilhões. No mesmo sentido, as reservas internacionais líquidas ajustadas, no conceito FMI, cresceram US\$3,8 bilhões, para US\$21,2 bilhões. O Banco Central do Brasil adquiriu US\$2,6 bilhões no mercado à vista de câmbio, notadamente em janeiro. Com relação às operações externas, destacaram-se o desembolso de US\$1,5 bilhão em bônus da República e o pagamento de US\$1,3 bilhão em serviço da dívida externa, compreendendo US\$1,1 bilhão em juros líquidos e US\$151 milhões em amortizações ao Clube de Paris. Os pagamentos de juros e principal relativos a bônus e Clube de Paris (US\$1,2 bilhão) foram efetuados mediante aquisições do Tesouro Nacional em mercado. As demais operações geraram despesa de US\$345 milhões.



B. Política Monetária no quarto trimestre de 2003

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 2003.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$70,8 bilhões em dezembro, expansão mensal de 16,1% e anual de 1,3%. As reservas bancárias expandiram-se 7,7% em relação ao mês anterior e contraíram-se 6,3% em 12 meses, situando-se em R\$20,7 bilhões. Nas mesmas bases de comparação, o papel moeda emitido registrou crescimentos de 20% e de 4,8%, respectivamente, atingindo R\$50,1 bilhões.

15. A base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, totalizou R\$886,9 bilhões em dezembro, expansão mensal de 2,1%. Em doze meses, o agregado cresceu 12,6%, refletindo aumentos de 22,3% nos saldos de títulos do Tesouro Nacional e de 3,8% nos depósitos compulsórios, e contração de 53,8% no saldo de títulos do Banco Central.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2003 ^{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	104,9	2,5
Base restrita ^{3/}	60,1 - 81,3	1,1	70,8	1,3
Base ampliada ^{4/}	750,7 - 1015,6	12,1	886,9	12,6
M4 ^{4/}	796,7 - 1077,9	16,1	959,9	18,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, apresentaram aumentos mensal de 16,4% e anual de 2,5%, em dezembro, situando-se em R\$104,9 bilhões. O saldo de papel-moeda em poder do público elevou-se 19,5% no mês e 3,1% em 12 meses, atingindo R\$41,7 bilhões, enquanto os depósitos à vista alcançaram R\$63,3 bilhões, o que implicou variações de 14,5% e de 2,2%, na mesma ordem.

17. Dados preliminares para o agregado monetário M4 indicam expansão de 3,5% em dezembro, totalizando R\$959,9 bilhões. Em 12 meses, verificou-se aumento de 18,9%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, implicaram expansão monetária de R\$8,8 bilhões no quarto trimestre. No mercado primário, verificou-se colocação líquida de US\$27,9 bilhões em papéis, resultante da colocação líquida de R\$31,4 bilhões em títulos do Tesouro Nacional e do resgate líquido de R\$3,5 bilhões em títulos do Banco Central. No mercado secundário, o impacto expansionista das operações com títulos públicos federais atingiu R\$35,3 bilhões.

19. Em reuniões ordinárias realizadas ao longo do quarto trimestre de 2003, o Copom decidiu prosseguir com o processo de flexibilização da política monetária iniciado em junho de 2003, dada a trajetória benigna da taxa de inflação, a recuperação balanceada da atividade e o quadro externo favorável. Em outubro, o Copom decidiu reduzir a meta para a taxa Selic para 19% a.a. Em novembro, a maioria dos membros do Copom entendeu que o balanço de riscos para a atividade e para a inflação justificava um impulso expansionista mais intenso e decidiu pela redução de 150 p.b. na meta para a taxa Selic, para 17,5% a.a. Em dezembro, por unanimidade, o Copom decidiu reduzir a meta para a taxa Selic para 16,5% a.a., sem viés.

C. Política monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2004

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, somou R\$68,8 bilhões em fevereiro, contração de 2,9% no mês e expansão de 7,3% em 12 meses. Entre seus componentes, as reservas bancárias contraíram-se 3,9% em relação ao mês anterior e expandiram-se 3,4% em 12 meses, situando-se em R\$21,7 bilhões. Na mesma base de comparação, o papel-moeda emitido registrou, respectivamente, redução de 2,4% e incremento de 9,2%, atingindo R\$47,1 bilhões.

21. A base monetária ampliada expandiu-se 0,4% em fevereiro, totalizando R\$911,7 bilhões. Em 12 meses, a expansão de 12,3% refletiu os aumentos de 2% na base restrita e de 19,8% no saldo de títulos públicos do Tesouro Nacional e a redução de 48% no saldo de títulos do Banco Central.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, alcançaram R\$100,3 bilhões em fevereiro, decrescendo 2,4% no mês e expandindo-se 9,1% em 12 meses. O papel-moeda em poder do público situou-se em R\$39,1 bilhões, representando contração de 3,1% no mês e expansão de 6,8% em 12 meses, enquanto os depósitos à vista registraram redução de 1,9% no mês e crescimento de 10,6% em 12 meses, totalizando R\$61,2 bilhões.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$981,5 bilhões, registrando incremento de 0,8% no mês e de 19,2% em 12 meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2004 e ocorridos no período janeiro/fevereiro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	81,1 - 109,7	6,7	100,3	9,1
Base restrita ^{3/}	55,7 - 75,4	-5,4	68,8	7,3
Base ampliada ^{4/}	767,4 - 1038,3	11,4	911,7	12,3
M4 ^{4/}	823,8 - 1114,5	17,1	981,5	19,2

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

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

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

^{4/} Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em contração monetária de R\$9,2 bilhões no bimestre janeiro-fevereiro. No mercado primário, os resgates líquidos totalizaram R\$862 milhões, resultante do resgate líquido de R\$591 milhões em títulos do Tesouro Nacional e de R\$271 milhões em títulos do Banco Central. No mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto contracionista de R\$10 bilhões.

25. No primeiro bimestre de 2004, o Copom considerou o risco de prosseguir com a distensão da política monetária, dada a probabilidade concreta de que a inflação voltasse a se desviar da trajetória de metas, demandando cautela adicional na condução da política monetária. Diante deste cenário, o Copom decidiu manter a meta para a taxa Selic em 16,5% a.a. em janeiro e em fevereiro. Em março, tendo em vista indicações recentes de redução do risco do desvio mencionado, o Copom optou por promover corte de 0,25 p.p. na taxa Selic, fixando a em 16,25% a.a.

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

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
17.12.2003	-	16,50
21.01.2004	-	16,50
18.02.2004	-	16,50
17.03.2004	-	16,25

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

26. O desempenho favorável da economia registrado na segunda metade de 2003, evidenciado pelo patamar relativamente elevado do nível da atividade ao final do ano, deverá manter-se no primeiro semestre deste ano. A continuidade do crescimento das concessões de crédito, o ritmo das vendas varejistas, o desempenho das exportações nos primeiros meses do ano são fatores que tendem a sustentar essa expansão. Adicionalmente, a evolução dos rendimentos reais mostra sinais de inversão da trajetória decrescente delineada ao longo de 2003, aspecto relevante se considerada a influência dessa variável sobre as vendas de bens de consumo não duráveis – principal categoria de bens finais da indústria.

27. Assinale-se, entretanto, que as taxas de crescimento desses fatores condicionantes da demanda mostram-se mais discretas no início deste ano, indicando arrefecimento da expansão econômica recentemente verificada. Essa desaceleração era esperada após a recuperação inicial de patamar do nível de atividade, tendência também verificada em períodos de retomada anteriores.

28. A evolução das operações de crédito do sistema financeiro registrada no primeiro bimestre do ano está associada a fatores sazonais característicos do período. Assim, ao mesmo tempo em que a demanda por recursos pelas empresas é menos intensa nesse período do ano e que a atividade produtiva apresenta recuperação progressiva, os compromissos financeiros assumidos pelas famílias condicionam a procura por crédito mais intensa nesse segmento. Assinale-se, contudo, a manutenção da trajetória de crescimento dessas operações, iniciada no último trimestre do ano anterior, impulsionada, fundamentalmente, pela demanda por bens duráveis, evidenciando o impacto favorável da flexibilização da política monetária, expressa na queda das taxas ativas de juro e nos *spreads* bancários, sobre as vendas desse setor.

29. Adicionalmente, vale destacar a contribuição dos empréstimos consignados em folha de pagamento bem como da contínua queda das taxas de inadimplência para a formação de ambiente propício à expansão consistente do crédito bancário. A crescente participação da modalidade de crédito pessoal no volume de crédito direcionado às pessoas físicas, ao lado da ampliação dos prazos dessas operações sugere migração do crédito de curto prazo, particularmente do cheque especial.

30. A contribuição do setor externo segue, a exemplo de anos anteriores, relevante ao processo de recuperação da economia. O desempenho superavitário das transações correntes do balanço de pagamentos, ao longo de 2003 e no início deste ano, esteve condicionado pelo comportamento favorável do comércio exterior. Em 2004, a expansão prevista para as importações, consistente com o cenário de retomada da atividade econômica, não deverá impedir a repetição do resultado obtido no ano anterior, cuja estimativa situa-se em US\$24 bilhões. Assim, a expectativa é de manutenção dos resultados superavitários em transações correntes.

31. Em relação à conta financeira, os dados registrados no primeiro bimestre corroboram a expectativa de fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos superiores aos de 2003. Em movimento similar, espera-se a continuidade de operações no mercado de bônus e a rolagem da dívida privada, traduzindo-se em taxas de rolagem superiores a 100%, mesmo levando-se em conta a magnitude das amortizações previstas. Assim, o financiamento do balanço de pagamentos deverá ocorrer sem sobressaltos.

32. A recomposição da demanda interna se constitui em fator preponderante para a sustentação da retomada do nível de atividade. Nesse sentido, saliente-se o aumento recente nos rendimentos reais, derivado de acordos de trabalho envolvendo importantes categorias profissionais e, fundamentalmente, do recuo nas taxas de inflação.

33. De fato, os últimos resultados dos índices de preços ao consumidor mostraram evolução das taxas para níveis inferiores aos observados ao final de 2003 e janeiro deste ano. Tal comportamento é indicativo de que as pressões observadas em segmentos específicos não se disseminaram sobre os demais preços e estão, em parte, superadas. A evolução dos núcleos de inflação ratificam essa percepção e sinalizam convergência das taxas para patamar compatível com a meta fixada para este ano.

34. Contudo, persistem os efeitos de aumentos dos preços de *commodities* com participações importantes na cadeia produtiva, e, a partir de fevereiro, as influências associadas às mudanças introduzidas na Cofins, que se fazem notar na evolução do IPA industrial. Ainda que a repercussão desses aumentos sobre os preços ao consumidor seja atenuada, esse fator tende a diminuir a intensidade de recuo dos indicadores de preços nos próximos meses.

35. Nesse contexto, o governo volta a ratificar o comprometimento com os objetivos de política fiscal, principalmente quanto à meta de superávit primário definida para o ano, ao ajustar a programação orçamentária, inclusive com a implementação de corte preventivo de gastos. Ressalte-se que o resultado fiscal observado em janeiro sinaliza o cumprimento da meta de superávit para o primeiro trimestre, observado o comportamento sazonal dos principais itens de receitas e despesas. A tendência para médio e longo prazos é de continuidade do equilíbrio fiscal em todos os níveis de governo, com maior ênfase no gerenciamento das despesas, inclusive em face da aplicação de dispositivos legais que inibem práticas que comprometam a eficiência do gasto público, no contexto das diretrizes vinculadas à Lei de Responsabilidade Fiscal.

36. No tocante à relação dívida/PIB, ressalte-se a perspectiva de tendência declinante dessa relação, tendo em vista a redução do nível de taxas de juros incidentes sobre a dívida, bem como as perspectivas favoráveis de crescimento da economia.

37. Essa trajetória é fundamentada, ainda, pelas perspectivas de expansão da economia mundial em 2004, com o comércio internacional de mercadorias experimentando

aceleração, consubstanciada na recuperação vigorosa nos preços das *commodities*. Resalte-se, entretanto, que a continuidade da recuperação econômica mundial será condicionada pelo processo de acomodação mútua entre a atividade econômica, as políticas governamentais, as taxas de câmbio e as contas externas e, principalmente, pela correção dos desequilíbrios macroeconômicos identificados em economias líderes no processo de crescimento econômico mundial. Mais recentemente, as tensões derivadas do atentado terrorista na Espanha justificam postura de cautela, uma vez que não estão descartados novos ataques a centros-chaves da economia mundial, colocando em xeque o cenário de crescimento econômico global, o que vem a demonstrar a vulnerabilidade da economia mundial a eventos de natureza não-econômica.

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

38. A programação dos agregados monetários para o segundo trimestre e para o ano 2004 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e de câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado em metas para a inflação.

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

Discriminação	R\$ bilhões			
	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	85,8 - 116,1	18,3	104,3 - 141,1	17,0
Base restrita ^{3/}	58,5 - 79,2	4,8	71,7 - 97,0	19,2
Base ampliada ^{4/}	800,1 - 1082,5	17,0	861,3 - 1165,3	14,3
M4 ^{4/}	876,0 - 1185,1	21,8	937,7 - 1268,7	14,9

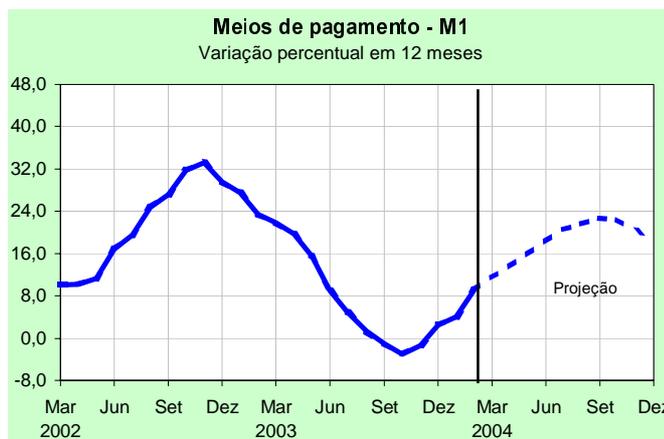
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

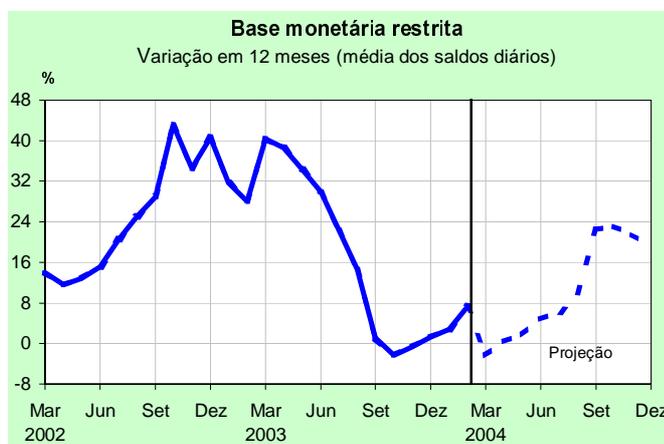
4/ Saldos em fim de período.

39. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos de correção de erros para a demanda por seus componentes. Considerou-se também o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic 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 18,3%

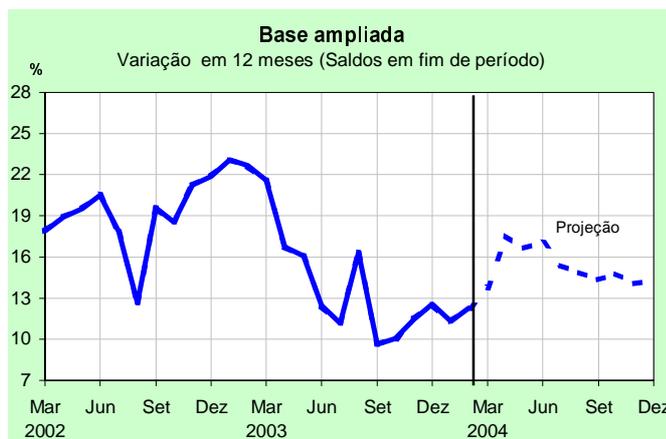


para junho e em 17% para dezembro de 2004. Para a previsão dos meios de pagamento foram observadas, ainda, as liberações do FGTS, ao amparo da Lei Complementar nº 110, de 29.6.2001, bem como a recuperação da atividade econômica, o crescimento das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação do salário mínimo acima da expansão do produto e o aumento da demanda por moeda em virtude das eleições municipais a ocorrerem neste ano.

40. Tendo em vista a projeção para as demandas 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 4,8% em 12 meses para o saldo médio da base monetária em junho e de 19,2% em dezembro de 2004. Cabe observar que a variação em 12 meses para junho está influenciada pela base de cálculo em junho de 2003, que contemplava alíquota de recolhimento compulsório de 60%, comparativamente à de 45% vigente atualmente.



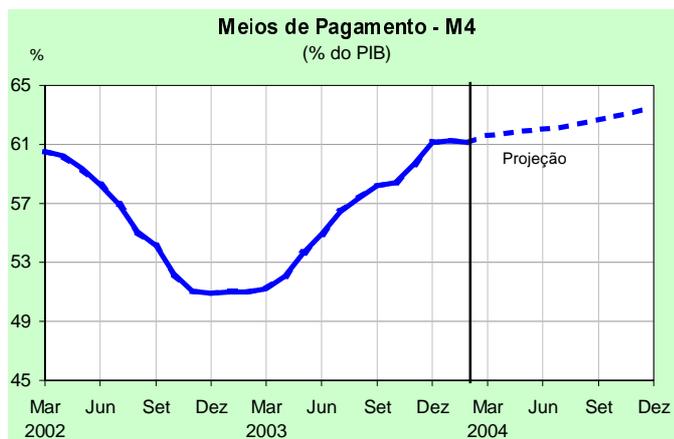
41. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas por meio de simulação que pressupõe a neutralização dos fatores condicionantes de impacto monetário indesejado na base monetária restrita. Nesse sentido, adotam-se 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 em 12 meses de 17% em junho e 14,3% em dezembro de 2004.



42. A evolução dos meios de pagamento ampliados foi projetada considerando a capitalização de seus componentes e os 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 esperado em 12 meses para o M4 corresponde a 21,8% em junho e 14,9% em dezembro de 2004.



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



44. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre janeiro/fevereiro de 2004, bem como os valores previstos para o segundo trimestre e para o ano 2004.

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

Discriminação	2004		2004 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	100,3	9,1	101,0	18,3	122,7	17,0
Base restrita ^{4/}	68,8	7,3	68,8	4,8	84,4	19,2
Base ampliada ^{5/}	911,7	12,3	941,3	17,0	1 013,3	14,3
M4 ^{5/}	981,5	19,2	1 030,6	21,8	1 103,2	14,9

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2004					
	Janeiro-Fevereiro		Segundo trimestre ^{2/}		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,458	1,7	1,467	12,8	1,454	-1,8
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,355	-6,3	0,350	-29,9	0,337	2,7
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,390	-2,0	0,390	-0,5	0,406	2,3
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,077	6,2	1,095	4,1	1,089	0,6

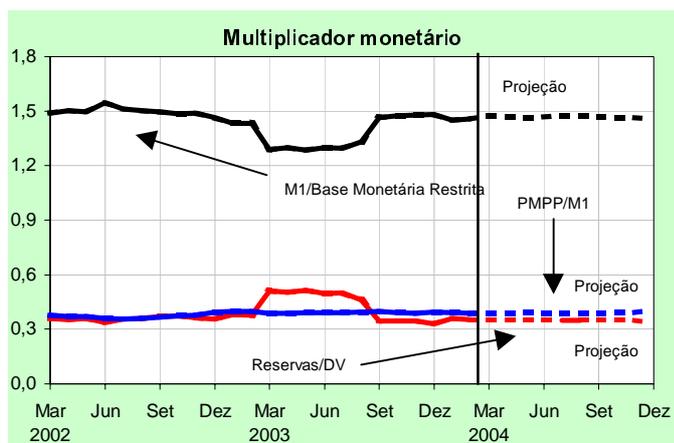
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

46. 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 quarto trimestre de 2003 ^{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	104,9	2,5
Base restrita ^{3/}	60,1 - 81,3	1,1	70,8	1,3
Base ampliada ^{4/}	750,7 - 1015,6	12,1	886,9	12,6
M4 ^{4/}	796,7 - 1077,9	16,1	959,9	18,9

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 2004 e ocorridos no período janeiro/fevereiro ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	81,1 - 109,7	6,7	100,3	9,1
Base restrita ^{3/}	55,7 - 75,4	-5,4	68,8	7,3
Base ampliada ^{4/}	767,4 - 1038,3	11,4	911,7	12,3
M4 ^{4/}	823,8 - 1114,5	17,1	981,5	19,2

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	Segundo Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	85,8 - 116,1	18,3	104,3 - 141,1	17,0
Base restrita ^{3/}	58,5 - 79,2	4,8	71,7 - 97,0	19,2
Base ampliada ^{4/}	800,1 - 1082,5	17,0	861,3 - 1165,3	14,3
M4 ^{4/}	876,0 - 1185,1	21,8	937,7 - 1268,7	14,9

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	2004		2004 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	100,3	9,1	101,0	18,3	122,7	17,0
Base restrita ^{4/}	68,8	7,3	68,8	4,8	84,4	19,2
Base ampliada ^{5/}	911,7	12,3	941,3	17,0	1 013,3	14,3
M4 ^{5/}	981,5	19,2	1 030,6	21,8	1 103,2	14,9

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	2004					
	Janeiro-Fevereiro		Segundo trimestre ^{2/}		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,458	1,7	1,467	12,8	1,454	-1,8
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,355	-6,3	0,350	-29,9	0,337	2,7
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,390	-2,0	0,390	-0,5	0,406	2,3
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,077	6,2	1,095	4,1	1,089	0,6

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.