

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico - DEPEC

Programação Monetária

2003

Setembro - 2003

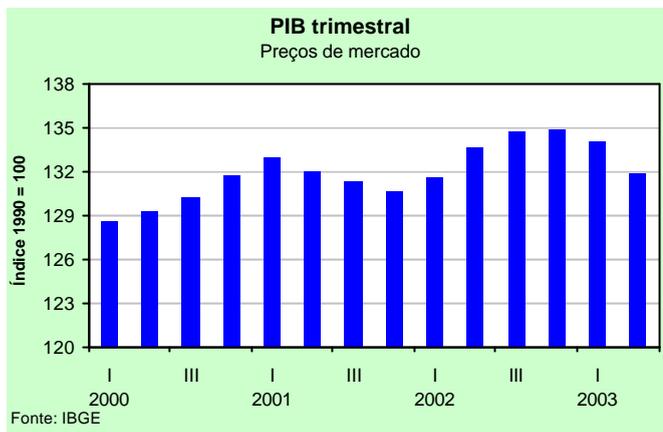


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o quarto trimestre de 2003

A economia no terceiro trimestre de 2003

1. O Produto Interno Bruto (PIB), a preços de mercado, contraiu 1,6% no segundo trimestre deste ano, comparativamente ao patamar registrado no período anterior, quando decrescera 0,59% na mesma base de comparação, de acordo estatísticas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), ajustadas sazonalmente. O comportamento do PIB, no segundo trimestre deste ano, refletiu desempenhos negativos em todos os setores da economia, atingindo 3,75% na indústria, 1,18% na agropecuária e 0,35% em serviços. Ante igual trimestre de 2002, o PIB apresentou variação negativa de 1,4%, no trimestre.



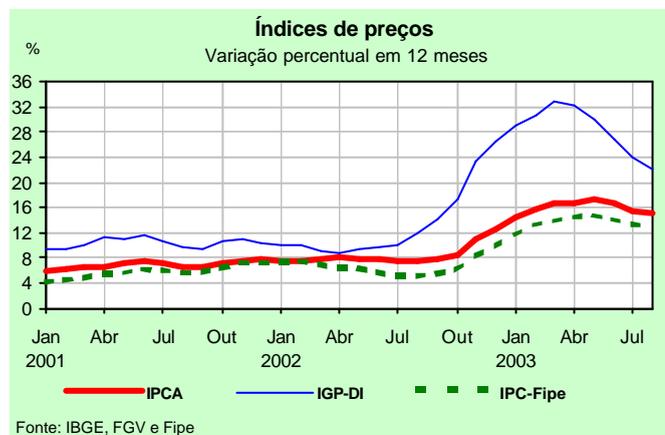
2. A produção industrial apresentou declínios de 0,09% em maio e de 2,75% em junho, e crescimento de 0,41% em julho, de acordo com o IBGE. Considerando as categorias de uso, o resultado de julho decorreu de expansões de 0,96% na produção de bens intermediários e de 0,36% na de bens de capital, e de recuo de 1,36% na produção de bens de consumo. Nessa categoria, registrou-se crescimento de 0,74% em bens de consumo duráveis e declínio de 2,13% em não-duráveis e semiduráveis.



3. O faturamento real do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP) registrou declínio mensal de 2,72% em julho deste ano, série dessazonalizada, observando-se retrações de 3,61% no comércio automotivo, de 3,1% no comércio geral sem concessionárias, de 2,94% em bens de consumo e de 2,14% em materiais de construção. Ainda de acordo com a Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), o desempenho das vendas de bens de consumo refletiu crescimento de 3,1% no segmento de bens semiduráveis e declínios de 4,15% em bens duráveis e de 1,82% em bens não-duráveis.



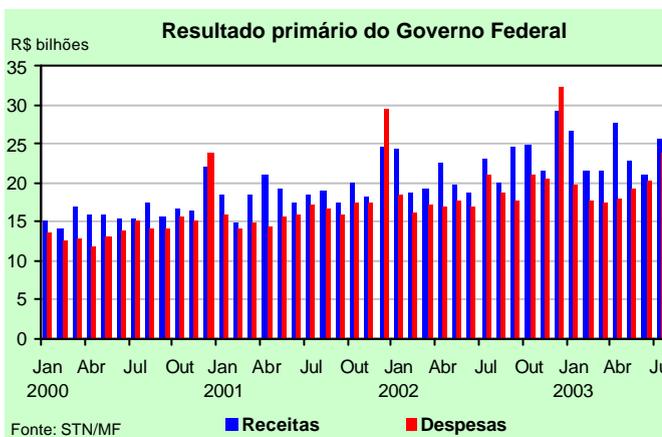
4. O Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela Fundação Getulio Vargas (FGV-RJ), apresentou variação positiva de 0,62% em agosto, após registrar taxas mensais negativas de maio a julho. No mesmo sentido, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), aferido pelo IBGE, apresentou variações positivas de 0,2% em julho e de 0,34% em agosto, invertendo tendência declinante iniciada no primeiro trimestre do ano. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), calculado pela Fundação Instituto de Pesquisas (Fipe) expandiu 0,63% em agosto, após registrar recuos em junho e em julho, reflexo defasado dos reajustes ocorridos nos itens energia elétrica e telefone fixo.



5. A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE, vem mantendo-se em patamar relativamente estável desde maio de 2003, quando atingiu 12,8%. A média mensal das taxas de desemprego do período junho-julho de 2003 atingiu 12,9%, comparativamente a 12,6%, no bimestre abril-maio, e a 11,75%, no bimestre junho-julho de 2002. A elevação da taxa de desemprego, evidenciada pela comparação anual, reflete a redução do ritmo da atividade econômica observada no período.



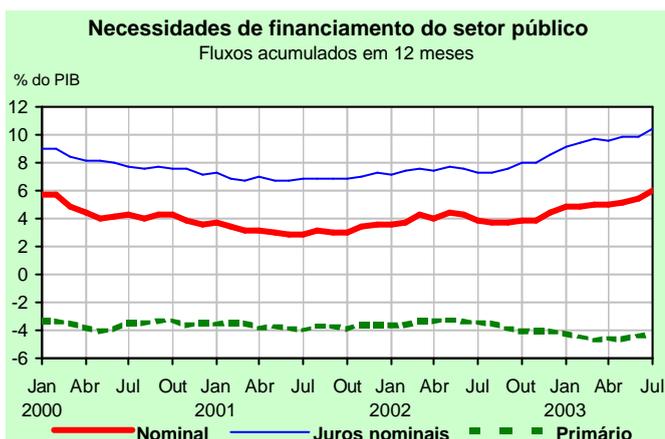
6. O superávit primário do governo federal alcançou R\$1,7 bilhão em julho, resultado de superávit de R\$4,1 bilhões do Tesouro Nacional e de déficit de R\$2,4 bilhões da Previdência Social (RGPS). De janeiro a julho, o superávit acumulado totalizou R\$31 bilhões, comparativamente a R\$22,1 bilhões em igual período de 2002. No mês, a receita líquida total atingiu R\$25,6 bilhões e a despesa total, R\$23,8 bilhões, enquanto as transferências a estados e municípios somaram R\$4 bilhões.



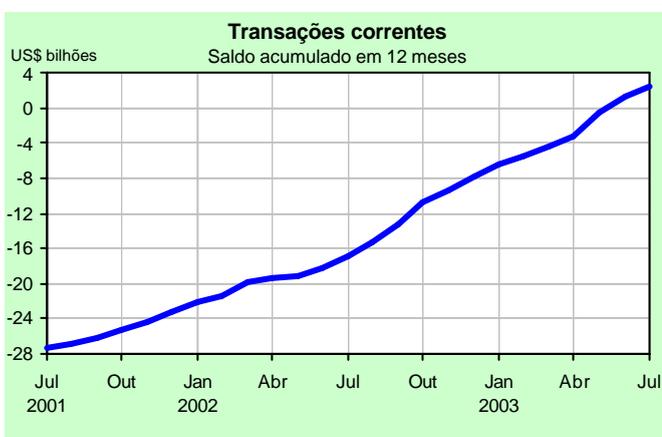
7. A dívida líquida do setor público situou-se em R\$877,2 bilhões em julho, 57% do PIB, ante R\$856,4 bilhões, 55,4% do PIB, em junho. Do montante apurado em julho, R\$683,5 bilhões, ou 44,4% do PIB, corresponderam à dívida interna líquida, e R\$193,7 bilhões, ou 12,6% do PIB, à dívida externa líquida. A dívida interna, por sua vez, distribuiu-se em R\$380,1 bilhões relativos ao governo central, 24,7% do PIB, R\$251,7 bilhões aos governos estaduais, 16,4% do PIB, R\$35,3 bilhões aos governos municipais, 2,3% do PIB, e R\$16,3 bilhões às empresas estatais, 1,1% do PIB.



8. As necessidades de financiamento do setor público cambial alcançaram 5,97% do PIB, em julho, considerado o fluxo valorizado acumulado em doze meses. Os governos central e regionais registraram déficits de 2,89% do PIB, e de 3,61% do PIB, respectivamente, enquanto as empresas estatais obtiveram superávit de 0,53% do PIB, naquele período. Os juros nominais apropriados nos doze meses encerrados em julho somaram 10,36% do PIB.



9. A trajetória de redução do déficit em transações correntes acumulado em doze meses vem se consolidando no corrente ano. Dessa forma, no segundo trimestre, as transações correntes com o exterior implicaram entradas líquidas de US\$404 milhões, ante resultado deficitário de US\$5,2 bilhões, no mesmo período de 2002. Em julho, o saldo em transações correntes totalizou US\$744 milhões e em doze meses encerrados nesse mês, US\$2,6 bilhões, 0,57% do PIB.



10. O superávit do comércio exterior alcançou US\$6,6 bilhões no segundo trimestre de 2003, comparativamente a US\$1,6 bilhão, em igual período de 2002. Tal resultado decorreu de exportações de US\$18 bilhões e importações de US\$11,4 bilhões. No bimestre julho-agosto, o superávit comercial atingiu US\$4,7 bilhões, ante US\$2,8 bilhões em igual período de 2002. O saldo comercial de agosto de 2003, US\$2,7 bilhões, constituiu-se no maior já registrado, refletindo, de um lado, a desaceleração da atividade econômica interna e de outro, o desempenho favorável das exportações.



11. A trajetória descendente do ingresso líquido de investimento estrangeiro direto (IED), acumulado em doze meses, reverteu-se em julho. Nesse mês, o ingresso líquido de IED atingiu US\$1,3 bilhão, ante US\$1,5 bilhão no segundo trimestre de 2003, quando representou 30,9% dos aportes ocorridos em período similar de 2002. Em julho, o montante de IED acumulado no ano atingiu US\$4,8 bilhões e, em doze meses, US\$10,8 bilhões.



12. As reservas internacionais, no conceito liquidez internacional, elevaram-se US\$343 milhões no segundo trimestre de 2003, em relação ao primeiro trimestre do ano. Em julho, as reservas atingiram o patamar de US\$47,7 bilhões, aumento de 22% comparativamente a julho do ano precedente.



B. Política Monetária no segundo trimestre de 2003

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

14. A base monetária, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$65,7 bilhões em junho, com contração de 0,7% no mês e expansão de 29,9% no período de doze meses. O papel-moeda emitido alcançou R\$39,8 bilhões, com crescimentos respectivos de 0,8% e 18%, na mesma base de comparação. As reservas bancárias decresceram 3% em relação ao mês anterior e expandiram-se 53,8% em doze meses, totalizando R\$25,9 bilhões.

15. A base monetária ampliada, definida como a soma da base restrita, depósitos compulsórios em espécie e títulos públicos federais fora do Banco Central, evoluiu 0,6% em junho, alcançando R\$804,5 bilhões, no conceito de saldo de final de período. No período de doze meses, a base monetária ampliada expandiu-se 12,5%, refletindo aumento de 22,1% no saldo de títulos do Tesouro Nacional, de 25,9% no saldo da base restrita e de 193,7% nos depósitos compulsórios. O saldo de títulos do Banco Central reduziu-se 67,6%.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	81,4 - 110,2	22,3	85,4	9,0
Base restrita ^{3/}	62,3 - 84,3	44,9	65,7	29,9
Base ampliada ^{4/}	716,4 - 969,2	17,8	804,5	12,5
M4 ^{4/}	749,7 - 1014,3	14,6	846,8	10,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. O saldo médio dos meios de pagamento (M1) alcançou R\$85,4 bilhões em junho, com crescimentos de 0,4% no mês e de 9% no intervalo de doze meses. O papel-moeda em poder do público atingiu R\$33,5 bilhões, com acréscimo de 0,5% no mês e de 18,6% em doze meses, enquanto os depósitos à vista expandiram-se 0,3% e 3,6%, respectivamente, na mesma base de comparação, perfazendo R\$51,9 bilhões.

17. O agregado monetário mais amplo, M4, registrou expansão de 0,9% em junho, totalizando R\$846,8 bilhões. Em doze meses, o aumento atingiu 10%.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$20,5

bilhões no segundo trimestre. No mercado primário, verificou-se colocação líquida de US\$27,8 bilhões, resultado da colocação líquida de R\$37,8 bilhões em títulos do Tesouro Nacional e do resgate líquido de R\$10 bilhões em títulos do Banco Central. No mercado secundário, a compra líquida de títulos totalizou R\$48,3 bilhões.

19. Em reunião ordinária de 24 de abril, o Comitê de Política Monetária (Copom) manteve a meta para a taxa Selic em 26,5% a.a., retirando, no entanto, o viés de alta, tendo em vista a melhora das perspectivas de inflação, ainda que menos pronunciada que o esperado. Em 22 de maio, o Copom manteve a meta para a taxa Selic em 26,5% a.a., entendendo que a consolidação da queda da inflação recomendava a mesma postura da política monetária. Em reunião do dia 19 de junho, o Copom decidiu reduzir a meta para 26% a.a., à luz dos resultados positivos obtidos no controle da inflação.

C. Política monetária no bimestre julho-agosto de 2003

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, somou R\$64,5 bilhões em agosto, com contração de 2,8% no mês e expansão de 14,6% nos últimos doze meses. Entre seus componentes, o papel-moeda emitido aumentou 0,9% no mês e 10,2% em doze meses, alcançando R\$40,5 bilhões. As reservas bancárias, com saldo de R\$24 bilhões, contraíram-se 8,5% em relação ao mês anterior e expandiram-se 22,9% no período de doze meses.

21. A base monetária ampliada expandiu-se 1,5% em agosto, totalizando R\$838 bilhões. Nos últimos doze meses, a expansão de 16,6% refletiu aumentos de 6,3% na base restrita, de 67% nos depósitos compulsórios, e de 13,8% no saldo de títulos públicos federais.

22. A média dos saldos diários do M1 alcançou R\$85,8 bilhões em agosto, decrescendo 0,4% no mês e aumentando 1,4% nos últimos doze meses. O papel-moeda em

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2003 e ocorridos no período julho/agosto^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	84,4 - 99,0	5,4	85,8	1,4
Base restrita ^{3/}	60,6 - 82,0	22,7	64,5	14,6
Base ampliada ^{4/}	724,3 - 979,9	10,3	838,0	16,6
M4 ^{4/}	756,4 - 1023,5	14,6	879,2	14,9

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.

poder do público situou-se em R\$34 bilhões, com expansões de 0,4% no mês e de 10,8% em doze meses, enquanto os depósitos à vista reduziram-se 0,9% e 4%, na mesma base de comparação, totalizando R\$51,8 bilhões.

23. O M4 totalizou R\$879,2 bilhões em agosto, com incrementos de 1,9% no mês e de 14,9% 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\$9,3 bilhões no bimestre julho-agosto. No mercado primário, as operações apresentaram impacto contracionista de R\$11 bilhões, decorrente de R\$15,7 bilhões em colocações líquidas de títulos do Tesouro Nacional e de resgates líquidos de R\$4,7 bilhões em títulos do Banco Central. No mercado secundário, as operações com títulos públicos exerceram impacto expansionista de R\$1,6 bilhão.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
17.1.2001	-	15,25
14.2.2001	-	15,25
21.3.2001	-	15,75
18.4.2001	-	16,25
23.5.2001	-	16,75
20.6.2001	-	18,25
18.7.2001	-	19,00
22.8.2001	-	19,00
19.9.2001	-	19,00
17.10.2001	-	19,00
21.11.2001	-	19,00
19.12.2001	-	19,00
23.1.2002	-	19,00
20.2.2002	-	18,75
20.3.2002	-	18,50
17.4.2002	-	18,50
22.5.2002	-	18,50
19.6.2002	-	18,50
17.7.2002	-	18,00
21.8.2002	-	18,00
18.9.2002	-	18,00
14.10.2002	-	21,00
23.10.2002	-	21,00
20.11.2002	-	22,00
18.12.2002	-	25,00
22.1.2003	-	25,50
19.2.2003	-	26,50
19.3.2003	-	26,50
23.4.2003	-	26,50
21.5.2003	-	26,50
18.6.2003	-	26,00
23.7.2003	-	24,50
20.8.2003	-	22,00
17.9.2003	-	20,00

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

25. Em julho, o Copom reduziu a meta para a taxa Selic para 24,5% a.a., interpretando que as conquistas no combate à inflação não seriam comprometidas por maior relaxamento monetário. Em agosto, a meta para a taxa Selic foi reduzida para 22% a.a., seguindo-se nova redução, para 20% a.a., em setembro, tendo em vista a consolidação da trajetória de queda da inflação e a melhora significativa no cenário fiscal de médio e longo prazos, proporcionada pelo rápido andamento das reformas.

D. Perspectivas para o quarto trimestre de 2003

26. O recrudescimento inflacionário e as incertezas inerentes ao processo eleitoral constituíram-se em fatores determinantes do desempenho da economia, no primeiro semestre, em patamar inferior ao esperado inicialmente. Tais fatores afetaram significativamente o consumo e os investimentos. As vendas no varejo registraram forte retração, atingindo não apenas bens de consumo duráveis, sensíveis principalmente ao crédito, mas também bens não duráveis, que respondem principalmente à evolução da renda. Ao mesmo tempo, as inversões produtivas, no primeiro semestre, concentraram-se à agropecuária e a alguns setores específicos da indústria, particularmente aos exportadores.

27. Considerando-se que esses fatores de inibição do crescimento da economia foram superados, as perspectivas para o segundo semestre apresentam-se mais favoráveis. O retorno da inflação a patamares reduzidos contribuirá para a expansão gradual da renda do trabalho, sobretudo à medida em que os níveis de atividade e de emprego se recuperem. Concorre, ainda, nesse sentido a concentração de dissídios de categorias importantes, nos próximos meses, e os efeitos sazonais associados a empregos temporários e ao pagamento de recursos extras, como o 13º salário. A queda da taxa de desemprego aberto, em julho, ainda que discreta, e o aumento dos salários reais da indústria de transformação paulista apresentam-se como sinais do início da recomposição da renda.

28. Paralelamente, a flexibilização da política monetária, com a redução gradual da taxa básica de juros e das exigibilidades de depósitos compulsórios, e a recuperação de expectativas criam condições para a retomada dos financiamentos, afetando primeiramente as vendas de bens de consumo duráveis e, em etapa posterior, os fluxos de investimento. Adicionalmente, as exportações persistem vigorosas, devendo permanecer como elemento de impulso à atividade interna, fortalecidas pela perspectiva de expansão da economia mundial, em especial da economia americana.

29. Nesse contexto, embora estatísticas referentes a julho e a agosto mostrem sinais, ainda que incipientes, de reação da atividade econômica, o crescimento mais intenso deverá ser observado apenas a partir do último trimestre, em resposta ao gradualismo da recuperação dos rendimentos e à acomodação do nível de estoques de produtos finais. Adicionalmente, o ciclo de flexibilização da política monetária, expresso pelas reduções da taxa de juros básica e da alíquota do recolhimento compulsório incidente sobre depósitos à

vista, determinando quedas consecutivas nas taxas ativas, ainda não sensibilizou a demanda por novos créditos. Nesse contexto, as expectativas são de que com a consolidação do cenário de estabilidade, acompanhado de quedas mais acentuadas das taxas ativas, ainda elevadas, as empresas e as famílias retomem a contratação de novos recursos.

30. O prenúncio de um ciclo virtuoso de negócios se expressa na evolução do volume de recursos movimentados no mercado de ações. Sem dúvida, a movimentação da bolsa de valores de São Paulo, com significativa valorização dos papéis e ingressos de capitais, em especial estrangeiros, reforça os sinais de que estão dadas as condições para a retomada da atividade econômica.

31. Tais condições encontram amparo no desempenho do setor fiscal. Nesse sentido, o resultado registrado no ano sugere o cumprimento da meta de superávit primário estabelecida para o ano. Adicionalmente, o comportamento esperado da arrecadação nos próximos meses deverá refletir a retomada, ainda que modesta, do ritmo da atividade econômica. Assinale-se que a consolidação do equilíbrio fiscal será reforçada, ainda, pela implementação das reformas Tributária e Previdenciária, cujos trâmites no Congresso Nacional deverão ser finalizados ainda neste ano.

32. Registre-se, ainda, a continuidade do processo de melhoria do perfil da dívida pública, tanto no que diz respeito à elevação dos prazos de rolagem como no tocante à menor exposição às oscilações da taxa de câmbio. Esses fatores, aliados à estabilidade da taxa de câmbio, ao menor impacto da taxa de juros sobre a dívida, em decorrência da trajetória de queda da taxa Selic e, ainda, às condições favoráveis à retomada do crescimento do produto da economia, sugerem trajetória declinante para a relação dívida/PIB.

33. A trajetória recente da taxa de câmbio vem refletindo a evolução favorável do saldo em transações correntes, associada, principalmente, ao desempenho da balança comercial. O crescimento expressivo das exportações vem ocorrendo tanto pela diversificação de pauta como pela ampliação de mercados, enquanto as importações têm se contraído, como resposta ao comportamento do câmbio, à substituição de importações e à desaceleração do nível de atividade.

34. O resultado em transações correntes tem reduzido as necessidades de fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, cujos ingressos têm sido fonte de financiamento do balanço de pagamentos nos últimos anos. Além disso, a continuidade das captações externas, com melhora nas taxas de rolagem de empréstimos diretos e de papéis, tem contribuído para o significativo ajustamento das contas externas observado nos oito primeiros meses de 2003.

35. Para 2003, projeta-se expansão do superávit comercial, manutenção dos fluxos líquidos de investimentos diretos, apesar de inferiores aos de 2002, bem como níveis ligeiramente superiores para as despesas líquidas com serviços e as remessas líquidas de renda, contribuindo para redução acima de US\$ 6 bilhões no déficit em transações correntes, no ano.

36. Nesse cenário, as expectativas quanto à evolução dos preços evidenciam não apenas a superação das pressões inflacionárias existentes ao término de 2002 e início de 2003, mas que as incertezas relativas à trajetória da inflação, presentes naquela conjuntura, também foram minimizadas. Essa evolução deve ser atribuída, fundamentalmente, ao alcance das medidas monetárias, ainda que também estivessem presentes fatores relacionados à oferta, favoráveis ao comportamento de preços. A perspectiva favorável para a evolução futura dos preços, expressa pelas estimativas de mercado, resulta, em parte, da consolidação desse quadro. Inexistem pressões generalizadas sobre preços, sejam de ordem inercial, por indexação, recuperação de margens ou repasses, fatores mencionados com relativa frequência em análises anteriores.

37. Contudo, há de se considerar para os resultados dos índices de setembro e, em menor intensidade, para os de outubro, pressões pontuais decorrentes, principalmente, da elevação dos preços de produtos monitorados e de origem agrícola. No primeiro grupo são esperados os impactos do reajuste remanescente das tarifas de telefonia, se confirmado, das elevações recentes em algumas capitais, da taxa de água e esgoto, das tarifas de energia elétrica e de transporte urbano, com efeitos concentrados em setembro. Em relação aos produtos de alimentação, os preços tendem a mostrar recuperação, após registrarem queda por três meses, em função do início da entressafra, da recuperação dos preços de *commodities* agrícolas no mercado internacional e do esgotamento da sazonalidade favorável para os produtos *in natura*.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2003

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

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

Discriminação	R\$ bilhões	
	Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	85,4 - 115,5	-1,8
Base restrita ^{3/}	60,1 - 81,3	1,1
Base ampliada ^{4/}	750,7 - 1015,6	12,1
M4 ^{4/}	796,7 - 1077,9	16,1

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.

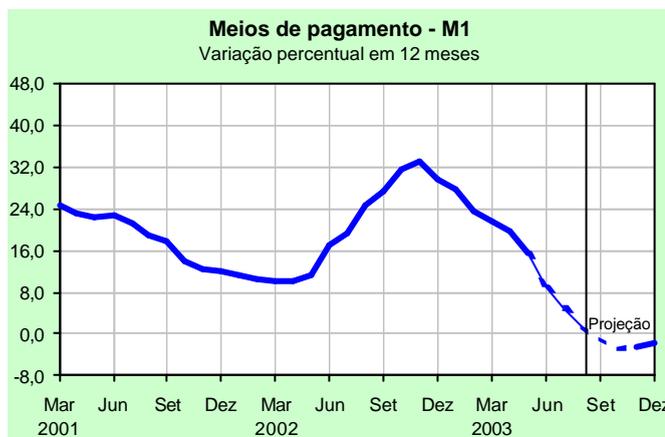
4/ Saldos em fim de período.

39. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos de correção de erros para a demanda por seus componentes, com cenários compatíveis com as metas para a inflação, inclusive com o desvio dentro de seu intervalo para o ano, a fim de acomodar o realinhamento de preços em curso. Considerou-se também o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic, os prováveis impactos das operações de crédito e compo-



mentes 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 -1,8% para dezembro de 2003. Cabe ressaltar que o valor-base de dezembro de 2002 utilizado para o cálculo dessa variação contempla o movimento atípico ocorrido no ano passado em decorrência da migração dos recursos alocados em fundos de investimento.

40. O comportamento projetado para os meios de pagamento para o quarto trimestre de 2003 considerou, ainda, as liberações do FGTS, ao amparo da lei complementar 110, de 29.6.2001, e a restituição do imposto de renda.



41. A partir do comportamento estimado para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que determinam a demanda por meio circulante e por reservas bancárias para uma dada sistemática de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se crescimento em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 1,14% em dezembro de 2003. Ressalte-se, ainda, o impacto sobre as re-



servas bancárias decorrente da redução da alíquota de recolhimento compulsório sobre os recursos à vista, ocorrida em agosto de 2003.

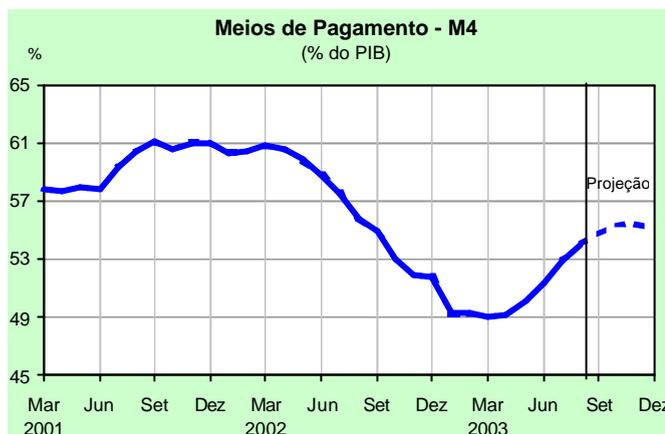
42. As projeções da base monetária ampliada, que consiste em medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas por meio de simulação que pressupõe a neutralização dos fatores condicionantes de impacto monetário indesejado na base monetária restrita. Nesse sentido, adotam-se cenários para o resultado primário 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 12,1% em dezembro de 2003.



43. No que tange aos meios de pagamento ampliados, as projeções para o agregado monetário mais abrangente, M4, 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 16,1% em dezembro de 2003.



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



45. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho-agosto, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2003.

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

Discriminação	2002		2003			
	Ano		Julho/Agosto		Ano ^{2/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	102,3	29,6	85,8	1,4	100,5	-1,8
Base restrita ^{4/}	69,9	32,3	64,5	14,6	70,7	1,1
Base ampliada ^{5/}	788,0	21,9	838,0	16,6	883,1	12,1
M4 ^{5/}	807,5	6,8	879,2	14,9	937,3	16,1

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2002		2003			
	Ano		Julho/Agosto		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,464	-2,0	1,330	-11,5	1,421	-2,9
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,357	1,7	0,463	27,9	0,351	-1,7
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,395	1,8	0,396	9,4	0,421	6,6
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,025	-12,6	1,049	-1,5	1,061	3,5

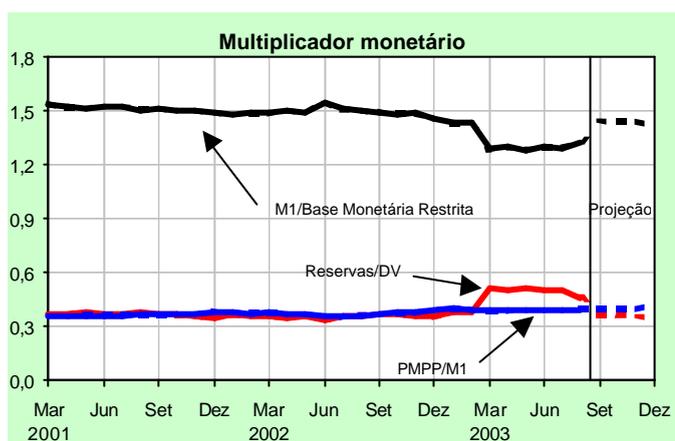
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

47. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência definida em qualquer direção em 2003.



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	81,4 - 110,2	22,3	85,4	9,0
Base restrita ^{3/}	62,3 - 84,3	44,9	65,7	29,9
Base ampliada ^{4/}	716,4 - 969,2	17,8	804,5	12,5
M4 ^{4/}	749,7 - 1014,3	14,6	846,8	10,0

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2003 e ocorridos no período julho/agosto ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	84,4 - 99,0	5,4	85,8	1,4
Base restrita ^{3/}	60,6 - 82,0	22,7	64,5	14,6
Base ampliada ^{4/}	724,3 - 979,9	10,3	838,0	16,6
M4 ^{4/}	756,4 - 1023,5	14,6	879,2	14,9

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 3. Programação monetária para 2003 ^{1/}

Discriminação	Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	85,4 - 115,5	-1,8
Base restrita ^{3/}	60,1 - 81,3	1,1
Base ampliada ^{4/}	750,7 - 1015,6	12,1
M4 ^{4/}	796,7 - 1077,9	16,1

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	2002		2003			
	Ano		Julho/Agosto		Ano ^{2/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	102,3	29,6	85,8	1,4	100,5	-1,8
Base restrita ^{4/}	69,9	32,3	64,5	14,6	70,7	1,1
Base ampliada ^{5/}	788,0	21,9	838,0	16,6	883,1	12,1
M4 ^{5/}	807,5	6,8	879,2	14,9	937,3	16,1

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/ Saldo em fim de período.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2002		2003			
	Ano		Julho/Agosto		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,464	-2,0	1,330	-11,5	1,421	-2,9
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,357	1,7	0,463	27,9	0,351	-1,7
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,395	1,8	0,396	9,4	0,421	6,6
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,025	-12,6	1,049	-1,5	1,061	3,5

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.