Relatório de Inflação	Brasília	Junho 1999	Vol. 1	Nº 1	P. 1 - 97

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto n° 3.088, de 21.6.99

Os textos e os correspondentes quadros estatísticos e gráficos são de responsabilidade dos seguintes componentes:

Departamento Econômico (Depec) e
(e-mail: depec@bcb.gov.br)

Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)
(e-mail: conep.depep@bcb.gov.br)

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, Volume 1, nº 1.

Controle Geral de Assinaturas

Banco Central do Brasil
Demap/Disup/Suimp
SIG - Quadra 8 - Lote 2025
70610-400 - Brasília (DF)
Telefone (061) 344-1554
Fax (061) 344-2982

Tiragem: 1.500 exemplares

Convenções Estatísticas

...	dados desconhecidos.
-	dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
0 ou **0,0**	menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
*****	dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-75) indica o total de anos, inclusive o primeiro e o último.
A barra (/) utilizada entre anos (1970/75) indica a média anual dos anos assinalados, inclusive o primeiro e o último, ou ainda, se especificado no texto, ano-safra, ou ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamentos.

Não são citadas as fontes dos quadros e gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Central de Informações do Banco Central do Brasil

Endereço:	Secre/Surel/Dinfo
	Edifício-Sede, 2º subsolo
	SBS - Quadra 3, Zona Central
Telefones:	(061) 414 (....) 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406
DDG	0800 992345
FAX	(061) 321 9453
	70074-900 - Brasília (DF)
Internet:	http://www.bcb.gov.br
E-mail:	cap.secre@bcb.gov.br
	secre.dinfo@bcb.gov.br

Índice

Apresentação

Sumário Executivo

1 Produto e Demanda 11

1.1 Produto Interno Bruto 11

Produção industrial 12

Agricultura 15

Comércio 16

1.2 Emprego 18

Salários e rendimentos 19

1.3 Conclusão 20

2 Preços 21

Expectativas do mercado para as taxas de inflação 24

Conclusão 25

3 Moeda e Crédito 27

3.1 Política monetária 27

Agregados monetários 32

Crédito 36

3.2 Mercado financeiro 39

Taxas básicas de juros 39

Mercado de derivativos 40

Mercado de capitais 41

Aplicações financeiras 42

Taxa de risco ("spread" bancário) 44

3.3 Conclusão 45

4 Finanças Públicas ... 47
Medidas relacionadas ao Programa de Estabilidade Fiscal ... 47
Demais medidas de política fiscal ... 48
Arrecadação de impostos e contribuições federais ... 50
Resultado fiscal do governo central ... 50
Juros ... 52
Resultado nominal ... 52
Dívida líquida e necessidade de financiamento do setor público ... 53
Dívida mobiliária federal ... 53
Privatizações ... 55
Conclusão ... 56

5 Setor Externo ... 57
5.1 Conjuntura internacional ... 57
5.2 Balanço de pagamentos ... 68
Balanço comercial ... 69
Serviços e transferências unilaterais ... 72
Conta de capitais ... 73
5.3 Reservas internacionais ... 74
5.4 Dívida externa ... 75
5.5 Conclusão ... 76

6 Perspectivas para a inflação ... 77
6.1 Perspectivas de inflação ... 77
6.2 Determinantes da inflação ... 78
Demanda agregada e oferta agregada ... 78
Política fiscal ... 81
Economia internacional ... 81
6.3 Cenário principal e riscos associados ... 83

7 Anexos ... 87
Processo de definição da taxa de juros ... 87
O mecanismo de transmissão da política monetária ... 89
Decreto n° 3.088, de 21.6.99 ... 92

Apêndice ... 95

Apresentação

Este Relatório apresenta à sociedade as condições da economia brasileira e internacional que subsidiaram as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) quanto à condução da política monetária.

Do ponto de visto, formal, é parte integrante da nova sistemática de condução da política monetária que implica alcance, pelo Banco Central, da meta de inflação estabelecida pelo governo. O regime, em processo de adoção, constitui estratégia mais adequada, no atual contexto, para a manutenção da estabilidade de preços, uma vez que torna a política monetária mais transparente, ao deixar claros os meios usados pelo Banco Central para atingir este objetivo. Ao mesmo tempo, evidencia as limitações da política monetária e a eventual inconsistência de políticas econômicas, aumentando o grau de comprometimento do governo com o processo de estabilização de preços.

Este Relatório discorre sobre a avaliação prospectiva do Copom acerca da tendência da inflação até o ano 2001. Como a política monetária produz efeitos sobre a taxa de inflação com defasagem significativa, torna-se essencial que qualquer ação do Banco Central seja realizada com a antecedência apropriada. No caso brasileiro, a evidência empírica indica que mudanças na taxa de juros produzem efeitos sobre a taxa de inflação com defasagem de seis a nove meses, no que tange ao canal da demanda agregada (ver mecanismos de transmissão, anexos e capítulo 7). Portanto, o monitoramento constante de fatores de pressão inflacionária é parte essencial da estratégia.

Este volume é composto por sete capítulos. No primeiro, Produção e Demanda, encontra-se a análise do desempenho da economia brasileira em termos da produção, englobando os setores industrial, agrícola e o comércio, além da apresentação da evolução do mercado de trabalho, principalmente

salários e rendimentos. O capítulo seguinte trata especificamente dos índices de preços, estudados em separado pela evidente importância da análise detalhada do seu comportamento para o acompanhamento da política monetária de metas para a inflação.

No terceiro capítulo, Moeda e Mercado Financeiro, é apresentada a evolução da política monetária e seus impactos sobre os agregados monetários e a trajetória do crédito. A situação do mercado financeiro é indicada pelo nível estabelecido para as taxas básicas de juros, que é o principal determinante do comportamento do mercado de derivativos, de capitais e das aplicações financeiras, analisadas na seqüência.

O quarto capítulo, Finanças Públicas, avalia as medidas de política fiscal e os resultados fiscais do setor público em seus diversos níveis, cujo equilíbrio é fundamental para a permanência do ambiente de estabilidade econômica.

Segue a apresentação de um panorama da conjuntura econômica internacional, considerando a evolução dos mais relevantes indicadores econômicos das principais economias desenvolvidas (EUA, Japão e a área do euro) e de países emergentes, para em seguida analisar a evolução das transações econômico-financeiras com não residentes, expressas no balanço de pagamentos do Brasil, bem como a situação das reservas internacionais do país e do seu endividamento externo.

No sexto capítulo, sobre as perspectivas para a inflação, são explicitadas as variáveis consideradas relevantes para o comportamento futuro dos preços, quais sejam a evolução da demanda e da oferta agregadas, da política fiscal e da economia internacional.

O Relatório conclui com anexos, constituídos pela descrição do processo de definição da taxa de juros e pela explanação do mecanismo de transmissão da política monetária, bem como pelo Decreto nº 3.088, de 21.6.99, que instituiu o regime de metas para a inflação.

A divulgação do primeiro exemplar do Relatório de Inflação constitui o marco inicial da nova sistemática de controle dos preços pelo Banco Central.

Sumário Executivo

A conjuntura internacional no início de 1999 apresentou-se mais favorável que a vigente no segundo semestre do ano anterior. Em 1998, a eclosão da crise russa provocou redução nos fluxos de financiamento externo em um contexto de reavaliação da percepção dos riscos por parte dos investidores internacionais. Esse processo afetou negativamente a maior parte das economias emergentes, em especial as da América Latina.

No primeiro semestre de 1999, a economia norte-americana sustenta vigoroso crescimento, com a manifestação de desequilíbrios que, na medida em que podem gerar pressões inflacionárias, tendem a estimular reação da autoridade monetária no sentido de elevar as taxas de juros em futuro próximo. Concomitantemente, as economias da área do euro apresentam sinais de recuperação, especialmente a Alemanha, com perspectivas de crescimento moderado em 1999. Relativamente ao Japão, os dados do primeiro trimestre deste ano mostram que há grande possibilidade do governo japonês ser bem sucedido em reverter a estagnação daquela economia.

A economia brasileira, por sua vez, tem apresentado desempenho superior ao esperado no início do ano, quando as perspectivas refletiam expressivo grau de incerteza, como resultado da crise russa e da alteração do regime cambial. Nesse sentido, destaca-se o impacto moderado da desvalorização cambial sobre os preços, em contexto de elevação do nível da atividade no primeiro trimestre, comparados ao trimestre anterior. Prospectivamente, a evolução favorável do setor de bens intermediários e de consumo não duráveis e semiduráveis, dada a trajetória declinante das taxas de juros, e a safra recorde de grãos sugerem que o Produto Interno Bruto no ano de 1999 poderá surpreender. Já se refizeram as projeções de crescimento de -3,8% para -1%, e não seria inusitada nova revisão, uma vez conhecidos os números para o segundo trimestre.

O mercado de trabalho permanece apresentando tendência de demissão no setor industrial, embora a taxa média de desemprego no primeiro quadrimestre do ano tenha se mantido relativamente estável, comparativamente ao registrado em igual período de 1998. As perspectivas quanto à evolução do emprego e dos salários e rendimentos, entretanto, não apontam para expansão no nível de demanda que possa ser traduzida em pressão sobre preços.

Evidenciando o comprometimento do governo com a austeridade na gestão das contas públicas, a execução financeira do Tesouro Nacional no primeiro quadrimestre foi superavitária em R$ 9,6 bilhões, saldo 159,2% superior ao registrado em igual período de 1998. Esse resultado decorreu tanto de elevação nas receitas quanto de redução nas despesas, contribuindo para o superávit primário consolidado do setor público de R$ 10,6 bilhões (3,45% do PIB) no período. A evolução adequada do ajustamento fiscal é essencial para a manutenção da trajetória descendente das taxas de juros.

O balanço comercial, nos primeiros cinco meses do ano, registrou déficit 76,4% inferior ao verificado no ano anterior, conseqüência principalmente da contração das importações, que em geral refletem mais rapidamente alterações de preços e de renda. A resposta das exportações à desvalorização cambial tende a apresentar maior defasagem que a das importações em função da necessidade de redirecionamento da produção do mercado interno para o externo. As exportações foram negativamente influenciadas pela trajetória de queda dos preços internacionais das mercadorias ("commodities"), pela redução da demanda mundial e pela contração das linhas de crédito, fatores que tendem a ser neutralizados ao longo do ano.

A estabilidade recente do cenário internacional, assim como a evolução favorável do quadro interno, têm contribuído para a reversão das condições de financiamento externo da economia brasileira. Nesse sentido, observa-se recuperação das fontes de financiamento de longo prazo, traduzida nas captações públicas e privadas, em paralelo à manutenção de ingressos expressivos de investimentos diretos.

A trajetória dos principais índices de preços demonstra que as oscilações nas taxas de inflação decorrentes da transição na política cambial foram captadas, em sua maior proporção, pelos índices relativos aos meses de

fevereiro e março. Nesse sentido, os índices gerais de preços, que reagiram de forma mais intensa à desvalorização cambial ocorrida no início do ano, apresentaram tendência de queda no bimestre compreendido entre abril e maio, período em que registraram, inclusive, taxa de variação negativa. Relativamente à variação acumulada em doze meses, os índices gerais de preços entre dezembro de 1998 e maio do corrente ano atingiram elevação média de cerca de oito pontos percentuais, evolução que, tendo em vista o comportamento da taxa de câmbio no período, sinaliza efetiva ruptura dos mecanismos de indexação de preços. A evolução dos índices ao consumidor sinaliza tendência semelhante à dos índices gerais, destacando-se, contudo, que o patamar relativo à variação em doze meses para esses índices já se aproxima do prevalecente ao final de 1998.

Assim, dado o reduzido impacto da desvalorização cambial, em um quadro de estreitamento das margens de lucros e de substituição de produtos importados, estima-se que a variação dos principais índices de preços deverá sofrer elevação no terceiro trimestre do ano devido ao aumento de tarifas de serviços de utilidade pública e de preços de combustíveis. Esse movimento, no entanto, não se propagará nem será persistente, ou seja, não alterará de forma permanente a trajetória descendente da inflação.

Diante desse quadro, concluiu-se pela redução das taxas de juros nominais em junho. No entanto, dado que o cenário internacional ainda apresenta riscos relevantes aos mercados emergentes, o Copom entendeu ser prudente que essa queda se limitasse a um ponto percentual, mantido, entretanto, o viés de baixa. Assim, caso as incertezas mais prementes dissipem-se antes da próxima reunião, a taxa de juros poderá ser reduzida.

1. Produto e Demanda

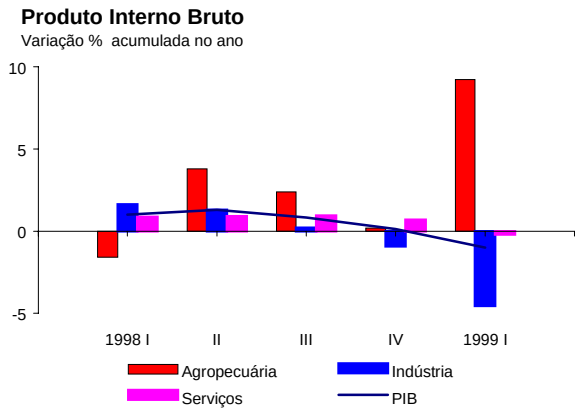
1.1 Produto Interno Bruto

O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 1,02% no primeiro trimestre de 1999, comparativamente ao trimestre anterior, considerando-se a série ajustada sazonalmente. Relativamente ao mesmo trimestre de 1998, observou-se queda de 0,99%, indicando que o impacto da alteração na política cambial sobre o nível de atividade econômica foi sensivelmente mais brando do que as expectativas iniciais sugeriam.

PIB - taxa acumulada ao longo do ano

Discriminação	1998				1999
	I	II	III	IV	I
PIB	1,00	1,30	0,82	0,12	-0,99
Agropecuária	-1,59	3,79	2,38	0,18	9,21
Indústria	1,63	1,30	0,21	-0,91	-4,55
Serviços	0,87	0,91	0,95	0,69	-0,20

Fonte: IBGE



Relativamente ao primeiro trimestre de 1998, a produção da indústria decresceu 4,55% e a dos serviços, 0,2%. Há que considerar que subsetores de serviços, como aluguéis e administração pública, que representaram respectivamente 15,1% e 14,5% do PIB em 1997, são pouco sensíveis a alterações do câmbio ou da taxa de juros. Os crescimentos de 2,1% em aluguéis e de 1,3% na administração pública, em relação ao primeiro trimestre de 1998, contribuíram para o desempenho do PIB. O produto da agropecuária apresentou elevação de 9,2%, explicada pelo crescimento das lavouras (12,6%) e da produção animal (5,9%).

O crescimento no primeiro trimestre de 1999 ocorreu após dois trimestres consecutivos de redução do nível de atividade. A queda do PIB no terceiro trimestre de 1998 foi motivada pela perda de dinamismo em todos os setores, especialmente

na indústria. No quarto trimestre, o nível de atividade refletiu a abrupta elevação da taxa de juros em setembro de 1998, em resposta à instabilidade provocada pela crise da Rússia. A trajetória recente da economia indica que os efeitos das medidas tomadas em setembro foram mais acentuados do que os desdobramentos da crise cambial de janeiro deste ano, contribuindo, nesse sentido, o esforço da sociedade no que se refere à preservação dos ganhos associados à estabilidade de preços introduzida pelo Plano Real.

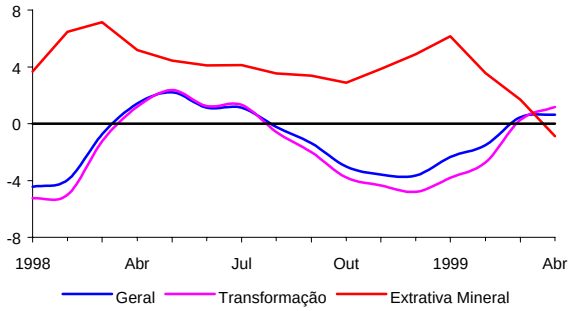
Os gastos com investimento reduziram-se no primeiro quadrimestre de 1999, em relação a igual período do ano anterior. A produção de insumos da construção civil apresentou queda de 5,4%. A produção e a importação de bens de capital contraíram-se, respectivamente, 12,4% e 12,6%.

Quanto à evolução do consumo, observou-se retração nos gastos do governo e aumento de suas receitas, contribuindo para reduzir a renda disponível do setor privado. Por outro lado, a demanda foi impulsionada pelo aumento da renda agrícola, devido à boa safra de grãos, e pela substituição de importação de bens e serviços.

Produção Industrial

A produção industrial registrou queda de 3,3% no primeiro quadrimestre de 1999, comparativamente a igual período do ano anterior. Os gêneros que compõem o complexo metal-mecânico, responsável por cerca de 34% da produção, apresentaram queda acentuada: metalurgia, 7,9%; mecânica, 12,9%, refletindo o desempenho de máquinas e equipamentos agrícolas e rodoviárias (40,6%); material elétrico e de comunicações, 14,5%, associado principalmente à redução de 28,1% na fabricação de televisores; e material de transporte, 12,6%, principalmente em decorrência da retração na produção de autoveículos (23,8%). A atividade extrativa mineral continuou sendo o principal destaque favorável entre os ramos da indústria, com evolução positiva de 14,5% no quadrimestre.

Produção industrial
Séries dessazonalizadas
Variação % trimestral



Fonte: IBGE

Por categorias de uso, a produção industrial mostrou redução generalizada. Nesse sentido, a produção de bens de consumo duráveis registrou o maior declínio (16,7%), pressionada, principalmente, pelo decréscimo na produção de automóveis. Seguiu-se a categoria de bens de capital (-12,4%), afetada pelas reduções na produção de máquinas e equipamentos agrícolas e de equipamentos para a construção e para a indústria. O declínio de 1,5% em bens de consumo semi e não-duráveis refletiu principalmente contrações na produção de alimentos e bebidas. O segmento de bens intermediários registrou o menor decréscimo (0,9%), desempenho favorecido pelo aumento na extração de petróleo e gás natural, o que compensou as retrações ocorridas em setores como siderurgia e auto-peças.

No mês de abril, comparativamente a abril de 1998, observou-se elevação de 0,5% na produção de bens intermediários e de 1,9% na de bens de consumo não-duráveis e semiduráveis. A produção de bens de capital e de bens duráveis situou-se em patamar muito inferior (15,8% e 20,1%, respectivamente). Considerando-se os últimos doze meses, todas as categorias de uso apresentaram variações negativas.

Nas séries ajustadas sazonalmente, a produção caiu 0,2% em abril, após crescimento de 1,9% em março. Por categorias de uso, observou-se queda na produção de bens de capital (3,5%) e de bens de consumo duráveis (3,2%). Os segmentos de bens intermediários e de bens de consumo semi e não-duráveis apresentaram resultados positivos de, respectivamente, 0,4% e 1,1% . O aumento de 1,4% na indústria extrativa mineral foi o principal responsável pelo resultado da produção de bens intermediários, enquanto os acréscimos em produtos alimentares (0,9%) e bebidas (13,9%) explicaram parte do crescimento observado em bens de consumo semi e não-duráveis.

Utilização da capacidade instalada na indústria

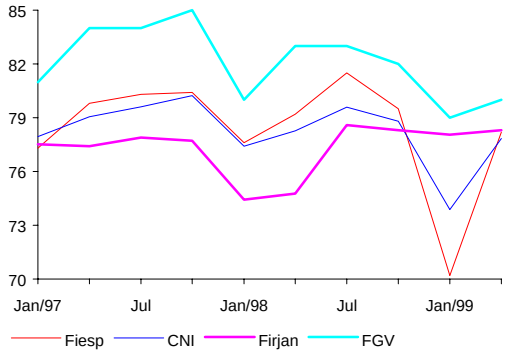
Percentual médio

Discriminação	1998	1999				
	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
São Paulo (Fiesp)	69,9	70,2	74,1	77,4	78,2	...
Rio de Janeiro (Firjan)	74,2	78,1	74,4	78,0	78,3	78,3
Brasil (CNI)	73,7	73,9	75,0	78,0	77,8	...
Brasil (FGV)	-	79,0	-	-	80,0	-

Fonte: Fiesp, Firjan, CNI e FGV

Nos primeiros quatro meses de 1999, o nível médio de utilização da capacidade instalada na indústria de transformação do estado de São Paulo manteve-se abaixo de 80%, conforme pesquisa da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp). Em termos nacionais, observou-se nível semelhante, na medida em que estatísticas da Fundação Getúlio Vargas (FGV)

Utilização da capacidade instalada
Percentual médio



indicaram percentual médio de utilização de 80% em abril, comparativamente a 82% em igual mês de 1998. Em abril de 1995, esse percentual atingiu 86%, e no mês de outubro, tanto de 1996 quanto de 1997, 85%. Portanto, conclui-se que o nível atual de utilização da capacidade instalada permite elevar a produção no curto prazo sem aumento de preços.

Como reflexo da elevação dos juros em setembro de 1998, a produção da indústria automobilística recuou acentuadamente no último trimestre daquele ano (queda de 25% no ano, conforme a Anfavea), tendência que perdurou no primeiro bimestre de 1999, quando observou-se redução de 30,6% comparativamente aos primeiros dois meses de 1998.

Em março, a vigência do Acordo Emergencial Automotivo, que reduziu o IPI incidente sobre o setor e possibilitou a redução do ICMS em alguns estados, concorreu para a retomada transitória da produção. Em abril, a produção caiu 0,5%, considerando dados ajustados sazonalmente (queda de 3,2%, dados observados). O Acordo foi prorrogado até 25 de agosto desse ano, em novas bases, contemplando elevação da alíquota do IPI, de 5% para 7%, para veículos até mil cilindradas e de 17% para 20%, para veículos mais potentes. Em maio, a produção elevou-se 0,5% (-3,2%, dados observados), acumulando queda de 28,8% no ano. Nos cinco primeiros meses do ano, as vendas internas apresentaram redução de 19,6% e as externas, de 54,7%.

Autoveículos e máquinas agrícolas

Variação % mensal

Discriminação	1999				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Produção [1/]					
Autoveículos	42,6	-14,3	6,8	-0,5	0,5
Máquinas agrícolas	12,9	5,7	9,9	7,1	7,9
Vendas de autoveículos	-0,5	-43,6	181,2	-11,4	-4,8
Internas	2,0	-51,6	236,3	-16,1	-7,9
Externas	-13,2	5,3	26,8	23,3	10,4
Importação de autoveículos	-28,4	-53,9	81,9	35,4	...

Fonte: Anfavea e Ministério da Fazenda
1/ Dados dessazonalizados.

A produção de máquinas agrícolas cresceu 2,4% em 1998, com base no desempenho observado até setembro, haja vista a queda ocorrida nos últimos meses do ano. Nos primeiros cinco meses de 1999, apesar da recuperação relativamente ao final do ano passado, reflexo dos bons resultados da safra de grãos, observou-se queda de 14,5% em comparação a igual período de 1998.

Agricultura

Segundo o IBGE, a safra de grãos deverá atingir 81,4 milhões de toneladas, superando em 8,3% a safra anterior. A estimativa considera os resultados da safra de verão, em fase final, e simulações para os cultivos de inverno e para as segunda e terceira safras de alguns produtos. Se as expectativas se confirmarem, a safra recorde de 1995 será superada em 2,6%. Portanto, no que se refere à oferta de produtos agrícolas, não se espera pressões sobre o nível de preços. Ressalte-se a importância desses produtos na composição dos índices de preços ao consumidor e da cesta básica.

Produção das lavouras 1000 t

Discriminação	1998	1999 1/	Variação % 99/98
Produção de grãos	75 186	81 440	8,32
Algodão (caroço)	833	949	13,93
Arroz (em casca)	7 743	10 621	37,17
Feijão	2 200	2 868	30,36
Milho	29 494	31 959	8,36
Soja	31 374	31 339	-0,11
Trigo	2 232	2 232	0,00
Outros	1 310	1 472	12,37
Outras culturas			
Banana 2/	533	...	...
Batata-inglesa	2 675	2 762	3,25
Cacau (amêndoas)	280	284	1,43
Café (em coco)	3 445	3 160	-8,27
Cana-de-açúcar	339 619	340 468	0,25
Fumo (em folhas)	510	601	17,84
Laranja 3/	103 653	96 594	-6,81
Mandioca	19 653	...	...
Tomate	2 751	2 528	-8,11
Variação do produto real da lavoura	- 0,2	...	...

Fonte: IBGE
1/ Refere-se ao Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de abril.
2/ Milhões de cachos.
3/ Milhões de frutos.

Comparando-se as estimativas para este ano com a safra colhida no ano anterior, destaca-se o crescimento da produção de arroz, que elevou-se de 7,7 milhões de toneladas para 10,6 milhões de toneladas (37,2%), o que deverá favorecer a retração nas importações.

Quanto ao feijão, a elevação dos preços, causada pela quebra da primeira e segunda safras em 1998, tem contribuído para o crescimento da produção em 1999. Apesar da ocorrência de problemas climáticos, espera-se aumento de 30,4% na produção. Os preços ainda têm se mantido em patamar relativamente elevado, mas inferior ao do ano precedente.

A estimativa de produção de milho (31,9 milhões de toneladas) situou-se 8,4% acima da safra anterior. Esse comportamento é em parte explicado pelo nível favorável de preços praticados no ano passado, que tem se mantido no corrente ano. O aumento da produção deverá contribuir para a elevação do nível de estoques do governo, diminuindo a necessidade de importar. A Argentina, principal fornecedor, apresenta menor excedente exportável.

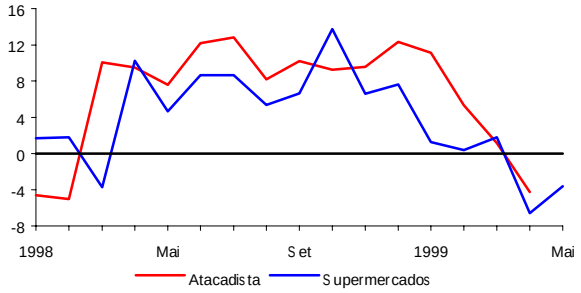
A produção de soja mostrou-se estável (-0,1%), tendo atingido 31,3 milhões de toneladas. Mesmo assim, a safra desse ano constitui a segunda maior do país. O mercado externo apresenta estoques elevados e preços baixos, o que poderá acarretar redução na receita cambial do complexo soja.

As intenções de plantio de trigo, principal cultura de inverno na Região Sul, que indicavam elevação da área, poderão ser revistas, em conseqüência da elevação dos custos de produção associada à desvalorização do real. Levantamento realizado pela Empresa de Assistência Técnica e Extensão Rural - RS (Emater), em junho, indicou que a área cultivada no Rio Grande do Sul deverá reduzir-se em 2%, relativamente à safra anterior.

Comércio

O faturamento real dos setores atacadista e supermercadista apresentou comportamento favorável no primeiro trimestre. Segundo a Associação Brasileira de Supermercados (Abras), o crescimento de 1% nas vendas reais dos supermercados foi, em parte, explicado pela negociação de preços com fornecedores e pela oferta de alternativas com custos menores, fatores que permitiram a manutenção do nível de consumo, sem pressão sobre os preços. A redução de 6,6% no faturamento em abril, comparativamente a abril de 1998, deveu-se à mudança de concentração das vendas de páscoa de abril, em 1998, para março, em 1999. Em maio, a retração de 3,6% é explicada pela elevada base de comparação e pela queda do poder aquisitivo. O setor atacadista, que comercializa principalmente produtos alimentícios industrializados, bebidas e fumo, produtos de higiene doméstica, produtos farmacêuticos e de perfumaria, apresentou crescimento de 3,2% no faturamento do primeiro quadrimestre, apesar da desaceleração observada ao longo do ano. Esse comportamento é compatível com o crescimento da produção de gêneros industriais como papel e papelão (4,1%),

Supermercados e comércio atacadista - faturamento real
Variação percentual sobre igual mês do ano anterior



Fonte: Abras e Abad

Faturamento real do comércio varejista

Discriminação	Variação % acumulada no ano 1999 Jan	Fev	Mar	Abr
São Paulo				
Geral	2,92	0,67	1,47	3,20
Sem concessionárias	7,67	7,81	9,03	11,34
Belo Horizonte	-1,23	-6,44	-5,52	-6,27
Rio de Janeiro	-0,92	-1,97	-2,08	-3,53
Recife	-11,81	-15,36	-12,99	-13,29
Salvador	-2,97	-0,50	0,67	-0,57

Fonte: FCESP, FCEMG e IBGE (Rio, Recife e Salvador)

farmacêutica (4,8%) e perfumaria, sabões e velas (3,6%), no mesmo período.

Informações mensais sobre o comércio varejista têm apresentado comportamento distintos nas regiões metropolitanas consideradas. A Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP) atualizou a série do faturamento real do comércio varejista da Região Metropolitana de São Paulo. Por esse motivo, o crescimento observado no primeiro trimestre passou de 0,4% para 3,1%. Em abril, considerando dados ajustados sazonalmente, observou-se elevação de 4,1%, principalmente pela evolução positiva das vendas de bens de consumo (4,4%). No quadrimestre, o setor cresceu 3,2%, resultado que passa para 11,3% se retiradas as vendas das concessionárias de veículos, que caíram 35,9% no ano. Nas regiões metropolitanas de Belo Horizonte e do Rio de Janeiro, as vendas reais do quadrimestre reduziram-se 6,3% e 3,5%, respectivamente, devido à queda verificada no comércio automotivo e nas vendas de bens duráveis, setores mais sensíveis à taxa de juros.

O comportamento dos indicadores de inadimplência, nos primeiros cinco meses do ano, não tem sido homogêneo. A relação entre cheques devolvidos por insuficiência de fundos e cheques compensados tem se mantido em patamar inferior ao observado em 1998, atingindo 1,6% em maio (2,7% em maio de 1998). As informações sobre cheques devolvidos no comércio varejista do Rio de Janeiro também mostraram comportamento mais favorável em 1999, tendo alcançado 2,3% em maio (2,9% em 1998). Para o comércio varejista de São Paulo, a taxa líquida de inadimplência no Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) (relação da diferença entre registros novos e cancelados com as consultas realizadas em t-4) em abril e maio (12,7% e 15,1%, respectivamente) superou o nível observado em 1998 (11,9% e 12,8%). A queda da inadimplência no setor deverá ocorrer, ressalvadas as restrições da renda, à medida que a taxa de juros se estabilizar em níveis mais baixos.

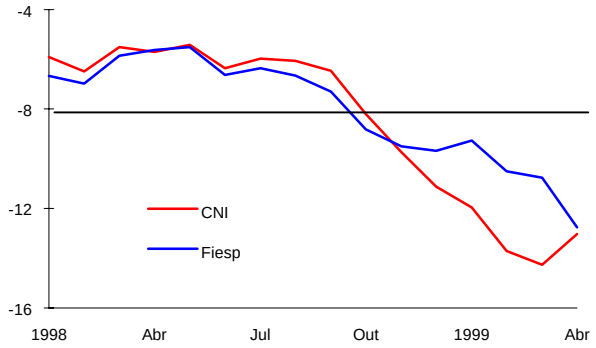
O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), elaborado com base em pesquisa da FCESP na Região Metropolitana de São Paulo, apresentou queda nas expectativas do consumidor, considerando as avaliações do primeiro trimestre. O posicionamento dos consumidores foi influenciado, principalmente, pela

instabilidade derivada da liberalização do câmbio. Em abril, o índice mostrou recuperação, com crescimento de 7,3% em relação a março. Mesmo assim, situou-se abaixo do índice de abril de 1998.

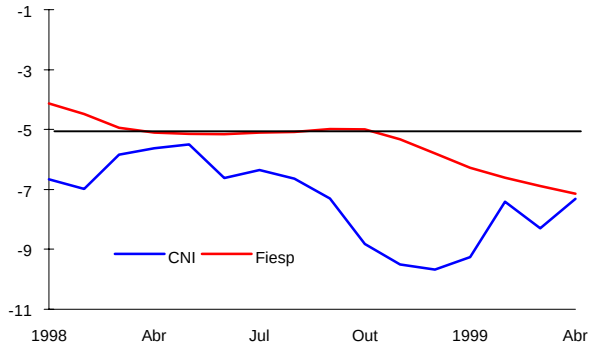
1.2 Emprego

Os indicadores que retratam o comportamento do mercado de trabalho, em sua maior parte, não sugerem evolução favorável no primeiro quadrimestre de 1999. As pesquisas industriais revelaram continuidade da tendência de demissão no setor, presente desde maio do ano passado. A taxa média de desemprego no quadrimestre permaneceu estável, em comparação com igual período de 1998, conforme pesquisa domiciliar do IBGE. O emprego formal manteve trajetória descendente até março, recuperando-se em abril.

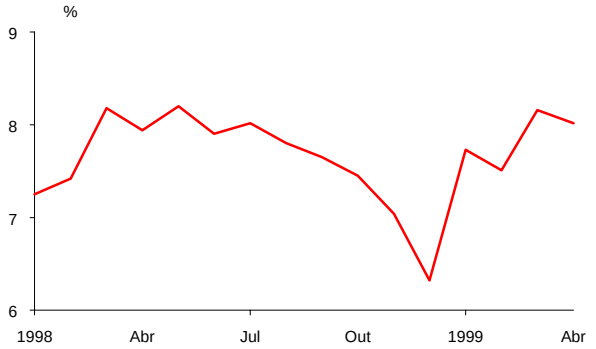
Horas Trabalhadas na produção
Variação % sobre igual trimestre do ano anterior



Emprego industrial
Variação % sobre igual trimestre do ano anterior



Taxa de desemprego aberto
%



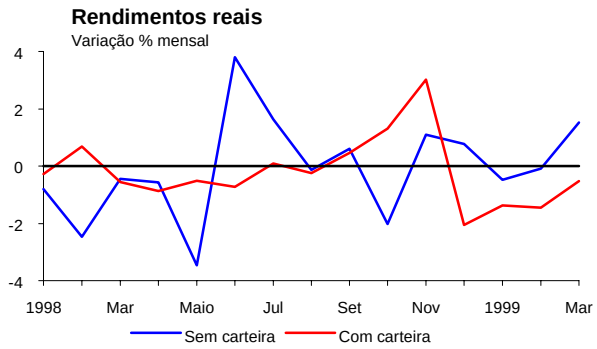
Fonte: IBGE

De acordo com a pesquisa mensal da Fiesp, o emprego industrial em São Paulo reduziu-se 2,7% no primeiro quadrimestre de 1999, relativamente ao mesmo período do ano anterior. O número de horas trabalhadas decresceu 15,3% e as vendas industriais, 3,6%. Estatísticas da CNI, abrangendo 12 estados, apontaram no mesmo sentido: no primeiro quadrimestre houve queda de 2,5% no emprego industrial e de 11% no número de horas trabalhadas, enquanto as vendas industriais apresentaram variação negativa de 3,2%. A menor queda desse último indicador, em relação ao número de horas trabalhadas e ao nível de emprego, mostrou a possibilidade de produção industrial com menor utilização de mão-de-obra, o que sinaliza baixa probabilidade de pressões visando à recomposição salarial.

A Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, em abril, também indicou inexistência de pressões salariais no setor industrial. Das empresas consultadas, apenas 7% pretendiam contratar mão-de-obra no segundo trimestre de 1999, enquanto 25% admitiram a intenção de promover demissões no período.

Após a mudança de patamar das taxas de desemprego, observada em 1998, o comportamento desse indicador tem-se mostrado estável. Assim, a Pesquisa Mensal do Emprego, realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em seis regiões metropolitanas, apresentou, no primeiro quadrimestre de 1999, taxas de desemprego aberto semelhantes às do ano anterior. Tendo como referência a semana, entre janeiro e abril de 1999, verificou-se taxa média de 7,86% e, no mesmo período do ano anterior, de 7,7%.

A População Economicamente Ativa (PEA) caiu 0,24% no primeiro quadrimestre. O número de ocupados reduziu-se 0,38%, enquanto a população desocupada elevou-se em 1,46%, comparativamente a igual período de 1998. A composição da PEA revelou continuidade do processo de informalização do mercado de trabalho no último quadrimestre, comparativamente ao mesmo período de 1998, com quedas de 3,44% no número de empregados com carteira assinada e de 2,6% no número de empregadores. Por outro lado, verificou-se elevação de 1,14% nos trabalhadores por conta própria e de 3,33% nos empregados sem registro em carteira, resultado que contribuiu para que a taxa de desemprego permanecesse em patamar semelhante ao do ano anterior.



Fonte: IBGE

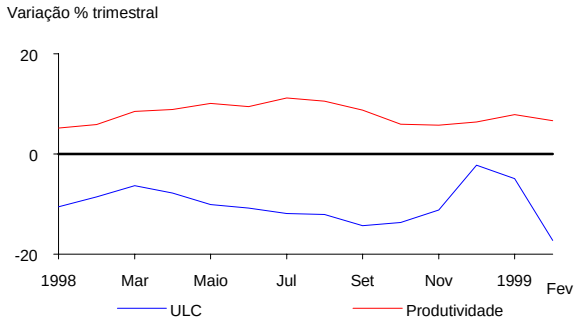
Dados do Ministério do trabalho mostraram queda do nível de emprego formal no primeiro quadrimestre, acumulando retração de 2,83% em relação a igual período de 1998.

Salários e rendimentos

A evolução dos salários e rendimentos não vem sinalizando recomposição do poder aquisitivo, tanto no mercado formal quanto

informal de emprego. De acordo com pesquisa domiciliar do IBGE, em seis regiões metropolitanas, o rendimento médio real contraiu-se 4,7% na comparação do primeiro trimestre de 1999 com o mesmo período do ano anterior. As categorias de trabalhadores com maiores perdas foram as de empregadores (9,3%) e de trabalhadores por conta própria (8,5%). Entre os assalariados com carteira assinada, a queda atingiu 2,3%, enquanto que os rendimentos dos que não possuem carteira elevaram-se 0,2%.

Custo unitário do trabalho e produtividade



Fonte: IBGE

A produtividade continua apresentando evolução positiva. Adicionalmente, a competitividade externa da economia brasileira continua favorável, quando analisada a evolução do custo unitário do trabalho (CUT) na indústria, em dólar, calculado como a razão entre a folha de pagamento e o índice da produção industrial.

1.3 Conclusão

A reação da economia à mudança no regime cambial superou as expectativas iniciais. No entanto, o nível de atividade ainda encontra-se relativamente baixo. Se, por um lado, subsetores como a agricultura e a indústria extrativa mineral vêm apresentando desempenho favorável, por outro, segmentos industriais de bens duráveis e de capital ainda estão em níveis abaixo dos observados no mesmo período do ano passado. O desemprego continua em patamar elevado. Portanto, o produto efetivo da economia permanece inferior ao potencialmente atingível com a plena utilização de recursos materiais e humanos disponíveis.

Com a recente redução das incertezas associadas à evolução da economia, que permitiu cortes substanciais das taxas de juros básicas, a tendência do nível de atividade para o segundo semestre é de recuperação, ainda que um movimento mais forte e sustentado dependa de melhorias nas condições de crédito e de quedas adicionais nas taxas de juros. Conquanto os rendimentos reais das pessoas ocupadas ainda não apresentem inversão em sua trajetória declinante, já vislumbram-se perspectivas mais favoráveis para o segundo semestre, sem sugerir pressões inflacionárias pelo lado da demanda.

2. Preços

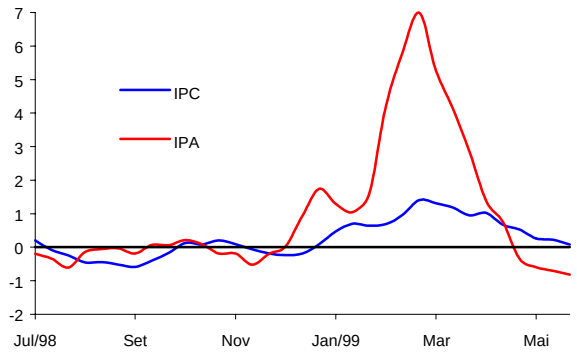
A trajetória de estabilização dos preços, observada durante 1998, registrou descontinuidade em janeiro de 1999, causada pelas mudanças na condução da política cambial. A desvalorização do real, que atingiu o ponto máximo em meados de fevereiro, foi captada imediatamente pelos índices de preços, principalmente pelos preços no atacado. Observou-se elevação nos preços tanto dos produtos importados quanto dos exportáveis.

Índices gerais Variação %

Discriminação	1999					
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun
Mensal						
IGP-10	0,9	2,6	3,5	1,2	-0,2	-0,1
IPA	1,3	4,2	5,3	1,4	-0,6	-0,3
IPC	0,5	0,7	1,3	1,0	0,3	0,1
INCC	0,1	0,5	1,0	0,6	0,4	0,9
IGP-M	0,8	3,6	2,8	0,7	-0,3	...
IPA	1,1	5,8	4,2	0,8	-0,7	...
IPC	0,7	1,0	1,2	0,7	0,2	...
INCC	0,2	0,6	0,9	0,6	0,4	...
IGP-DI	1,2	4,4	2,0	0,0	-0,3	...
IPA	1,6	7,0	2,8	-0,3	-0,8	...
IPC	0,6	1,4	1,0	0,5	0,1	...
INCC	0,6	1,0	0,6	0,5	0,9	...

Fonte: FGV

Índices de preços encadeados
Variação % mensal

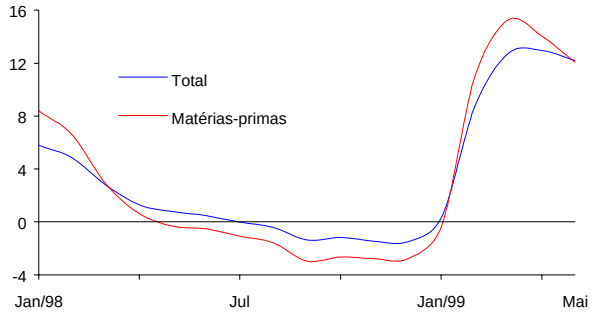


Os resultados de março mostraram desaceleração, tendência confirmada pelos índices apurados em abril e maio. Nos preços ao consumidor, os efeitos da desvalorização do real foram menores, dado que a demanda em queda não sancionou a propagação do aumento dos preços na intensidade requerida pelo segmento atacadista.

Nos índices gerais de preços, publicados pela FGV a cada 10 dias, a aceleração e posterior desaceleração ficou mais evidente nos índices de preços por atacado, que representam 60% dos índices.

No conceito de disponibilidade interna, o IPA cresceu 1,6% em janeiro e 7% em fevereiro. Em março, já se observou forte desaceleração (variação de 2,8%), que culminou com queda de 0,8% em maio. Nos bens de produção, os preços das matérias-primas (brutas e semi-elaboradas),

Bens de produção
Variação % em 12 meses



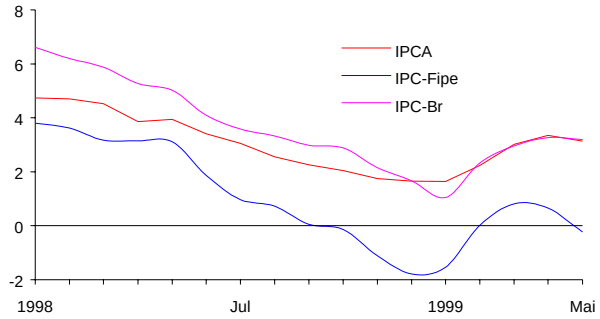
Fonte: FGV

Preços ao consumidor Variação %

Discriminação	1999				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Mês					
IPCA	0,7	1,1	1,1	0,6	0,3
IPC-Fipe	0,5	1,4	0,6	0,5	-0,4
IPC-Br	0,6	1,4	1,0	0,5	0,1
Acumulado no ano (anualizado)					
IPCA	8,7	11,0	12,0	10,7	9,3
IPC-Fipe	6,2	12,1	10,3	9,2	6,3
IPC-Br	8,0	13,0	12,7	11,1	9,0
12 meses					
IPCA	1,6	2,2	3,0	3,3	3,1
IPC-Fipe	-1,5	0,0	0,8	0,7	-0,2
IPC-Br	1,0	2,3	3,0	3,3	3,2

Fonte: IBGE; Fipe e FGV

Preços ao consumidor
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE, Fipe e FGV.

que representam aproximadamente 40% desses bens, passaram de queda de 2,8% no ano de 1998, para variação acumulada em 12 meses de 15,3%, até março, e de 12,1% até maio. De janeiro a maio, os preços das matérias-primas brutas acumularam crescimento de 9%, e as semi-elaboradas, de 19,4%.

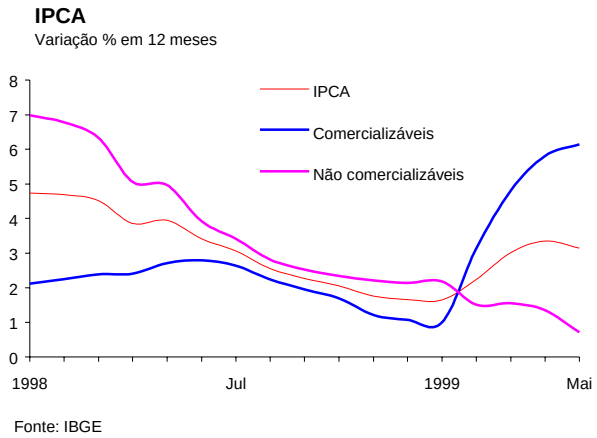
Os índices de preços ao consumidor têm mostrado desaceleração generalizada, após as altas verificadas nos meses de fevereiro e março. Em abril e maio, observou-se queda acentuada nos preços dos produtos alimentícios, principalmente dos semi-elaborados (arroz, feijão, frango e carnes bovinas) e industrializados (derivados da carne, panificados e café), o que compensou a alta sazonal nos preços do vestuário, após queda nos três primeiros meses do ano. Ainda mostraram elevação os preços de itens como remédios e produtos farmacêuticos, artigos de higiene e beleza e de limpeza. Considerando-se os resultados acumulados em 12 meses, até maio, a variação dos índices de preços ao consumidor situou-se no intervalo de -0,2%, (IPC-Fipe) a 3,2% (IPCA e IPC-Br).

Relativamente ao IPCA, os efeitos da desvalorização do câmbio tornaram-se mais evidentes a partir da comparação entre os preços dos bens comercializáveis e dos não-comercializáveis. Em 1998, os bens comercializáveis apresentaram variação acumulada de 1,06%, ante 2,14% dos bens não-comercializáveis. Essas variações passaram, respectivamente, para 6,14% e 0,71%, nos últimos 12 meses terminados em maio. Esses resultados mostram que a mudança cambial alterou os preços relativos sem provocar aumento generalizado, o que evidencia o sucesso das políticas econômicas adotadas para a manutenção da estabilidade.

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE desde dezembro de 1979, é o índice de preços ao consumidor com maior abrangência. Envolve pesquisa em 11 localidades (as regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Salvador, Recife, Fortaleza, Belém, Curitiba e Porto Alegre, o município de Goiânia e Brasília) e considera famílias com faixa de renda de 1 a 40 salários mínimos.

O índice nacional constitui-se na média aritmética ponderada dos 11 índices regionais, que são calculados segundo o índice de Laspeyres, à exceção de alguns itens sazonais alimentícios, onde é aplicado o índice de Paasche. O período de coleta de dados corresponde ao mês civil. A publicação dos resultados ocorre com defasagem aproximada de 10 dias.



A desaceleração do IPCA em abril e maio (respectivamente 0,56% e 0,3%, ante 1,1% em março) foi causada pela queda nos preços do grupo alimentação e bebidas, especialmente feijão, arroz, açúcar, óleo de soja, café, frango, frutas e verduras. Essa queda compensou as altas nos itens artigos de residência (TV e som), saúde e cuidados pessoais (produtos farmacêuticos e higiene pessoal), transporte e comunicação (combustíveis) e habitação (gás de botijão). Os preços do vestuário, mantendo o padrão sazonal, exerceram pressão altista, ao passar da queda de 0,25% em março para elevação de 1,08% em abril e 0,76% em maio, pelo fim das liquidações e pelo lançamento dos artigos de inverno. No ano, a variação do IPCA, que fora de 1,65% em 1998, atingiu 3,76% até maio.

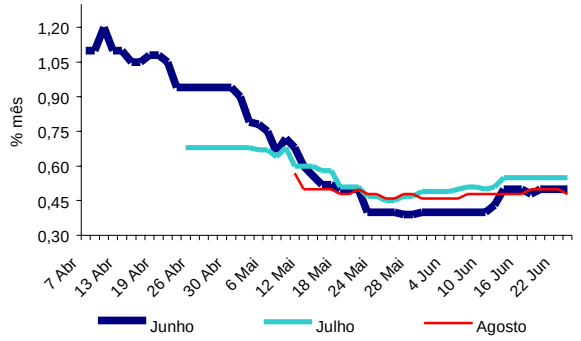
O IPC-Fipe, nos dois últimos meses, foi pressionado pelos itens vestuário, combustíveis e remédios. Em abril, houve queda dos preços dos alimentos, tanto semi-elaborados (arroz, feijão, frango e carnes bovinas) quanto industrializados, o que levou a variação a passar de 0,56% em março para 0,47%. Em maio, observou-se a mesma tendência,

acompanhada por queda dos alimentos *in natura*, levando à variação negativa de 0,37%.

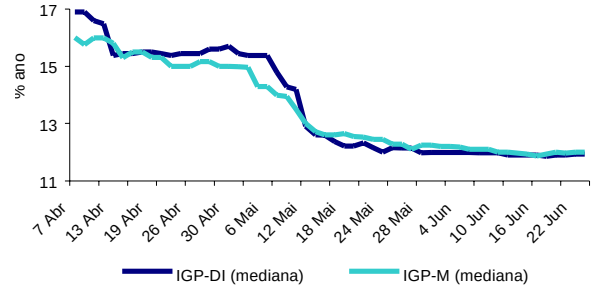
Expectativas do mercado para as taxas de inflação

A reversão dos preços a partir de março, e principalmente em maio, alterou significativamente as projeções das taxas de inflação para 1999. No início de abril, as estimativas de inflação indicavam variações em torno de 16% para os índices gerais e de 11% para os índices ao consumidor. Em maio, as estimativas foram reduzidas, situando-se entre 11% e 12% no primeiro caso e entre 6,5% e 8% no segundo. As revisões decorreram da queda dos preços da alimentação (boa safra agrícola) e da retração da demanda.

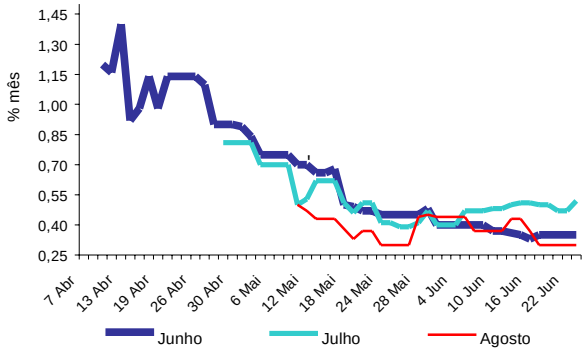
Evoluçao Diária das Expectativas de Inflação IGP-DI (mediana)



Evolução Diária das Expectativas de Inflação em 1999



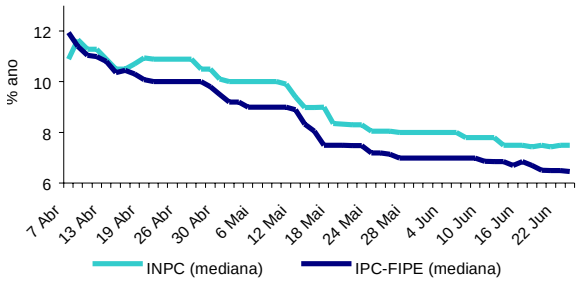
Evoluçao Diária das Expectativas de Inflação INPC (mediana)



As expectativas do mercado, pesquisadas junto a 60 instituições, relativamente às variações nos níveis de preços em maio, junho e julho, apresentaram trajetória declinante ao longo dos meses de abril e maio, refletindo as respostas positivas da economia em termos do comportamento da taxa de câmbio e da transmissão do aumento dos preços dos bens comercializáveis aos não comercializáveis. Assim, a mediana das expectativas quanto à variação do IGP-DI, que em 7 de abril situava-se em 1,25%, atingiu 0,24% em 19 de maio, e ao final do mês, era negativa em 0,27%. Movimento equivalente, embora em intensidade menos acentuada, ocorreu com as projeções relativas às variações para os meses de junho e julho elaboradas em maio. As perspectivas relativas às taxas de inflação para os meses de junho e julho foram revistas e elevadas a partir da terceira semana de junho, enquanto as expectativas em relação ao comportamento dos preços em agosto foram mantidas constantes. Esse comportamento pode ser atribuído ao efeito

estimado da elevação de tarifas públicas, tratando-se portanto de pressão pontual sobre a trajetória da inflação.

Evolução Diária das Expectativas de Inflação em 1999



A evolução das expectativas dos índices de preços ao consumidor, INPC e IPC-Fipe, em abril e maio, para os meses de maio, junho e julho, foi bastante semelhante à dos índices gerais. A expectativa em relação ao IPC-Fipe, para o mês de maio, reduziu-se de 1,3% no início de abril para -0,27% ao final de maio, enquanto a previsão para o mês de junho, que era de 1,2%, no início de abril e de 0,4% ao final de maio, passou a 0,2% em 23 de junho. As projeções para a inflação relativas aos meses de julho e agosto, elaboradas em junho, entretanto, indicam reversão do movimento de queda, principalmente para julho, mês em que se espera maior impacto dos reajustes de preços administrados.

Relativamente à inflação para o ano de 1999, o mercado reduziu suas expectativas para o IGP-DI, de 16,9% para 11,9%, entre o início de abril e 23 de junho. As expectativas quanto à variação do IPC-Fipe, em 1999, também foram reduzidas entre abril e junho, passando de 11,9 % para 5%.

Conclusão

O cenário que se configura para o segundo semestre de 1999 é de inflação de 3,76% no IGP-DI, de 3,86% no IGP-M e de 3,65% nos índices de preços ao consumidor. Até maio, a evolução dos índices por atacado mostrou esgotamento da maior parte dos efeitos da desvalorização do real. Para os próximos meses, salvo recomposição de preços administrados, não existem pressões inflacionárias relevantes, haja vista a adequada produção interna de grãos, a queda dos preços internacionais das mercadorias ("commodities") (exceção feita ao petróleo e trigo) e a redução dos rendimentos reais e do emprego, que torna inconsistente qualquer expectativa de elevação acentuada da demanda.

3. Moeda e Crédito

3.1 Política monetária

A reformulação recente das regras operacionais de política monetária priorizou a atuação do Banco Central na determinação das taxas de juros. Na sistemática anterior, o Comitê de Política Monetária (Copom) fixava periodicamente a Taxa Básica do Banco Central (TBC), que correspondia ao custo da assistência financeira lastreada em títulos federais, até o limite operacional determinado pelo montante de depósitos à vista e a prazo na instituição bancária, e a Taxa de Assistência do Banco Central (Tban), que consistia na taxa punitiva que referenciava o custo da assistência financeira além dos limites operacionais.

Dessa forma, em circunstâncias normais, o mercado equilibrava-se por meio de operações interbancárias a taxas próximas à TBC. Em situações de maior instabilidade no mercado financeiro, o Banco Central, com vistas a facilitar a calibragem diária das taxas básicas de juros, permitia o descolamento do nível de reservas bancárias em relação às exigibilidades, de modo a influenciar a taxa via operações de financiamento de títulos.

A reestruturação das regras operacionais da política monetária pressupõe participação mais ativa da autoridade monetária, dado que as taxas básicas de juros de mercado passaram a ser ajustadas por meio de intervenções consistentes com a meta anunciada pelo Copom, e não mais apenas pela ação das instituições financeiras, via operações de arbitragens com a TBC.

Nesse sentido, no início de março o Banco Central elevou, de 20% para 30%, a alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos a prazo, com valor de transição de 26,5% por uma semana. Considerando-se que tal recolhimento é efetuado em títulos públicos, a medida favoreceu a expansão da quantidade demandada destes papéis. No período, o aumento das exigibilidades a serem cumpridas em títulos contribuiu para o controle do

Reestruturação Das Regras Operacionais Da Política Monetária

- Circular nº 2.868, de 4.3.99 - fixou como instrumentos de política monetária a meta para a taxa Selic e o seu eventual viés, expresso como elevação ou redução potencial da meta, os quais são fixados a cada reunião do Copom. As alterações da meta no período entre as reuniões do Comitê poderão ser efetuadas pelo Presidente do Banco Central, conforme o viés estabelecido.

- Circular n° 2.869, de 4.3.99 - estabeleceu que as operações de assistência financeira passassem a ter encargos referenciados pela taxa Selic, acrescida de adicional, conforme as garantias constituídas e a freqüência de utilização. As operações garantidas por títulos federais teriam adicional de 2% a.a., independentemente da freqüência de utilização.

- Circular n° 2.873, de 4.3.99 - determinou que os custos financeiros decorrentes de insuficiências ou saques a descoberto na conta Reservas Bancárias passassem a ser referenciados pela taxa Selic, acrescida de 14% a.a. e de 20% a.a., respectivamente. Os custos anteriores correspondiam à Tban, acrescida de 12% a.a. e de 18% a.a.. Adicionalmente, a Circular extinguiu o depósito voluntário remunerado, criado em dezembro de 1998.

elevado nível de liquidez, dado que o montante de recursos aplicados pelo sistema bancário em operações compromissadas junto à autoridade monetária ultrapassava R$ 30 bilhões.

Em 6 de maio, face ao ambiente mais favorável no mercado financeiro no que se refere a colocações definitivas de títulos públicos, o Banco Central promoveu a redução da referida alíquota para 25%, por meio da Circular nº 2.885. Cabe ressaltar, entretanto, que o contexto de flexibilização no direcionamento dos recursos captados pelas instituições financeiras não deve implicar, no curto prazo, elevação das operações de crédito, tendo em vista que as disponibilidades que excedem as reservas compulsórias têm sido aplicadas principalmente em operações de tesouraria.

A taxa de juros Selic, que no início de janeiro situava-se em 29% a.a., elevou-se gradualmente ao longo daquele mês e estabilizou-se, em fevereiro, no nível de 39% a.a.. A partir da nova sistemática da política monetária, a meta para a taxa Selic foi definida em 45% a.a., com viés de redução, para o período de 5.3.99 a 14.4.99. Esse aumento da taxa básica de juros elevou o custo de oportunidade do posicionamento em moeda estrangeira, concorrendo para reduzir a volatilidade da taxa de câmbio.

Emissão de títulos federais: predominância pós-fixados

Títulos	Data de liquidação	Prazo DC	Volume ofertado	Volume aceito	Taxa de colocação (% a.a.)
BBC-A	4-Jan-99	270	600	600	29,9
BBC-A	8-Jan-99	287	600	600	29,8
BBC-A	5-Fev-99	280	1.000	1.000	39,3
BBC-A	12-Fev-99	294	500	500	38,5
BBC-A 1/	4-Mar-99	301	469	469	39,3
NBC-A	4-Jan-99	270	300	300	11,4
NBC-A	8-Jan-99	304	300	300	11,7
NBC-A	28-Jan-99	731	4.000	NIHIL	-
NBC-A 1/	29-Jan-99	730	500	NIHIL	-
LFT	24-Mar-99	364	3.000	3.000	0,01
LFT	26-Mar-99	369	4.500	4.118	0,02
LFT	31-Mar-99	371	4.000	4.000	0,03
LFT	5-Abr-99	443	2.000	2.000	0,06
LFT	7-Abr-99	371	3.500	3.500	0,05
LFT	9-Abr-99	453	1.000	1.000	0,05
LFT	14-Abr-99	371	3.000	3.000	0,04
LFT	16-Abr-99	453	4.500	4.500	0,05
LFT	22-Abr-99	370	4.000	3.225	0,06
LFT	28-Abr-99	371	3.000	3.000	0,09
LFT	30-Abr-99	453	2.000	2.000	0,08
LFT	5-Mai-99	371	3.000	3.000	0,09
LFT	7-Mai-99	453	3.500	3.500	0,09
LFT	12-Mai-99	371	2.000	2.000	0,10
LFT	14-Mai-99	726	500	500	0,09
LFT	19-Mai-99	728	1.500	1.500	0,09
LFT	21-Mai-99	726	2.000	2.000	0,09
LFT	26-Mai-99	728	2.000	2.000	0,05
LFT	28-Mai-99	712	3.000	3.000	0,07
LFT	2-Jun-99	728	2.000	2.000	0,07
LFT	4-Jun-99	726	2.000	1.850	0,08
LFT	9-Jun-99	728	1.500	1.500	0,09
LFT	11-Jun-99	726	1.000	1.000	0,11
LFT	16-Jun-99	728	3.500	2.589	0,15
LFT	18-Jun-99	705	2.000	2.000	0,12
NTN-E	6-Jan-99	175	500	500	TBF + 2,88
NTN-E	13-Jan-99	175	500	355	TBF + 3,63
NTN-S	6-Jan-99	364	2.000	2.000	29,6
NTN-S	13-Jan-99	364	2.000	2.000	33,4
NTN-S	20-Jan-99	364	1.000	1.000	39,7
NTN-S	27-Jan-99	364	1.000	1.000	40,8
NTN-S	3-Fev-99	364	1.000	1.000	40,4
NTN-S	10-Fev-99	364	2.000	2.000	38,8
NTN-S	17-Fev-99	364	3.500	3.500	38,3
NTN-S	19-Fev-99	245	4.000	4.000	38,5
NTN-S	24-Fev-99	364	4.000	4.000	38,6
NTN-S	26-Fev-99	453	1.000	874	38,9
NTN-S	3-Mar-99	364	4.000	4.000	40,6
NTN-S	8-Mar-99	436	5.000	3.992	44,5
NTN-S	10-Mar-99	364	4.500	4.500	44,6
NTN-S	12-Mar-99	453	6.000	4.638	44,9
NTN-S	17-Mar-99	364	3.500	3.500	44,9
NTN-S	19-Mar-99	453	2.500	2.413	45,0

1/ Colocação no mercado secundário.

Os recentes indicadores macroeconômicos, em especial a reversão do processo de desvalorização da taxa de câmbio e o comportamento favorável dos preços, têm permitido a redução gradual das taxas de juros. Desde a sua introdução em março, a meta vem sendo reduzida, situando-se em 21% a.a., desde 24 de junho. Destaque-se que este é o patamar mais baixo desde 11.9.98, quando a autoridade monetária promoveu substancial elevação nas taxas básicas de juros, com intuito de minimizar os efeitos do agravamento da crise financeira internacional sobre a economia brasileira.

As incertezas prevalecentes no mercado, até o início de março, quanto à trajetória da taxa de juros provocaram a redução da demanda por aplicações com rendimentos prefixados. Nessas circunstâncias, em função da dificuldade de colocação integral dos lotes ofertados em fevereiro e em março, o Tesouro Nacional suspendeu as ofertas de NTN-E (que por serem remuneradas pela TBF só incorporam a variação das taxas de juros uma vez ao mês) e de NTN-S (títulos híbridos, com períodos de remuneração pré e pós-fixadas).

A partir de 23.3.99, o Tesouro Nacional voltou a emitir LFT (títulos totalmente indexados à taxa Selic) com prazo médio de um ano. A ocorrência de ágio sobre o valor de face desses papéis indica a preferência do mercado em permanecer posicionado em operações de curtíssimo prazo (operações compromissadas), mesmo incorrendo no risco de obter remuneração inferior à taxa Selic. Com ágios de até 0,15% a.a., o Tesouro Nacional tem conseguido ampliar a maturidade da sua dívida pós-fixada, intercalando colocações de LFT com prazos médios de 370 e de 453 dias, até o início de maio, a partir de quando passa a emitir títulos com prazo de dois anos.

A melhoria das perspectivas quanto à evolução da economia brasileira, expressa pelo comportamento dos índices de preço e pela recuperação dos fluxos cambiais, viabilizou a retomada da emissão de títulos públicos federais prefixados. O volume de colocação desses papéis vem sendo ampliado desde 23 de março, quando o Tesouro Nacional vendeu LTN, inicialmente com prazo de 28 dias. A participação dos títulos prefixados atingiu 26% do volume financeiro total colocado pelo Tesouro Nacional em abril, 33% em maio e 41% em junho, até o dia 18. Paralelamente, o Banco Central retomou a emissão de BBC a partir de 26 de abril.

Emissão de títulos federais: pré-fixados

Títulos	Data de liquidação	Prazo DC	Volume ofertado	Volume aceito	Taxa de colocação (% a.a.)
BBC 1/	26-Abr-99	25	2.000	1.610	31,5
BBC	14-Mai-99	63	1.500	1.500	22,9
BBC 1/	21-Mai-99	63	1.500	NIHIL	-
BBC	28-Mai-99	63	1.500	1.500	23,3
BBC	4-Jun-99	63	500	500	23,1
BBC	11-Jun-99	63	500	500	22,3
BBC	18-Jun-99	63	500	500	21,2
LTN	24-Mar-99	28	500	500	42,6
LTN	31-Mar-99	28	500	500	37,8
LTN	7-Abr-99	56	1.000	1.000	33,5
LTN	9-Abr-99	54	1.000	1.000	33,0
LTN	14-Abr-99	56	1.000	1.000	31,3
LTN	16-Abr-99	56	1.000	1.000	31,1
LTN	22-Abr-99	90	1.000	1.000	30,7
LTN	23-Abr-99	91	1.000	1.000	29,8
LTN	28-Abr-99	91	1.000	1.000	29,0
LTN	30-Abr-99	91	1.000	1.000	27,5
LTN	5-Mai-99	91	1.000	1.000	27,2
LTN	7-Mai-99	91	1.000	1.000	27,0
LTN	12-Mai-99	182	500	500	23,7
LTN	12-Mai-99	91	1.000	1.000	24,9
LTN	14-Mai-99	91	1.000	1.000	22,2
LTN	19-Mai-99	91	1.000	1.000	21,8
LTN	19-Mai-99	182	1.000	1.000	21,8
LTN	21-Mai-99	91	1.000	NIHIL	-
LTN	26-Mai-99	98	1.000	1.000	24,8
LTN	28-Mai-99	96	1.000	1.000	23,3
LTN	2-Jun-99	91	1.000	1.000	23,2
LTN	9-Jun-99	91	1.500	1.500	23,0
LTN	11-Jun-99	89	1.500	1.500	22,6
LTN	16-Jun-99	91	1.000	1.000	21,7
LTN	18-Jun-99	89	2.000	2.000	21,4
LTN	18-Jun-99	194	500	500	22,0

1/ Colocação no mercado secundário.

As operações definitivas com títulos realizadas pelo Banco Central ao longo do semestre, concentraram-se em papéis indexados ao dólar, refletindo o objetivo da autoridade monetária de reduzir a percepção de risco cambial por parte do mercado.

A partir de 22 de março, a autoridade monetária adotou novo procedimento para os leilões de títulos cambiais, no qual o menor preço aceitável (preço de corte) é aplicado a todas as propostas com cotações maiores ou iguais, até o volume que se pretende vender. A nova metodologia visa eliminar o risco de perdas relativas na aquisição desses papéis, possibilitando propostas mais individualizadas e oferta de menores taxas, principalmente por parte dos demandantes de proteção ("hedge") para passivos indexados em moeda estrangeira.

Sob o novo critério e considerando-se a relevância da melhoria das expectativas do mercado quanto à evolução das variáveis macroeconômicas, observou-se redução gradativa das taxas de colocação, de 31,44% a.a. em março para 12,2% a.a. em junho (acrescidos da variação cambial), e a ampliação dos prazos de maturação das NBC-E. Em março, o prazo elevou-se de 44 para 105 dias, situando-se, em média, em 138 dias em abril, 175 dias em maio e 287 dias em junho, até o dia 18.

Com a estabilização dos preços, tornou-se factível a ampliação da eficácia da política monetária. Nesse sentido, o aumento da elasticidade-juros do valor de mercado da dívida mobiliária federal reforça um dos mecanismos de transmissão da política monetária, o denominado "efeito riqueza". Quanto maior a proporção prefixada da dívida, maior a sensibilidade de seu valor de mercado a variações nas taxas de juros.

Emissão de títulos federais: cambiais

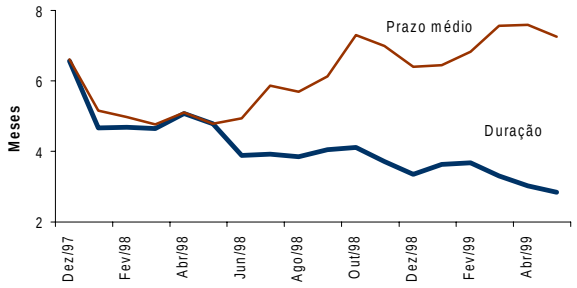
Títulos	Data de liquidação	Prazo DC	Volume ofertado	Volume aceito	Taxa de colocação (% a.a. + c.c.)
NBC-E 1/	4-Jan-99	809	300	300	15,3
NBC-E 1/	8-Jan-99	802	300	300	15,1
NBC-E 1/	15-Jan-99	795	300	300	15,1
NBC-E 1/	22-Jan-99	785	300	300	14,9
NBC-E 1/	25-Jan-99	160	300	206	11,9
NBC-E 1/	29-Jan-99	778	300	300	15,0
NBC-E 1/	5-Fev-99	774	300	300	15,3
NBC-E 1/	12-Fev-99	767	300	300	17,1
NBC-E 1/	19-Fev-99	760	300	300	19,0
NBC-E 1/	26-Fev-99	753	300	NIHIL	-
NBC-E 1/	4-Mar-99	44	500	30	40,6
NBC-E 1/	12-Mar-99	51	500	500	23,7
NBC-E 1/	12-Mar-99	88	1.000	22	24,2
NBC-E 1/	15-Mar-99	85	900	319	29,7
NBC-E 1/	16-Mar-99	84	600	600	34,7
NBC-E 1/	18-Mar-99	78	400	400	30,8
NBC-E 1/	19-Mar-99	85	400	400	31,2
NBC-E 1/	22-Mar-99	108	600	600	31,1
NBC-E 1/	23-Mar-99	103	300	300	31,4
NBC-E 1/	25-Mar-99	105	400	400	31,5
NBC-E 1/	5-Mar-99	58	500	NIHIL	-
NBC-E 1/	11-Mar-99	52	500	NIHIL	-
NBC-E 1/	5-Abr-99	147	400	400	21,0
NBC-E 1/	7-Abr-99	150	300	300	18,5
NBC-E 1/	9-Abr-99	86	400	400	15,8
NBC-E 1/	12-Abr-99	114	400	400	17,1
NBC-E 1/	19-Abr-99	146	400	400	14,7
NBC-E 1/	22-Abr-99	165	400	400	15,0
NBC-E 1/	23-Abr-99	164	500	310	15,5
NBC-E 1/	3-Mai-99	163	1.000	1.000	12,9
NBC-E 1/	4-Mai-99	169	300	300	13,0
NBC-E 1/	13-Mai-99	199	300	300	12,3
NBC-E 1/	27-Mai-99	181	1.000	1.000	12,8
NBC-E 1/	1-Jun-99	176	500	500	13,5
NBC-E 1/	4-Jun-99	173	500	500	13,0
NBC-E 1/	10-Jun-99	347	500	500	12,8
NBC-E 1/	14-Jun-99	343	1.000	1.000	12,2
NBC-E 1/	17-Jun-99	340	500	500	12,2
NTN-D	4-Jan-99	1823	500	500	15,2
NTN-D	1-Fev-99	1096	500	150	20,9

1/ Colocação no mercado secundário.

Uma medida dessa sensibilidade é a "duração média" da dívida, que corresponde à sua elasticidade-juros em unidade de tempo. Esse indicador está vinculado à gestão da política monetária, diversamente do "prazo médio" da dívida, mais relacionado à política fiscal. Vale ressaltar que o perfil da dívida pode estar se alongando, o que indica a melhoria nas condições fiscais, sem que se verifique o crescimento do grau de prefixação dessa dívida, ou seja, sem que a eficácia da política monetária esteja aumentando.

Nos últimos anos, esforços foram direcionados à elevação da duração e do prazo médios da dívida mobiliária federal. Com relação à duração média dos títulos federais, verificou-se crescimento até dezembro de 1997, quando atingiu-se o valor máximo de 6,6 meses, em função do aumento da maturidade dos títulos prefixados e cambiais do Tesouro Nacional e do Banco Central. As emissões de LBC, títulos indexados à taxa Selic, destinadas à troca por títulos do Tesouro Nacional no âmbito do Programa de Incentivo à Redução da Participação do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes), reverteram a trajetória da duração média observada até então. Em janeiro de 1998, a duração média situou-se em 4,8 meses. Dada a intensificação das colocações de papéis pós-fixados a partir de junho, em resposta à crise financeira internacional, o nível de prefixação da dívida reduziu-se ainda mais ao longo do ano.

Títulos Públicos Federais
Duração e prazo médios em final de período



A partir de março de 1999, a duração média voltou aos níveis de março de 1997 (3 meses). Os efeitos da reintrodução de papéis prefixados foram contrabalançados pela elevação no volume de papéis pós-fixados do Tesouro Nacional e pela redução na duração média dos títulos cambiais do Tesouro Nacional e do Banco Central.

Agregados monetários

A base monetária (papel-moeda emitido mais reservas bancárias), considerada a média mensal dos saldos diários, registrou queda de 5,9% no ano, até 18 de junho, em função da redução na demanda por meios de pagamento. Entre os componentes do agregado, o saldo médio mensal de papel-moeda emitido apresentou queda de 11,5%, alcançando R$ 20,8 bilhões, enquanto a média mensal das reservas bancárias expandiu-se 2,6%, atingindo R$ 16,1 bilhões.

Em abril, o Crédito Doméstico Líquido (CDL), critério de desempenho para as metas monetárias definido com o Fundo Monetário Internacional (FMI), foi plenamente atendido pelo Banco Central. O valor apurado para o mês de abril (- R$ 8.474 milhões) foi inferior à meta estabelecida de -R$ 7.152 milhões. Os dados disponíveis até o dia 18 de junho apontam para o pleno cumprimento do critério de desempenho para o mês.

Base monetária - média dos saldos diários

	Saldo	Variação percentual :		
	R$ milhões	no mês	no ano	em 12 meses
1997 Dez	32.283	24,1	60,6	60,6
1998 Jan	33.581	4,0	4,0	62,9
Fev	31.934	-4,9	-1,1	41,2
Mar	30.855	-3,4	-4,4	24,9
Abr	30.854	0,0	-4,4	25,1
Mai	32.353	4,9	0,2	32,3
Jun	33.109	2,3	2,6	34,0
Jul	33.479	1,1	3,7	29,8
Ago	33.935	1,4	5,1	35,8
Set	34.604	2,0	7,2	32,3
Out	34.840	0,7	7,9	30,7
Nov	33.440	-4,0	3,6	28,5
Dez	39.285	17,5	21,7	21,7
1999 Jan	39.111	-0,4	-0,4	16,5
Fev	39.178	0,2	-0,3	22,7
Mar	37.617	-4,0	-4,2	21,9
Abr	36.459	-3,1	-7,2	18,2
Mai	35.506	-2,6	-9,6	9,7
Jun*	36.972	4,1	-5,9	11,7

* até o dia 18

Em relação à aferição do nível de liquidez na economia, o desenvolvimento dos instrumentos de aplicação das disponibilidades do sistema bancário e a sistemática vigente de recolhimentos compulsórios têm limitado o papel da base monetária como moeda de alto poder de expansão. Dessa forma, a avaliação das condições de liquidez primária requer considerar a posição de financiamento líquido de títulos federais, que pode ser entendida como uma reserva bancária livre e remunerada, ao contrário dos saldos da conta

Títulos Federais: operações compromissadas e definitivas

R$ milhões

Período	Operações compromissadas1/	Operações definitivas Colocação	Resgate	Líquido
Março				1.796
1ª sem.	30.577	4.496	11.801	7.305
2ª sem.	29.318	16.893	12.577	-4.316
3ª sem.	26.017	7.958	4.975	-2.983
4ª sem.	26.292	8.982	10.191	1.209
5ª sem.	28.377	4.488	5.069	581
Abril				-9.378
1ª sem.	25.819	9.999	7.500	-2.499
2ª sem.	21.817	10.094	8.689	-1.405
3ª sem.	20.304	6.435	5.537	-898
4ª sem.	18.657	8.450	3.875	-4.575
Maio				-5.469
1ª sem.	16.257	9.640	9.546	-95
2ª sem.	14.279	6.711	3.813	-2.898
3ª sem.	12.865	5.352	4.727	-626
4ª sem.	12.733	9.297	7.446	-1.850
Junho				185
1ª sem.	13.221	6.256	5.973	-284
2ª sem.	8.640	6.309	3.985	-2.324
3ª sem.	8.163	9.841	12.633	2.792

1/ Refere-se à média na semana.

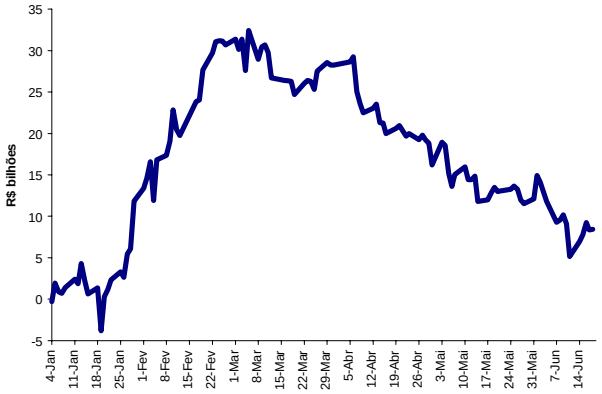
reservas bancárias, que são compulsórios e não remunerados.

A posição de financiamento líquido de títulos federais concedida pela autoridade monetária, inclusive o saldo de assistência financeira lastreada em títulos federais, registrou média mensal de R$ 1,9 bilhão, até 19 de janeiro, devido ao aumento sazonal das exigibilidades sobre recursos à vista e à expressiva demanda por reservas bancárias para liquidação das operações de compra de moeda estrangeira pelas instituições financeiras.

O ambiente de incertezas quanto à evolução da economia brasileira, advindo da mudança do regime cambial, elevou a preferência por liquidez do mercado, reduzindo a demanda por títulos públicos federais em operações definitivas, tanto no mercado primário quanto no secundário, provocando aumento contínuo de aplicações em operações compromissadas. Nesse sentido, o volume líquido junto ao Banco Central atingiu média de R$ 28,8 bilhões em março.

A partir de abril, a reversão das expectativas desfavoráveis possibilitou a redução do volume de recursos tomado pela autoridade monetária nesse tipo de operação, de forma que a média em junho, até o dia 18, correspondesse a R$ 10 bilhões.

Operações compromissadas com títulos federais



Nota: Indica a posição de liquidez diária do mercado. Inclui operações de financiamento do Demab, assistência financeira concedida com garantia em títulos federais e excesso/deficiência sobre a média de recolhimento compulsório.

Relativamente aos fatores condicionantes da base monetária, considerando-se os fluxos até abril, as operações com o setor externo atuaram como o principal fator contracionista, com impacto de R$ 10,2 bilhões, em função das vendas líquidas efetuadas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio. Vale salientar que as intervenções ocorridas após a mudança do regime cambial objetivaram reduzir a volatilidade da taxa de câmbio e que o volume de divisas vendido situou-se

Fatores condicionantes da base monetária

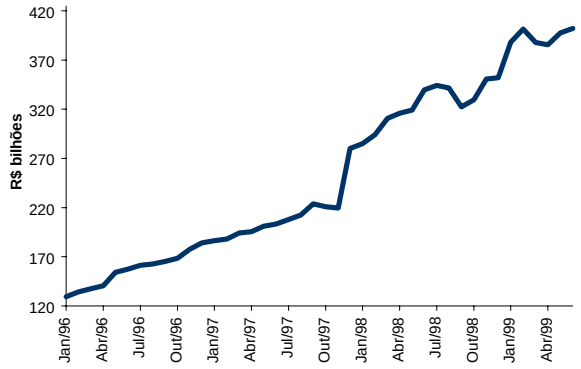
Fluxos mensais

Em R$ milhões

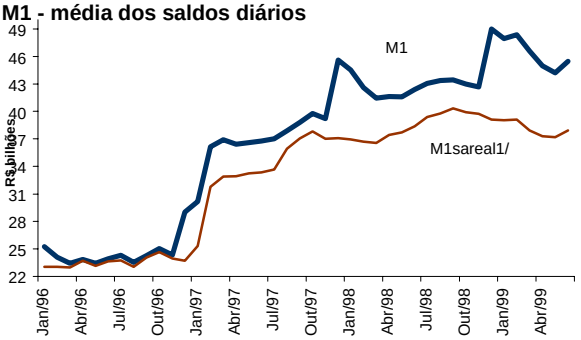
		Tesouro Nacional	Setor Externo	Op. c/ tít. fed.	Outros
1997	Dez	-1.614	-653	9.732	1.392
1998	Jan	-978	855	-4.520	3.379
	Fev	-32	5.773	-199	-7.015
	Mar	794	10.233	-11.001	869
	Abr	-6.544	5.912	1.150	151
	Mai	-471	-1.840	2.497	258
	Jun	1.215	-962	6.167	-298
	Jul	-956	-476	-2.662	-141
	Ago	-8.643	-3.694	12.889	1.875
	Set	-681	-26.018	17.684	5.604
	Out	-892	-4.400	-7.520	13.637
	Nov	2.773	-259	6.362	-1.964
	Dez	-691	-6.554	7.008	-317
1999	Jan	-100	-4.756	7.113	-1.806
	Fev	-815	285	-2.008	759
	Mar	-1.768	-3.812	5.076	-120
	Abr	-2.650	-1.950	3.631	88
	Mai	25	659	3.254	146
	Jun*	-914	-5	-597	93

* até o dia 18

Base Ampliada - saldo em final de período



M1 - média dos saldos diários



1/ Sazonalmente ajustado pelo X11 multiplicativo, compensando-se quebra estrutural, e deflacionado pelo IGP-DI a preços de jan/96.

dentro dos limites estabelecidos no acordo com o Fundo Monetário Internacional.

Outro fator contracionista relevante no quadrimestre foram os recolhimentos à Conta Única do Tesouro Nacional, que acumularam R$ 5,3 bilhões no período. Contribuíram para esse resultado a instituição de alíquota adicional do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) vinculada a fatos geradores ocorridos a partir de 24.1.99, a elevação da arrecadação entre fevereiro e abril (decorrente, basicamente, dos pagamentos de débitos em atraso, sem incidência de multa ou juros de mora), a elevação da alíquota da Cofins de 2% para 3% e a extensão de sua cobrança às instituições financeiras, a partir de 1.2.99, e o recolhimento adicional de imposto de renda em função das declarações de ajuste.

As operações com títulos federais, correspondentes ao impacto sobre a dívida mobiliária federal fora do Banco Central, exclusive apropriação de encargos, resultaram em redução primária de R$ 13,8 bilhões na referida dívida no quadrimestre. Esse resultado decorreu do resgate líquido de R$ 23,8 bilhões de títulos do Banco Central, parcialmente compensado pela colocação líquida de R$ 10 bilhões de títulos do Tesouro Nacional.

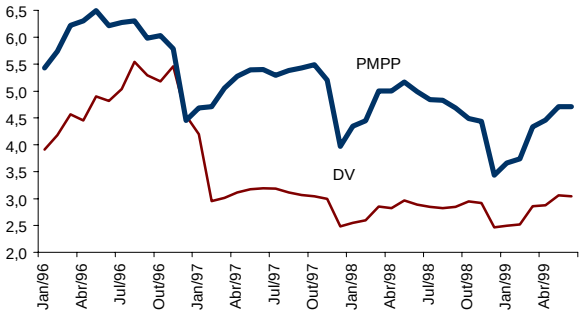
Em maio, dentre os fatores condicionantes da base monetária, destacaram-se a aquisição de divisas no interbancário, com expansão de R$ 659 milhões e o resgate líquido de títulos federais da ordem de R$ 3,3 bilhões, com destaque para as operações definitivas, que registraram colocações líquidas de R$ 5,5 bilhões. O Banco Central reduziu sua dívida mobiliária em poder do mercado em R$ 15,8 bilhões, enquanto o montante de títulos do Tesouro Nacional fora da carteira do Banco Central expandiu-se em R$ 12,5 bilhões.

O fator condicionante da base monetária de impacto relevante em junho, até o dia 18, foram os recolhimentos à Conta Única não decorrentes de operações com títulos, que apresentaram fluxo acumulado de R$ 914 milhões. O ajuste da oferta de base monetária requereu operações com títulos federais, contracionistas em R$ 597 milhões, realizadas principalmente com operações compromissadas.

O saldo da base monetária ampliada alcançou R$ 397,7 bilhões, em maio, com expansão de 12,9% no ano e de 24,6% em 12 meses. Esse resultado deveu-se principalmente à atualização da dívida mobiliária federal em poder do mercado, com impacto expansionista de R$ 55,4 bilhões, reflexo, em parte, da desvalorização cambial.

Ao final de janeiro e princípio de fevereiro, o comportamento dos depósitos à vista e do papel-moeda mostrou-se atípico, revelando o crescimento da preferência por liquidez. Esse posicionamento defensivo, face ao quadro de instabilidade vigente, reduziu a queda sazonal dos meios de pagamento nos meses seguintes ao pico de final de ano. A partir de final de março, a evolução do agregado passou a ocorrer de forma consistente com o padrão sazonal , atingindo em junho, até o dia 15, média mensal de R$ 45,6 bilhões, com queda de 6,9% no ano e expansão de 7,5% em 12 meses. Entre os seus componentes, o saldo médio da moeda manual registrou queda de 11,8% no ano, e crescimento de 16,1% em 12 meses, enquanto o saldo médio da moeda escritural reduziu-se em 3,4% no período e expandiu-se 2,6% em 12 meses.

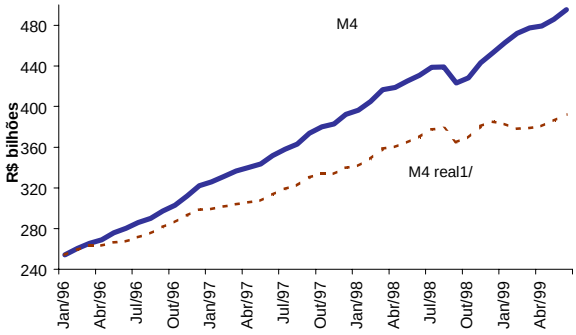
PMPP e DV - velocidade renda1/



1/ Definida como a razão entre o PIB mensal e o saldo médio mensal do agregado monetário.

A evolução da velocidade-renda dos componentes dos meios de pagamento indica que a moeda manual continua a apresentar monetização residual, possivelmente em resposta às reduções na rentabilidade nominal líquida das aplicações financeiras e à elevação da cunha fiscal incidente sobre tais aplicações. A moeda escritural, por sua vez, apresentou ajuste mais rápido, pois, em seqüência à introdução da CPMF, o ritmo de crescimento dos depósitos à vista tem se mostrado semelhante ao da renda nominal.

M4 - saldos em final de período



1/ Deflacionado pelo IGP-DI a preços de janeiro/96.

M4 - velocidade renda1/

1/ Definida como a razão entre o PIB mensal e o saldo do agregado ao final do período

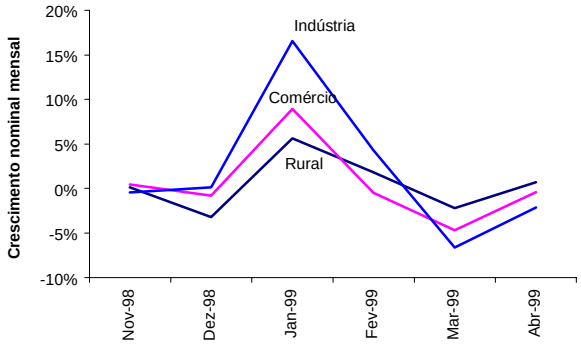
O saldo dos haveres financeiros no conceito mais amplo (M4) atingiu R$ 485,7 bilhões em maio, elevando-se 7,2% no ano e 14,2% em 12 meses. Vale ressaltar que o impacto da desvalorização cambial foi menos intenso no M4 do que na base ampliada, dado que a maior parcela dos títulos cambiais tende a permanecer em poder das instituições financeiras, que normalmente demandam maior volume de proteção ("hedge") para captações de recursos externos. Em horizonte de longo prazo, apesar da variação percentual em 12 meses do agregado vir se reduzindo continuamente, a sua velocidade-renda permanece apresentando quedas significativas, uma vez que a capitalização tem ocorrido em ritmo bem superior ao crescimento da renda nacional.

Crédito

No primeiro quadrimestre de 1999, observou-se manutenção do comportamento conservador por parte do Sistema Financeiro Nacional (SFN), com expressiva seletividade na concessão de recursos e preferência por aplicações de tesouraria. Após a ampliação do mercado de crédito, que estava associada aos resultados do plano de estabilização econômica, acompanhou-se elevação significativa da taxa de inadimplência, em decorrência do aumento das taxas de juros que se seguiu à crise do México, bem como da concessão pouco criteriosa de crédito por parte das instituições financeiras.

Em cenário de estabilidade de preços, no qual as instituições financeiras não mais dispõem de receitas substanciais associadas ao ganho inflacionário, tornou-se evidente a necessidade de maior seletividade na concessão de créditos. Esse comportamento foi reforçado pelas

Empréstimos Normais do Sistema Financeiro ao Setor Privado

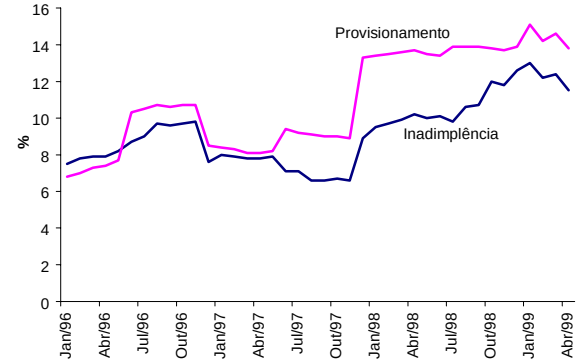


repercussões das crises financeiras internacionais sobre a economia brasileira, quando tornou-se necessário aumentar as restrições da política monetária. No início de 1999, o cenário de instabilidade observado nos primeiros meses de flexibilização cambial, constituiu-se em fator adicional à manutenção do conservadorismo.

Assim, o crescimento nominal de 5,1% dos empréstimos normais do sistema financeiro, no primeiro bimestre do ano, está associado, em maior escala, aos impactos da desvalorização cambial e não ao crescimento da oferta de crédito. Os saldos dos recursos emprestados ao setor privado elevaram-se em 5,6% no período, refletindo o aumento dos estoques de débitos indexados à moeda estrangeira. O estoque dos créditos concedidos à indústria aumentou 21,5%, ao comércio, 8,4%, e ao setor rural, 7,5%. O segmento de habitação, que possui contratos atrelados à taxa referencial (TR), o de pessoa física, com contratos prefixados, e o do setor público, que segue peculiaridades diferentes do setor privado, não apresentaram o mesmo comportamento, registrando pequena elevação ou mesmo redução ao longo do período.

No segundo bimestre, dados a apreciação da moeda nacional, a retração da atividade econômica e o comportamento conservador das instituições financeiras, o processo foi invertido, observando-se queda de 3,6% no saldo dos empréstimos do SFN, que alcançou R$ 258,1 bilhões, correspondendo a 29,3% do PIB. Os créditos ao setor privado registraram retração de 4,2%, atingindo R$ 224,4 bilhões. O saldo do financiamento à indústria diminuiu 8,6%, ao comércio 5,1% e ao setor rural, 1,5%.

Inadimplência e Provisionamento do Sistema Financeiro Público

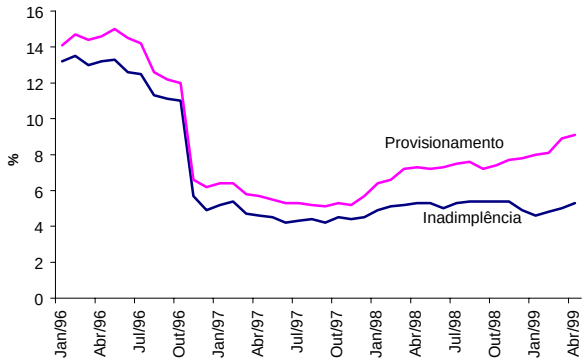


A taxa de inadimplência, medida pela relação entre créditos em atraso e em liquidação e créditos totais, apresentou queda nos quatro primeiros meses do ano, retraindo de 9,5%, em dezembro de 1998, para 8,9%, em abril último. Esse comportamento foi motivado, principalmente, pelo início da cobrança da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins) em fevereiro de 1999, conforme a Lei nº 9.718, de 27.11.98.

Como as rendas dos créditos vencidos e não honrados incorporam a base de cálculo da tributação, os bancos tornaram-se mais rigorosos no ajuizamento dos créditos inadimplentes, devidamente provisionados, preferindo classificar parte dos mesmos como prejuízo. Tal procedimento foi observado principalmente nas instituições financeiras públicas, que possuem taxa de inadimplência maior que as privadas. Essa taxa, que apresentava trajetória de crescimento em 1998, passou a decrescer, atingindo 11,5% em abril.

Vale destacar que o Proes, dentre outros fatores, contribuiu para o crescimento da taxa de inadimplência do sistema financeiro público no ano anterior. Devido à renegociação das dívidas dos estados junto às respectivas instituições financeiras, reduziu-se o volume de empréstimos normais do sistema público para os governos estaduais, alterando a composição entre créditos normais, em atraso e em liquidação.

Inadimplência e Provisionamento do Sistema Financeiro Privado

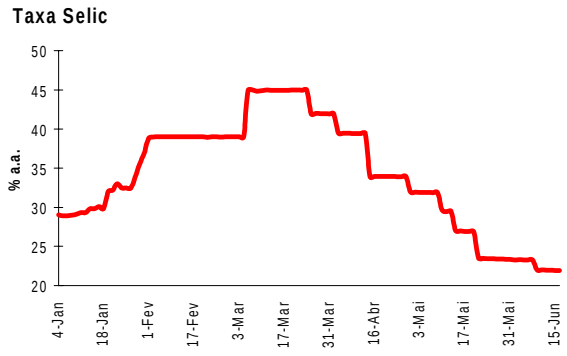


No sistema financeiro privado, foi observada a redução da taxa de inadimplência já em dezembro de 1998, após a aprovação da Lei nº 9.718, quando alcançou 4,9%, indicando, provavelmente, que as instituições privadas anteciparam o ajuizamento de créditos em atraso e em liquidação. Entretanto, ao contrário do sistema financeiro público, o privado apresentou trajetória crescente da taxa de inadimplência nos quatro primeiros meses de 1999, atingindo 5,3% em abril, igual patamar da média observada no segundo semestre do ano anterior.

Mesmo com a melhora no comportamento do nível de inadimplência, a taxa de provisionamento, medida pelo volume de provisões em relação ao crédito total, apresentou elevação no primeiro quadrimestre do ano, em relação a dezembro do ano anterior, de 11,4% para 11,8%, permanecendo em nível superior ao da inadimplência. No sistema financeiro público, o provisionamento situou-se em 13,8%. No sistema financeiro privado, alcançou 9,1% em abril, em comparação à média de 7,3% em 1998. Tal comportamento evidencia o maior conservadorismo do sistema bancário ante o risco de mercado.

3.2 Mercado financeiro

Taxas básicas de juros



Diante da flexibilização da taxa de câmbio, importantes mudanças foram promovidas pelo Banco Central visando à adequação da política monetária ao novo regime cambial. Até o início de março, a taxa Selic era estabelecida diariamente pelo mercado interbancário a partir da faixa de flutuação da taxa de juros fixada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) em cada reunião.

A Circular nº 2.868, de 4.3.99, modificou tal instrumento de política monetária, extinguindo o mecanismo de faixa de flutuação de taxas de juros e introduzindo metas para a taxa Selic, bem como seu eventual viés, permanecendo para início do seu período de vigência o dia útil seguinte a cada reunião do Copom. A Taxa Básica do Banco Central (TBC) e a Taxa de Assistência do Banco Central (Tban) foram mantidas exclusivamente para contratos em vigor naquela data. A TBC foi fixada no mesmo nível da taxa Selic e a Tban passou a ser equivalente à taxa Selic acrescida de 2% a.a.

Desta forma, o Comunicado nº 6.629, de 5.3.99, divulgou deliberação do Copom estabelecendo a meta para a taxa Selic em 45% a.a., com viés de redução. Em 25.3.99, o viés foi utilizado, alterando a meta da taxa para 42% a.a.. Este procedimento foi repetido em 5 de abril, fixando-se a meta em 39,5% a.a.. Em 14 de abril, o Copom estabeleceu a meta de 34% para a taxa Selic, com viés de baixa, sendo este utilizado no dia 28 (32% a.a.) e nos dias 7 e 12 de maio (29,5% a.a. e 27% a.a., respectivamente). O Copom, em reunião no dia 19 de maio, reduziu a meta relativa à taxa Selic para 23,5% a.a., com viés de baixa, cuja utilização, no dia 24 de junho, deslocou a taxa para 21% a.a.

Taxa de juros real

%a.a.

Período	Deflatores					
	IGP-DI	IGP-M	IPA-DI	IPC-BR	INPC	IPC-Fipe
1995	33,38	32,84	43,91	21,58	25,5	24,29
1996	16,54	16,69	17,87	14,43	16,77	15,78
1997	16,09	15,82	15,76	16,37	19,59	19,04
1998	26,62	26,52	26,88	26,67	25,66	31,13
1999	12,67	11,46	5,29	24,00	22,30	25,77

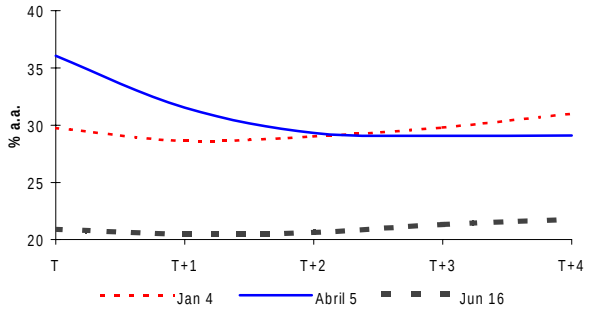
1/ Média de janeiro a maio de 1999, anualizada.

Assim, nos cinco primeiros meses do ano a taxa de juros real situou-se em patamar inferior ao ocorrido

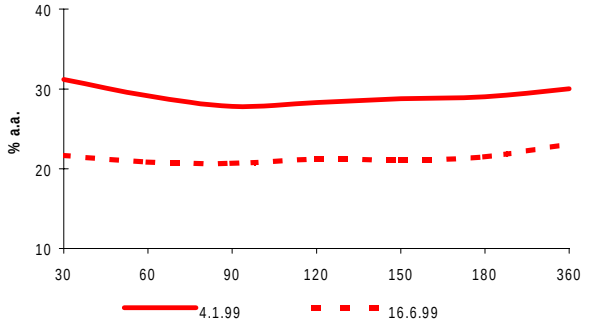
em 1998, e, dependendo do índice de preço utilizado como deflator, no mais baixo nível desde a implementação do Plano Real.

Mercado de derivativos

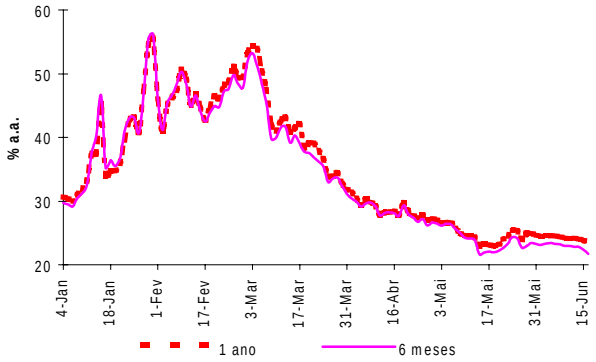
DI Futuro



Curva de Rendimentos - Swap pré



Swap Pré

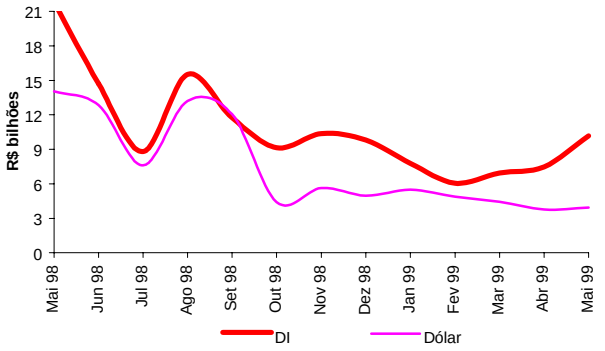


As expectativas quanto às taxas de juros foram revistas no decorrer do período. A expressiva volatilidade verificada nos dois primeiros meses do ano, com taxas variando entre 30% e 55% a.a. para operações de Swap de 360 dias, arrefeceu diante da mudança na política monetária, com a fixação de metas para a taxa Selic e seu eventual viés, a partir de março.

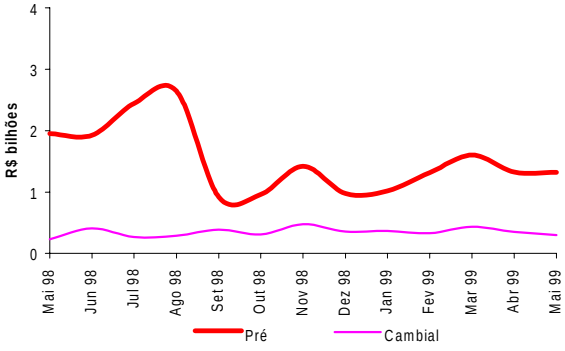
Não obstante esse período de turbulências, observa-se diminuição de, aproximadamente, 10% na curva de rendimento (Swap - pré) entre 4.1.99 e 16.6.99. Atualmente, tanto contratos de DI futuro de prazos mais curtos, quanto contratos de Swap de um ano convergem para taxas próximas a 20% ao ano.

O volume negociado na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) diminuiu cerca de 40% nos meses que se seguiram à intensificação da crise financeira na Rússia, estabilizando-se neste patamar até março de 1999. A partir desse mês, refletindo as alterações na condução da política monetária e a evolução favorável no que se refere à aprovação de medidas relacionadas à consecução do ajuste fiscal, verificou-se recuperação dos negócios, com

Mercado Futuro - Vol. Financeiro

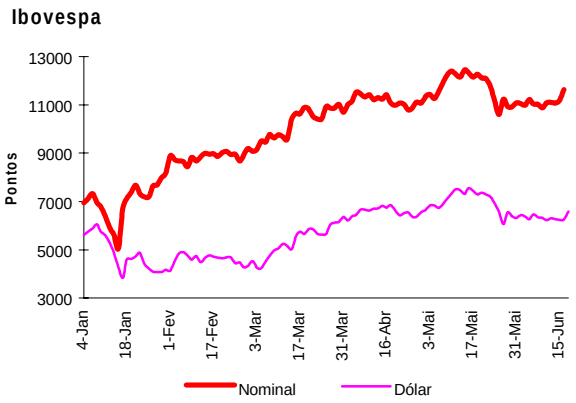


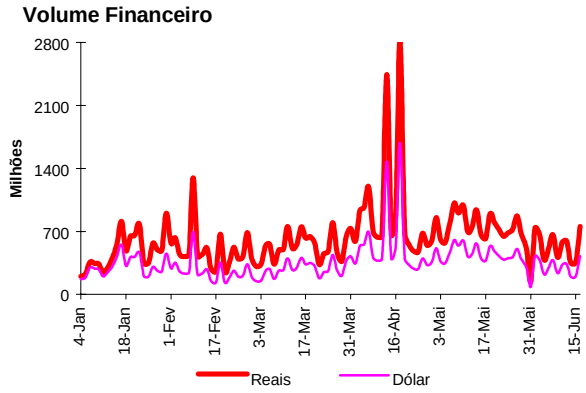
Swap - Vol. Financeiro



exceção do volume de contratos de dólar comercial, em decorrência da alta volatilidade da taxa de câmbio, da diminuição do número de agentes dispostos a assumir risco cambial e da menor demanda por proteção cambial. Em março, objetivando proporcionar maior liquidez aos agentes, a BM&F reduziu em 50% o tamanho dos contratos. Essa medida, no entanto, mostrou-se insuficiente para reverter a trajetória relativa a tais contratos, cujo volume financeiro caiu 8,6% e 15% nos meses de março e abril, influenciado pela queda na cotação do dólar. Em maio, ocorreu modesta elevação de 4,2% no volume negociado.

Mercado de capitais





As bolsas de valores apresentaram valorizações nominais expressivas no período. O índice da Bolsa de Valores de São Paulo, Ibovespa, alcançou 11.643 pontos no dia 16 de junho, acumulando elevação de 70,3% no ano, enquanto o índice da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, IBV-RJ, atingiu 40.110 pontos, registrando expansão no ano de 73,2%.

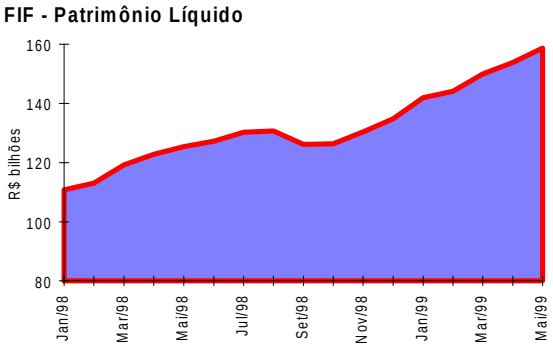
A tendência de alta das bolsas de valores iniciou-se com a alteração na política cambial, tendo o Ibovespa se valorizado 33,4% no dia 15 de janeiro. Adicionalmente, os avanços no programa de ajuste fiscal, por meio da aprovação do aumento da contribuição previdenciária dos servidores federais ativos e sua extensão para os inativos, bem como da prorrogação e do aumento da alíquota da CPMF, repercutiram positivamente na evolução do mercado acionário.

Nesse contexto, o valor de mercado das 495 empresas listadas na Bovespa atingiu R$ 272 bilhões em maio, apresentando crescimento de 39,8% no ano. O valor dessas empresas referenciado na moeda americana situou-se em US$ 158 bilhões.

A emissão primária de títulos pelas empresas abertas ocorreu, até maio, sob a forma de debêntures e notas promissórias que somaram R$ 2,7 bilhões e R$ 1,7 bilhão, respectivamente. A emissão de ações, que atingiu R$ 359 milhões, foi desestimulada pela contração de 33,4% nos preços, ocorrida em 1998.

Aplicações financeiras

Os Fundos de Investimento Financeiro (FIF) alcançaram, em maio, patrimônio líquido de R$ 158,7 bilhões, apresentando crescimento de 17,7% em relação a dezembro de 1998. O patrimônio dos FIF-60 atingiu R$ 133 bilhões em maio. O maior incremento ocorreu em janeiro, pela valorização das cotas dos fundos com aplicações associadas à variação cambial. Nesse mês, a rentabilidade média dos FIF-60 situou-se em 3,9%, enquanto a dos FIF-90 atingiu 9,7%, em média. Entretanto, o crescimento de 71,1% no ano, verificado no patrimônio dos FIF-90 , que alcançou R$ 5,9 bilhões, deveu-se não só à rentabilidade, como também ao movimento específico de captação de recursos ao final de março. Nesse mês, a captação líquida desse segmento chegou a R$ 1,4 bilhão. O patrimônio dos FIF-curto prazo, por sua vez, sofreu retração de 12,1%, com resgate líquido de R$ 1,2 bilhão no período de janeiro a maio.



Os fundos de renda fixa - capital estrangeiro captaram R$ 2,4 bilhões em março, revertendo tendência declinante iniciada após a moratória russa, com destaque para o mês de janeiro, quando o resgate líquido atingiu R$ 2 bilhões. O retorno das aplicações refletiu a redução da alíquota do IOF, para ingresso de capitais externos, de 2% para 0,5%. O patrimônio líquido atingiu R$ 4,8 bilhões em maio. Contudo, no mês de junho, até o dia 16, o resgate líquido situava-se em R$ 1,2 bilhão, resultado que reflete , em parte, o processo de redução nas taxas de juros e as expectativas quanto à vigência da redução da alíquota do IOF e à isenção do imposto de renda, ambas a expirar em 30 de junho.

O segmento de renda variável, que reúne fundos de ações tradicionais e de carteira livre, apresentou patrimônio líquido consolidado de R$ 17 bilhões em maio, ante R$ 13,4 bilhões ao final de 1998, a despeito da reduzida captação

líquida no período (R$ 115 milhões). A menor flutuação da taxa de câmbio a partir de março e o bom desempenho das bolsas de valores fizeram com que as cotas dos fundos de ações tradicionais, caracterizados por responder com maior intensidade às oscilações das bolsas, apresentassem rentabilidade média de 18,4% em janeiro, 4,5% em fevereiro, 20,1% em março e 6,2% em abril. Os fundos de carteira livre apresentaram rendimento médio menor no mesmo período, alcançando 9,8%, 2,3%, 8% e 2,7% , respectivamente. Entretanto, a preocupação dos investidores em relação aos países emergentes como um todo refletiu negativamente nas bolsas de valores, reduzindo, no mês de maio, a rentabilidade dos fundos de ações tradicionais para -1,7% e a dos fundos de carteira livre para 0,87%.

Os depósitos a prazo voltaram a registrar ingresso líquido de recursos, no primeiro trimestre deste ano, revertendo comportamento observado desde junho de 1998. A mudança verificou-se a partir do mês de fevereiro quando, dado o volume expressivo de captações, a posição acumulada alcançou R$ 3,6 bilhões.

Em março, as rentabilidades mais atrativas estimularam a continuidade das aplicações nesse ativo financeiro, que captou liquidamente R$ 3,2 bilhões. O aumento das taxas de juros, vigente a partir de 5 de março, refletiu-se sobre as rentabilidades dos CDB, compensando os efeitos da elevação da alíquota do IOF sobre a remuneração.

A posição dos depósitos a prazo, no mês de abril, voltou a indicar saída líquida de recursos, totalizando aproximadamente R$ 2 bilhões. As alterações no direcionamento das carteiras dos fundos de investimento, beneficiando aplicações em títulos públicos prefixados, com melhor rentabilidade, representariam uma das razões para essa modificação. A proximidade da cobrança da CPMF, que afetará mais intensamente os rendimentos dos CDB, também explicaria os resgates efetuados, especialmente pelo segmento de investidores institucionais. Pelos mesmos motivos explica-se a fraca captação em maio (R$ 194 milhões) e o resgate líquido no mês de junho, até o dia 16, de R$ 900 milhões, aproximadamente.

O saldo dos recursos aplicados em caderneta de poupança atingiu R$ 112 bilhões em maio, indicando crescimento de 4,7% em relação a dezembro de 1998. Com relação à remuneração desse ativo financeiro, destaca-se a alteração na metodologia de cálculo do redutor da TR, divulgada pela Resolução nº 2.604, de 23.4.99. De acordo com a nova

regra, em vigor desde 1° de junho, o redutor será calculado diariamente, baseando-se na TBF do dia de referência. A mudança visou eliminar as distorções existentes na sistemática anterior, que provocavam oscilações indesejadas nos valores da TR. As rentabilidades da poupança nos meses de janeiro a maio foram, respectivamente, de 12,9%, 17,2%, 22%, 14,2% e 13,7% ao ano.

Taxa de risco ("spread" bancário)

Com relação ao comportamento das taxas de operações ativas nos primeiros cinco meses de 1999, é possível identificar quatro períodos distintos, relacionados aos movimentos das taxas básicas de juros da economia.

Considerando-se as principais modalidades de crédito destinadas a pessoas jurídicas, as taxas praticadas pelos bancos, no primeiro bimestre, oscilaram ao longo do período, constatando-se decréscimo quando comparadas as posições do início de janeiro com as do final de fevereiro. As taxas de risco anualizadas para as modalidades de Capital de Giro de Curto Prazo, Desconto de Duplicatas e Capital de Giro, calculadas em relação à taxa Selic, variaram entre 35% e 22% a.a., 45% e 33% a.a. e 31% e 20% a.a., respectivamente.

No mês de março, as taxas de risco elevaram-se, refletindo a atitude conservadora do mercado em decorrência do aumento das taxas de juros, da possível elevação da taxa de inadimplência, bem como da mudança da alíquota do depósito compulsório para depósitos a prazo de 25% para 30%. A modalidade Desconto de Duplicatas registrou taxa de risco mais elevada, aproximadamente 60% a.a.

As taxas de risco observadas no mês de abril indicaram retorno aos patamares do começo do ano para as modalidades de Capital de Giro de Curto Prazo, que variou entre 38% e 24% a.a., Desconto de Duplicatas e Capital de Giro, que variaram entre 37% e 31% a.a. e 25% e 16% a.a., respectivamente.

No mês de maio, o aumento das taxas de risco em todas as modalidades analisadas é explicado pela manutenção das taxas ativas praticamente nos mesmos níveis do mês anterior, apesar da queda da taxa Selic. Esse comportamento pode estar associado às expectativas das instituições financeiras quanto à instabilidade das economias emergentes e suas prováveis

repercussões. Nas operações de Capital de Giro de Curto Prazo, Desconto de Duplicatas e Capital de Giro, as taxas de risco variaram, respectivamente, entre 50% e 30% a.a., 48% e 39% a.a. e 35% e 28% a.a.

Conclusão

A política monetária restritiva adotada nos últimos anos, particularmente em períodos em que a economia esteve afetada pela retração dos fluxos externos de capitais, foi caracterizada pela manutenção de taxas de juros elevadas, o que favoreceu o comportamento conservador por parte das instituições financeiras em suas operações de crédito. Tal comportamento, expresso pela concentração das aplicações do sistema bancário em operações de tesouraria e pelo crescimento da proporção de provisões, ao lado do nível de inadimplência que tem sido observado, tem contribuído para manutenção de taxas de risco elevadas na concessão de crédito. Em decorrência disto, as expectativas são de que eventuais reduções da taxa básica de juros terão impacto moderado sobre as operações creditícias.

Com relação aos agregados monetários amplos, constituídos pela poupança financeira do setor não financeiro, apesar de estarem crescendo em ritmo superior ao da renda nominal, tendem a ter seus ritmos de expansão reduzidos em ambiente de baixo nível de atividade, não contribuindo, dessa forma, para o aumento da demanda agregada. Por outro lado, o montante de recursos atualmente aplicado em operações de financiamento de títulos da carteira do Banco Central, tem se reduzido muito, como mostram a tabela e o gráfico na página 33. Ao mesmo tempo, a maturidade média da dívida mobiliária federal voltou a crescer significativamente desde fevereiro de 1999.

4. Finanças Públicas

Medidas relacionadas ao Programa de Estabilidade Fiscal

O Congresso Nacional aprovou quase todas as medidas relacionadas ao Programa de Estabilidade Fiscal estabelecido para o triênio 1999-2001. Alguns normativos foram aprovados em seguida ao anúncio do programa, em 20.10.98; outros, no decorrer do corrente exercício.

No primeiro caso, situam-se a reforma da previdência social (Emenda Constitucional nº 20, de 15.12.98); a elevação da alíquota da Cofins, de 2% para 3%, e extensão de sua incidência às instituições financeiras (Lei nº 9.718, de 27.11.98); e a incorporação dos depósitos judiciais e extrajudiciais à receita tributária da União (Lei nº 9.703, de 17.11.98).

As medidas aprovadas a partir do mês de janeiro deste ano foram a extensão da cobrança da contribuição previdenciária dos servidores públicos aos inativos e pensionistas, além da instituição de alíquotas adicionais de 9% e 14% (Lei nº 9.783, de 28.1.99); e o restabelecimento da cobrança da CPMF, pelo prazo de 36 meses, com alíquota de 0,38%, nos primeiros 12 meses, e de 0,30%, nos 24 meses subseqüentes (Emenda Constitucional nº 21, de 18.3.99).

A demora na aprovação da CPMF e da contribuição previdenciária para os inativos e pensionistas do setor público (esperava-se que passassem a vigorar a partir de janeiro) levou o Governo a adotar medidas compensatórias, a fim de assegurar o cumprimento das metas de superávit primário previsto para o corrente ano. Nesse contexto, foram estabelecidos cortes adicionais de gastos à conta do Orçamento da União, além da elevação das alíquotas da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) (Lei nº 9.779, de 19.1.99) e do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) (Decreto

nº 2.913, de 29.12.98, e Portaria nº 348, de 30.12.98, do Ministério da Fazenda).

Suplementarmente, no mês de março foram implementadas novas medidas objetivando a redução das despesas e a elevação das receitas. Dessa forma, foi anunciada a suspensão de concursos públicos e nomeações, de correção de curvas salariais e de progressão funcional. Com a edição da Medida Provisória nº 1.807-2, de 25.3.99, foi suspenso o crédito presumido do Imposto sobre Produtos Industrializados a título de ressarcimento da Cofins e do PIS/Pasep incidentes nos produtos destinados à exportação.

O projeto da "Lei de Responsabilidade Fiscal", também inserido no Programa de Estabilidade, ainda se encontra em apreciação no Congresso Nacional. Essa lei disciplinará as principais questões referentes à captação, à gestão e aos gastos de recursos públicos em todos os níveis de governo; estabelecerá a responsabilização penal dos gestores públicos em casos de descumprimento de metas de política fiscal; e fixará limites específicos para variáveis como nível de endividamento e despesas permanentes.

Encontram-se ainda em fase de tramitação no Congresso Nacional a proposta de emenda constitucional que dispõe sobre a reforma tributária, dois projetos de lei que regulamentam dispositivos da reforma administrativa e três projetos que regulamentam a reforma da previdência social (Emendas Constitucionais nº 19 e nº 20, de 4.7.98 e de 15.12.98, respectivamente).

Cabe assinalar que já foram aprovados outros dois normativos relacionados com a regulamentação da reforma administrativa: o primeiro, estabelece limites de despesas com pessoal nos três níveis de governo (Lei Complementar nº 96, de 31.5.99); O segundo, dispõe sobre as normas gerais para a perda de cargo público por excesso de despesa (Lei nº 9.801, de 14.6.99).

Demais medidas de política fiscal

No dia 18 de março, o Governo Federal editou a Medida Provisória nº 1.816, que autorizou a União a celebrar com os estados, até 31.5.99,

operações de crédito até o limite de R$ 800 milhões, a título de antecipação das transferências asseguradas pela Lei Complementar nº 87/96 (Lei Kandir).

Esse normativo estipulou ainda duas importantes providências para as finanças estaduais. A primeira, permite que os estados reduzam, até 30 de novembro do corrente ano, o comprometimento da receita mensal para pagamento de dívidas com a União em até 4% da receita líquida real. Os recursos resultantes dessa redução deverão ser empregados especificamente no pagamento de indenizações com demissões de servidores da administração direta e de entidades da administração indireta em processo de liquidação ou extinção.

A segunda providência refere-se à exclusão das transferências efetuadas ao amparo do Fundo de Manutenção e Desenvolvimento do Ensino Fundamental (Fundef) do cálculo da receita líquida real, com efeito retroativo a março de 1998, o que permitirá a redução do serviço da dívida.

Adicionalmente, no mês de maio foram anunciadas quatro novas medidas de ajuda financeira aos estados e municípios, a saber:

a) ressarcimento das perdas impostas aos estados, nos meses de outubro a dezembro do corrente ano, por conta do Fundo de Estabilidade Fiscal. As perdas, estimadas em R$ 400 milhões, serão ressarcidas em 36 parcelas mensais e sucessivas, a partir de janeiro de 2000;

b) antecipação de receitas de privatização, pelo BNDES, desde que os recursos sejam destinados aos respectivos fundos previdenciários;

c) permissão para a incorporação dos depósitos judiciais (à semelhança do que já vem ocorrendo com a União) à receita tributária dos estados; e

d) compensação financeira ao estado ou município, no equivalente ao tempo que o funcionário inativo contribuiu para o Instituto Nacional da Seguridade Social (INSS).

Ressalte-se que, das quatro medidas mencionadas, apenas a última já está devidamente normatizada (Lei nº 9.796, de 5.5.99).

Arrecadação de impostos e contribuições federais

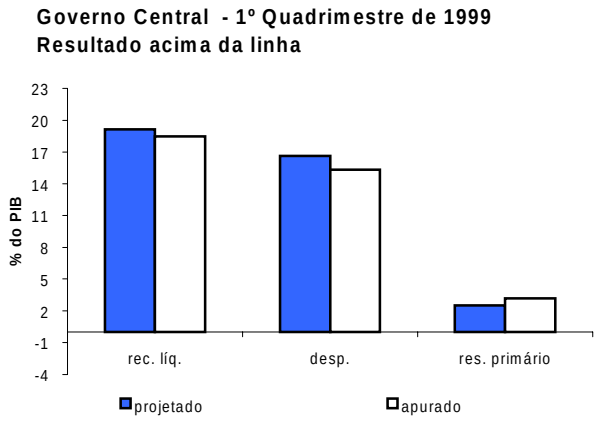
A arrecadação de tributos federais, a cargo da Secretaria da Receita Federal, somou R$ 58,3 bilhões no período de janeiro a maio de 1999, apresentando crescimento nominal de 2,4% em relação aos recolhimentos contabilizados em idêntico período de 1998.

Ressalte-se que a CPMF foi cobrada somente sobre fatos geradores ocorridos até 22 de janeiro. Mesmo tendo sido restabelecida, sua cobrança só foi reiniciada a partir de 17 de junho, o que indica o significativo crescimento da arrecadação no ano.

Cabe registrar a ocorrência de arrecadações atípicas, tanto em 1998 como em 1999. Nos primeiros cinco meses de 1998, foram contabilizadas receitas no montante de R$ 6 bilhões, decorrentes da outorga de serviços de telecomunicações, depósitos abandonados em contas correntes bancárias, superávit financeiro e participações e dividendos. Em 1999 as operações atípicas somaram R$ 4,1 bilhões, incluindo-se R$ 2,2 bilhões a título de pagamento de débitos tributários em atraso.

Excluindo-se dos dois exercícios as receitas geradas com a CPMF e com as operações atípicas mencionadas, a arrecadação de 1999 supera em 14,4% a de igual período de 1998.

Resultado fiscal do Governo Central



No mês de abril, o Governo Central apresentou superávit primário de R$ 2,3 bilhões. Com esse resultado, o superávit acumulado pelo Governo Central no período de janeiro a abril situou-se em R$ 9,5 bilhões (equivalentes a 3,2% do PIB), superando em R$ 5,8 bilhões o obtido em igual período de 1998 (R$ 3,7 bilhões, equivalentes a 1,3 % do PIB).

As receitas do período, R$ 67,5 bilhões, apresentaram crescimento nominal de 8%, enquanto as despesas, R$ 57,7 bilhões, mostraram declínio de 0,8%.

O crescimento das receitas pode ser compreendido a partir do desempenho favorável dos tributos administrados pela Secretaria da Receita Federal, em particular dos seguintes segmentos:

a) Cofins: crescimento de 31,9%, em razão da elevação da alíquota, de 2% para 3%, e de sua extensão às entidades financeiras, a partir do mês de fevereiro;

b) PIS/Pasep: elevação de 58,3%, devido a pagamentos em atraso, com dispensa de multas e juros de mora (Lei nº 9.779/99);

c) Imposto de Renda Retido na Fonte – rendimentos de capitais: incremento de 30,8%, decorrente da extensão da tributação sobre aplicações financeiras às operações de cobertura (Lei nº 9.779/99); e

d) Imposto sobre Operações Financeiras: aumento de 40,7%, em função da incidência do tributo sobre aplicações financeiras em fundos de investimentos, à alíquota de 0,38%, e elevação de 0,38 ponto percentual nas operações de crédito relativamente às pessoas físicas e jurídicas, a partir de 24.1.99.

O crescimento das demais receitas no quadrimestre, comparativamente ao mesmo período de 1998, foi influenciado pelo superávit na conta petróleo, o que contribuiu para o recolhimento de receitas extras no valor de R$ 1,1 bilhão. Vale mencionar, ainda, os recursos decorrentes do recebimento de dividendos do BNDES, em janeiro, no montante de R$ 408 milhões.

Relativamente às despesas, se excluídos os gastos com benefícios pagos pelo Instituto Nacional da Seguridade Social (INSS) e as transferências para os estados e municípios, observa-se redução de R$ 3,7 bilhões nas "despesas da administração federal", comparativamente ao ocorrido no primeiro quadrimestre de 1998.

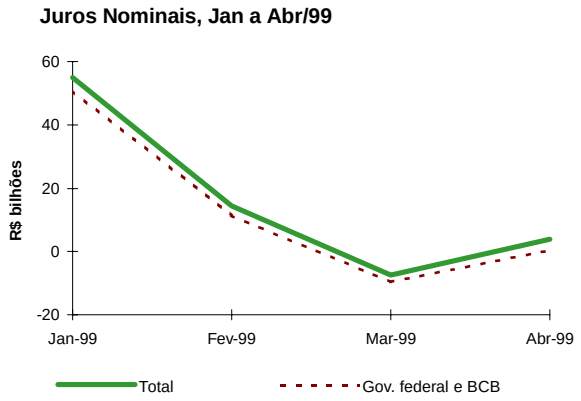
Registraram-se contrações também nas despesas com pessoal e encargos (5,4%) e nas despesas de custeio e capital (18,2%). Em contrapartida, os gastos com benefícios e as transferências apresentaram elevações de 10,5% e de 16%, respectivamente. O menor desembolso para a cobertura de gastos com pessoal é explicado pelas alterações nas datas de pagamento do funcionalismo público federal, enquanto o crescimento das transferências

está relacionado à maior arrecadação dos tributos que compõem os fundos constitucionais, notadamente em março.

O resultado primário do Governo Central (Governo Federal, Banco Central do Brasil e Previdência Social), calculado abaixo da linha, no primeiro quadrimestre de 1999, foi superavitário em R$ 8,6 bilhões. Somando-se a esse resultado as empresas estatais (superávit de R$ 498 milhões), os governos estaduais (superávit de R$ 402 milhões) e os governos municipais (superávit de R$ 1,1 bilhão), chega-se ao resultado primário do setor público consolidado, superavitário em R$ 10,6 bilhões. O resultado foi superior em R$ 1,6 bilhão ao estimado para o período janeiro-abril, na trajetória de definição da meta fiscal para o primeiro semestre, consignada no acordo com o Fundo Monetário Internacional (R$ 9 bilhões).

Juros

Os juros nominais totais, apropriados pelo critério de competência, relativos ao primeiro quadrimestre do ano, atingiram R$ 65,7 bilhões, dos quais, R$ 52,9 bilhões (80,5%) são de responsabilidade do Governo Federal e do Banco Central do Brasil (BCB). Esse resultado refletiu o dispêndio com juros sobre a dívida mobiliária federal fora do BCB, que alcançou R$ 63,2 bilhões.



Importante ressaltar que esse resultado foi influenciado pela desvalorização cambial ocorrida no início do ano. Nesse sentido, a despesa líquida com juros nominais, em termos consolidados, atingiu R$ 54,9 bilhões em janeiro e R$ 14,4 bilhões em fevereiro, enquanto, em março, apurou-se receita líquida com juros de R$ 7,4 bilhões e, em abril, despesa líquida de R$ 3,8 bilhões.

Resultado nominal

No conceito nominal, o déficit acumulado no ano, até abril de 1999, situou-se em 18,8% do PIB. O Governo Federal e o Banco Central foram

deficitários em 15,3% do PIB, os governos estaduais e municipais em 3,3% e as empresas estatais, em 0,3%. Esse resultado reflete, principalmente, o déficit ocorrido em janeiro, em função da desvalorização cambial.

No acumulado dos últimos 12 meses, o resultado nominal apurado em abril de 1999 foi deficitário em 12,1% do PIB, sendo o Governo Federal e o Banco Central do Brasil deficitários em 9,3% do PIB, os governos estaduais e municipais em 2,3% do PIB e as empresas estatais em 0,5% do PIB.

Dívida líquida e necessidade de financiamento do setor público

A dívida líquida do setor público atingiu, em abril de 1999, R$ 467,9 bilhões (48,1% do PIB), frente a R$ 388,7 bilhões (42,6% do PIB) em dezembro de 1998, representando elevação de 5,5% do PIB. O resultado é R$ 39,3 bilhões inferior à trajetória utilizada na definição das metas indicativas consignadas no acordo com o FMI. A expansão da dívida líquida esteve associada, principalmente, à oscilação do real frente ao dólar, observada no período. Nesse sentido, a dívida líquida, que atingira R$ 500,8 bilhões (51,9% do PIB) em fevereiro, refletindo a desvalorização do real no primeiro bimestre do ano, reduziu-se para R$ 467,9 bilhões em abril, mês em que a taxa de câmbio apresentou valorização.

Por esfera de administração, o Governo Federal e o Banco Central registraram saldo de R$ 287,2 bilhões (29,5% do PIB); os governos estaduais e municipais, de R$ 147,9 bilhões (15,2% do PIB); e as empresas estatais, de R$ 32,7 bilhões (3,4% do PIB), dos quais R$ 11,1 bilhões (1,1% do PIB) relativos às empresas estatais federais, R$ 20,1 bilhões (2,1% do PIB) relativos às estatais estaduais e R$ 1,5 bilhão (0,2% do PIB) às estatais municipais.

Dívida mobiliária federal

No mês de maio, a dívida mobiliária federal fora do Banco Central totalizou R$ 373 bilhões (38,3% do PIB), com aumento de 15,2% em relação ao mês de dezembro de 1998. As operações com títulos públicos a cargo do Banco Central foram contracionistas em R$ 17,1 bilhões no período de

janeiro a maio de 1999, resultado do resgate líquido de R$ 37,1 bilhões no mercado primário e de vendas líquidas de R$ 19,9 bilhões no mercado secundário, incluindo extramercado.

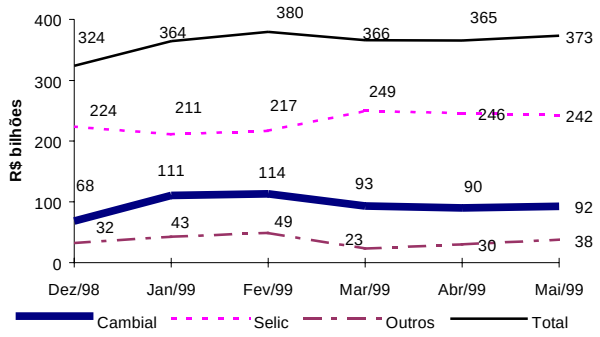
No referido período, as operações com títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional foram expansionistas em R$ 22,5 bilhões, resultado de operações contracionistas de R$ 24,8 bilhões com Letras Financeiras do Tesouro (LFT); e expansionistas em R$ 47,4 bilhões, sendo R$ 37,9 bilhões com Notas do Tesouro Nacional (NTN) e R$ 9,5 bilhões com Letras do Tesouro Nacional (LTN).

As operações com títulos de responsabilidade do Banco Central foram contracionistas em R$ 39,6 bilhões, resultado de operações expansionistas em R$ 3,5 bilhões, sendo R$ 2,9 bilhões com Bônus do Banco Central (BBC) e R$ 0,6 bilhão com Notas do Banco Central - Série A (NBC-A); e contracionistas em R$ 43,1 bilhões, sendo R$ 29,6 bilhões com Bônus do Banco Central - Série A (BBC-A), R$ 1,9 bilhão com Notas do Banco Central – Série Especial (NBC-E), R$ 11,5 bilhões com Letras do Banco Central (LBC) e R$ 0,1 bilhão com Notas do Banco Central - Série F (NBC-F).

Durante o período em análise, ocorreram emissões especiais que contribuíram para elevar a dívida mobiliária fora do Banco Central, cabendo destacar a emissão de R$ 2,7 bilhões em LFT-A e LFT-B destinada ao cumprimento do contrato de abertura de crédito celebrado entre a União e o estado do Paraná, nos termos da MP nº 1.773-34/99. Ainda no âmbito dessa MP e da Lei nº 9.496/97, ocorreram outras emissões, no valor total de R$ 3,9 bilhões.

A dívida mobiliária de responsabilidade do Tesouro Nacional, em maio, alcançou R$ 421,4 bilhões, estando R$ 76,4 bilhões na carteira do Banco Central, R$ 63,7 bilhões em tesouraria e R$ 281,4 bilhões em mercado. Os títulos emitidos pelo Banco Central apresentaram saldo de R$ 91,6 bilhões. Em termos percentuais, os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional elevaram-se de 67,7% do total dos títulos no mercado, em dezembro de 1998, para 75,4%, em maio de 1999, em consonância com a política de substituição gradual dos títulos emitidos pelo Banco Central por títulos de emissão do Tesouro Nacional.

Dívida mobiliária federal fora do BCB, por indexador



Com relação à composição da dívida mobiliária federal fora do Banco Central, os títulos prefixados tiveram sua participação elevada de 3,5% do total, em dezembro de 1998, para 5,1% em maio, em função das colocações líquidas de BBC e LTN. Já os títulos indexados à taxa Selic passaram de 69,1% em dezembro para 65% em maio. Quanto aos títulos cambiais, a participação aumentou de 21% para 24,8%, em função, principalmente, da desvalorização do real frente ao dólar norte-americano (R$ 1,287/US$, em dezembro, e R$ 1,711/ US$, em maio), uma vez que, no período, houve resgate líquido de títulos indexados ao câmbio. Os demais indexadores apresentaram participações estáveis.

Privatizações

O programa de privatizações foi retomado em abril, com a venda da Companhia de Gás de São Paulo (Comgás), em leilão que contou com a participação de grupos estrangeiros, o que demonstra a recuperação da confiança dos investidores externos no país.

A Comgás foi adquirida por consórcio liderado pela British Gas, associada à Dutch Shell, que já detinha cerca de 20% do capital total da empresa. O leilão atingiu R$ 1,65 bilhão, resultando em ágio de 119% sobre o preço mínimo estabelecido. Esse resultado, obtido após a desvalorização do real, assumiu grande importância para a continuidade do programa de privatizações em 1999.

No setor de telecomunicações, as ações do governo foram direcionadas no sentido de concluir o processo de concessão das “empresas-espelho”, criadas com o objetivo de concorrer com as empresas de telefonia fixa do Sistema Telebrás, privatizadas em julho de 1998. O processo teve início em janeiro deste ano, com os leilões das "espelhos" da Tele Norte Leste e da Embratel. Em abril, foi realizado o leilão da "espelho" da Telesp fixa. O processo não foi concluído devido ao adiamento do leilão da “empresa-espelho” da Tele Centro Sul.

Em junho, teve início o processo de flexibilização do monopólio estatal do petróleo, com a licitação de áreas para a exploração e produção de óleo e gás no país, promovida pela Agência Nacional do Petróleo (ANP).

A participação de grandes grupos estrangeiros, que arremataram com expressivos ágios muitas das áreas ofertadas, traduziu o interesse do investidor externo no mercado de petróleo brasileiro e confirmou as perspectivas otimistas com relação ao potencial do setor. O governo arrecadou R$ 321,7 milhões nessa primeira rodada de licitações.

Relativamente ao setor financeiro, o Banco Bradesco arrematou o Banco do Estado da Bahia (Baneb) por R$ 260 milhões, oferta que representou ágio de 3,18% sobre o preço mínimo do leilão. O processo de avaliação do Banco do Estado de São Paulo (Banespa) foi concluído e aguarda, apenas, a divulgação do preço mínimo e a data da alienação. Outros bancos estaduais estão sendo preparados para futuras privatizações. Está previsto, também, o leilão do Instituto de Resseguros do Brasil (IRB), que abrirá à iniciativa privada o mercado de resseguros do país.

Conclusão

O Governo Federal tem atuado sistematicamente na busca do saneamento fiscal permanente. Esse compromisso, indispensável para a sustentação da estabilidade econômica, reflete-se tanto nas medidas de reforma fiscal, tributária e previdenciária, como nos resultados superavitários obtidos neste ano, de acordo com o previsto no Programa de Estabilidade Fiscal.

As reformas propõem mudanças significativas no comportamento do setor público, com o objetivo de corrigir distorções estruturais do sistema, como é o caso da reforma previdenciária; e de implantar novo modelo de gestão pública no que se refere ao comprometimento com o equilíbrio das contas públicas, no caso da "Lei de Responsabilidade Fiscal". Destaque-se, ainda, os esforços para superação de problemas conjunturais, como as medidas compensatórias pela suspensão temporária da cobrança da CPMF.

Tanto as reformas, permitindo ampliação da arrecadação, quanto o firme compromisso do Governo Federal com o controle das despesas, possibilitaram ao Governo Central a obtenção de elevados superávits primários no início desse ano, haja vista os R$ 9,5 bilhões acumulados até abril, que representaram crescimento de 158% sobre o resultado obtido em igual período do ano anterior. As despesas da administração federal, por sua vez, reduziram-se R$ 0,4 bilhão na comparação entre o primeiro quadrimestre deste ano e o de 1998.

5. Setor Externo

5.1 Conjuntura internacional

As perspectivas de evolução da economia mundial mostram-se, atualmente, mais favoráveis que as do início do ano. Nesse sentido, citem-se a elevação da projeção de crescimento do PIB mundial em 1999, de 2,2% para 2,3%, realizada pelo FMI; os sinais de recuperação das economias asiáticas; a melhoria das expectativas da trajetória inflacionária nos países emergentes e a estabilidade de preços nos países desenvolvidos. Adicionalmente, os efeitos negativos das dificuldades financeiras da Rússia e da alteração do regime cambial brasileiro não tiveram a dimensão esperada, tendo sido observada relativa tranqüilidade nos mercados financeiros no período recente.

Os indicadores da economia norte-americana mantêm a tendência de evolução favorável, mas as preocupações quanto à sustentação desse ciclo de prosperidade implicaram alterações de política monetária, com o anúncio, em maio, de viés de alta para as taxas de juros básicas. Entre os demais países desenvolvidos, o Japão mostra que pode estar no caminho de recuperação da atividade econômica. Os países da área do euro, dados os níveis moderados de crescimento, reduziram, em abril, as taxas de juros. Ao final de 1998 e início de 1999, os Estados Unidos e a Europa apresentaram as menores taxas de juros das últimas três décadas.

Relativamente à alteração no regime cambial brasileiro, o maior impacto foi percebido pela Argentina, país com o qual o Brasil mantém estreitas relações comerciais. Nesse cenário, espera-se crescimento de 4% para a América Latina no segundo semestre de 1999, contrabalançando o desempenho negativo estimado para o primeiro semestre.

A economia chinesa deve apresentar arrefecimento das taxas de crescimento. Entretanto, a política fiscal expansionista e a política monetária acomodativa objetivam estimular a demanda agregada, compensando parcialmente a redução do valor das exportações. A deterioração das contas externas - balanço comercial e fluxos de investimento e crédito - pressionam por possível correção cambial nesse país.

Estados Unidos

Produto Interno Bruto [1/]

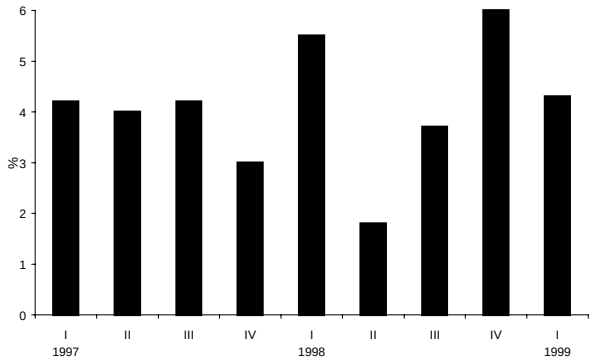
(% ao ano)

	1º T	2º T	3º T	4º T
1997	4,2	4,0	4,2	3,0
1998	5,5	1,8	3,7	6,0
1999	4,3			

Fonte: Departamento de Comércio dos EUA, 25/06/99

1/ Crescimento trimestral anualizado, com ajuste sazonal.

Crescimento do PIB[1/]



1/ Crescimento trimestral anualizado, com ajuste sazonal.

O processo de inovação tecnológica que a economia norte-americana experimentou nos últimos anos resultou em aumento da produtividade do trabalho, elevação das margens de lucro e expansão dos investimentos. O elevado ritmo de crescimento da produtividade do trabalho permitiu que a absorção de mão-de-obra ocorresse sem pressão significativa sobre os custos de produção.

Concomitantemente, a elevação das margens de lucros estimulou a realização de novos investimentos. Como a magnitude dessas inversões tem sido influenciada também pela natureza da tecnologia utilizada, a oferta agregada foi expandida em velocidade superior à demanda, de forma que a economia operou, nos últimos anos, com expressiva margem de capacidade ociosa.

Além desses determinantes estruturais, a redução dos preços das mercadorias ("commodities") importadas e a taxa de câmbio valorizada têm contribuído, como fatores temporários, para que o crescimento da economia norte-americana se processe sem a ocorrência de pressões inflacionárias.

Entretanto, esse longo período de crescimento tende a provocar desequilíbrios que concorrem para o esgotamento do processo, com rompimento da tendência de expansão e provável inversão da trajetória inflacionária. Segundo o banco central norte-americano, alguns canais de pressão sobre o comportamento do nível de preços devem ser considerados.

O primeiro desequilíbrio é o elevado nível de demanda, constatado pela taxa negativa de poupança das famílias, em função do "efeito riqueza", que adveio, provavelmente, da valorização dos preços das ações.

Adicionalmente, a crescente absorção da oferta de trabalho não poderá persistir sem pressões, em algum momento, sobre os custos de produção, ainda que se considere o aumento expressivo da produtividade nos últimos anos, o qual tem favorecido ganhos salariais sem influência negativa sobre o nível de preços. Nesse sentido, embora a elevação do custo unitário do trabalho deva pressionar inicialmente as margens de lucro, poderá ocorrer, posteriormente, impactos indesejados sobre o nível de preços.

O terceiro foco reside na sustentabilidade dos crescentes déficits comercial e em transações correntes, cujos custos são de difícil manutenção no longo prazo.

Por fim, as perspectivas de incremento nos níveis de inflação implicarão aumento do prêmio de risco nas taxas de juros de longo prazo, com influência sobre as taxas de curto prazo. Nesse cenário, configura-se o quarto canal, pelo qual a elevação do custo do fator capital desestimulará novos investimentos. A redução do nível de inversão resultará em aumento do custo unitário do trabalho, reforçando este canal de pressão sobre a trajetória dos preços.

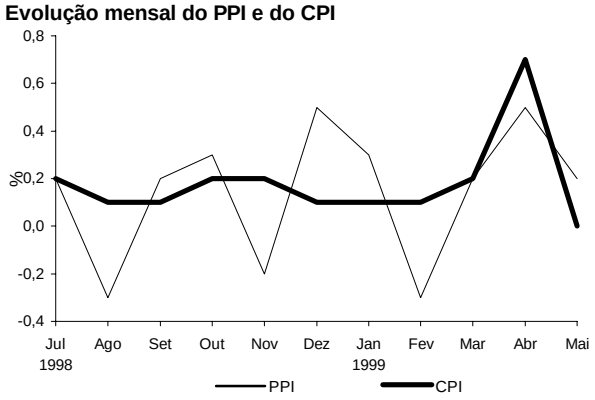
Taxas de Inflação

var. % ao mês

		PPI	PPI-Core	CPI	CPI-Core
1998	Jul	0,2	0,1	0,2	0,2
	Ago	-0,3	-0,1	0,1	0,2
	Set	0,2	0,4	0,1	0,2
	Out	0,3	0,1	0,2	0,2
	Nov	-0,2	0,1	0,2	0,2
	Dez	0,5	1,0	0,1	0,3
1999	Jan	0,3	-0,1	0,1	0,1
	Fev	-0,3	0,0	0,1	0,1
	Mar	0,2	0,0	0,2	0,1
	Abr	0,5	0,1	0,7	0,4
	Mai	0,2	0,1	0,0	0,1

Fonte: FMI e Reuters

Evolução mensal do PPI e do CPI



Entre janeiro e março deste ano, a variação do Índice de Preços ao Consumidor - Núcleo (CPI-Core) situou-se em 0,1% ao mês. Em abril, esse índice atingiu 0,4%. Esse aumento, a exemplo dos ocorridos em outros indicadores (preços de produtos importados, núcleo do Índice de Preços ao Produtor (PPI-Core) intermediário e custos unitários de mão-de-obra), não sugere reversão da trajetória inflacionária, pois em maio o indicador retornou ao patamar do primeiro trimestre.

O nível de atividade, entretanto, permanece aquecido. Considerando-se a variação do primeiro trimestre de 1999 em relação ao trimestre anterior, o PIB norte-americano apresentou crescimento anualizado de 4,49%.

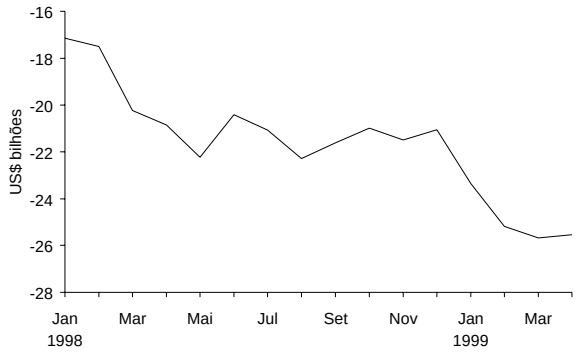
Balanço Comercial

US$ bilhões

		Export.	Import.	Saldo
1998	Jan	57,7	74,9	-17,1
	Fev	56,5	74,0	-17,5
	Mar	56,4	76,6	-20,2
	Abr	55,3	76,2	-20,9
	Mai	54,9	77,1	-22,2
	Jun	55,0	75,4	-20,4
	Jul	54,2	75,2	-21,1
	Ago	54,6	76,9	-22,3
	Set	55,5	77,1	-21,6
	Out	57,2	78,2	-21,0
	Nov	57,0	78,5	-21,5
	Dez	56,0	77,1	-21,1
1999	Jan	55,3	78,6	-23,3
	Fev	54,7	79,9	-25,2
	Mar	54,3	80,0	-25,7
	Abr	55,1	80,7	-25,5

Fonte: Departamento de Comércio dos EUA

Saldo Comercial



O déficit comercial manteve tendência de alta em março, contribuindo para a elevação do déficit em transações correntes de 2,8% do PIB, no último trimestre de 1998, para 3,1% do PIB, no primeiro trimestre de 1999, a pior proporção desde 1987. O resultado comercial de abril situou-se no mesmo patamar de março, US$ 25,5 bilhões, registrando-se elevação das exportações e das importações, aumento que pode ser atribuído à evolução dos preços internacionais do petróleo e dos metais.

Com base no cenário desenhado até a primeira quinzena de maio, o banco central norte-americano manteve a meta para a taxa de juros básica, mas converteu o viés da taxa de neutro para ascendente. Como resultado, as taxas de juros de longo prazo se elevaram, fazendo com que o próprio mercado tentasse se ajustar, ainda que parcialmente. As expectativas quanto à definição da restritividade da política monetária nos próximos meses deverá tomar por base qualquer evidência de pressão sobre o mercado de trabalho, crescimento significativo da demanda relativamente à produção e elevações expressivas do valor dos ativos financeiros, fatores que venham a afetar a percepção dos membros do Comitê de Mercado Aberto quanto à necessidade de adoção de medida preventiva.

Ressalte-se que a recuperação da economia global, ainda que gradual, tende a aumentar a demanda por produtos norte-americanos, o que, sem a compensatória redução da demanda interna, pode resultar em pressões adicionais no mercado de trabalho.

Japão

Crescimento do PIB [1/]

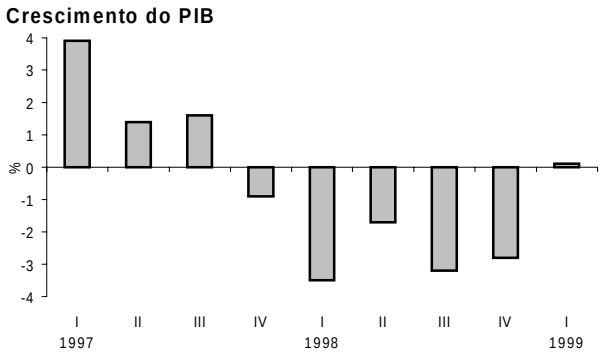
% ao ano

	1º T	2º T	3º T	4º T
1997	3,9	1,4	1,6	-0,9
1998	-3,5	-1,7	-3,2	-2,8
1999	0,1			

Fonte: Bloomberg

1/ Variação sobre igual trimestre do ano anterior

Os indicadores recentes da economia japonesa não são conclusivos no que se refere à retomada efetiva do nível de atividade, mas apontam para uma provável recuperação da economia. Verificou-se redução do prêmio de risco em função do crescimento do nível de



confiança dos empresários e dos progressos na recapitalização e na reestruturação do sistema financeiro. A produção industrial registrou o resultado mais expressivo dos últimos dois anos, com crescimento anualizado de 2,5% no primeiro trimestre do ano, enquanto o crescimento real dessazonalizado do PIB no primeiro trimestre de 1999, relativamente ao último de 1998, atingiu 1,9%. Tal evolução, no entanto, ainda deve refletir o aumento das encomendas de bens de capital decorrente do pacote de estímulo à economia adotado em novembro, uma vez que os investimentos públicos elevaram-se 47,9% no primeiro trimestre de 1999 frente a igual período do ano anterior e os investimentos privados aumentaram 10,5%. Nesse sentido, a política fiscal expansionista deve surtir efeitos decrescentes até o final do ano.

A produção de bens de consumo mantém evolução pouco favorável, com expectativa de contração no mês de abril. Entretanto, estima-se que o dispêndio das famílias e as vendas comerciais apresentarão melhores resultados nos indicadores de abril, apesar da contração ocorrida em março. Convém ressaltar que, nos próximos meses, o nível de emprego tende a ser contraído por reestruturações nas empresas, com vistas a recuperar o nível de rentabilidade do setor produtivo.

Nesse cenário, portanto, não há perspectivas de que a demanda agregada apresente recuperação significativa. A OCDE projeta contração do PIB de 0,8% no primeiro semestre do ano em relação ao semestre anterior. Em 1999, o produto interno bruto deve registrar contração de 1%.

A adoção de medidas fiscais destinadas ao aquecimento da economia implicou crescimento da dívida governamental. O esperado anúncio de suplementação orçamentária só deve ser efetuado após setembro, quando estarão disponíveis os indicadores da economia relativos ao segundo trimestre. Entretanto, em 11 de junho, foi divulgado novo conjunto de medidas de estímulo à economia, compreendendo iniciativas adicionais para a redução do desemprego e a aceleração do processo de restruturação industrial. A implementação dessas medidas, cujo calendário detalhado não foi apresentado, implicará em custos estimados de 500 bilhões de ienes (US$ 4,1 bilhões).

Área do Euro

Após registrar desaquecimento do nível de atividade, ao final de 1998, os indicadores econômicos da área do euro retratam relativa recuperação. As exportações apresentam crescimento, como resultado do início do processo de recuperação dos países que vivenciaram crises nos últimos anos, o que favorece o desempenho do setor industrial. Destaque-se que, apesar da recente desaceleração da atividade econômica, não se verificou incremento no nível de desemprego.

O desempenho da construção civil também deve colaborar significativamente para a expansão do produto na área do euro, projetando-se crescimento da ordem de 1%, 2% e 3%, para os próximos três trimestres.

Em abril, face aos baixos níveis de inflação e ao arrefecimento da atividade econômica, o Banco Central Europeu (ECB) promoveu redução nas taxas de juros. Entretanto, queda adicional na taxa nos próximos meses é pouco provável, uma vez que os efeitos das medidas adotadas ainda não se configuraram.

Atualmente, as principais preocupações em relação à área do euro referem-se à capacidade de manutenção das políticas nacionais de ajuste fiscal, além de sinais incipientes de inflação em alguns países da região. Concomitantemente, intensificam-se as discussões sobre a necessidade de reformas estruturais destinadas à flexibilização do mercado de trabalho e ao aumento da produtividade.

Argentina

PIB [1/]

% ao ano

	1º T	2º T	3º T	4º T
1997	8,0	8,3	9,9	8,2
1998	7,2	7,4	3,2	-0,5
1999	-3,0			

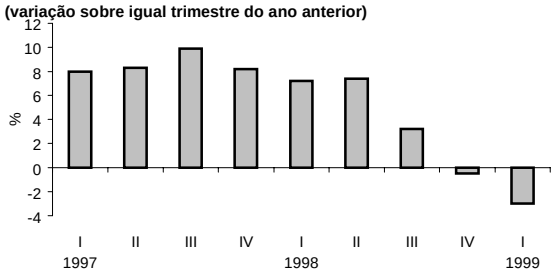
Fonte: Bloomberg

1/ Variação sobre igual trimestre do ano anterior

A Argentina vivenciou ciclo virtuoso em 1997 e na primeira metade de 1998, quando a expansão do PIB atingiu 7,3%. No segundo semestre de 1998, o desempenho da economia foi afetado por choques externos adversos, de forma que o crescimento do PIB atingiu apenas 1,2%, resultando em crescimento de 3,9% no ano.

Entre os choques externos enfrentados em 1998 elenca-se, primeiramente, a redução do preço das mercadorias ("commodities"), provocada pela forte

Crescimento do PIB
(variação sobre igual trimestre do ano anterior)



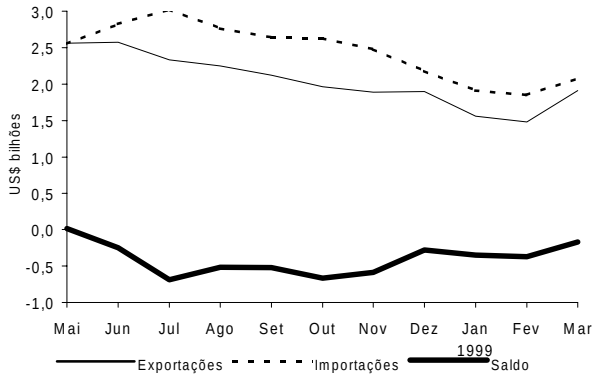
Balanço Comercial

US$ bilhões

	Exportações	Importações	Saldo
1998 Jan	1,8	2,5	-0,8
Fev	1,9	2,3	-0,4
Mar	2,2	2,7	-0,5
Abr	2,5	2,8	-0,3
Mai	2,6	2,6	0,0
Jun	2,6	2,8	-0,3
Jul	2,3	3,0	-0,7
Ago	2,2	2,8	-0,5
Set	2,1	2,6	-0,5
Out	2,0	2,6	-0,7
Nov	1,9	2,5	-0,6
Dez	1,9	2,2	-0,3
1999 Jan	1,6	1,9	-0,4
Fev	1,5	1,9	-0,4
Mar	1,9	2,1	-0,2

Fonte: Fundación CEDEAL. Situación Latinoamericana

Balanço Comercial



desaceleração das economias asiáticas, a qual implicou redução substancial no ritmo de crescimento da economia mundial.

Adicionalmente, as dificuldades da economia russa, iniciadas em maio de 1998, resultaram em fechamento do mercado financeiro internacional às economias emergentes, elevando o custo do serviço das dívidas externa e interna. O terceiro choque, de natureza comercial, adveio da flutuação cambial no Brasil.

Nesse cenário, apesar da perspectiva de recuperação da economia global, os efeitos da desvalorização cambial no Brasil sobre a demanda e os preços das importações argentinas tendem a incrementar o déficit em transações correntes. Entretanto, no primeiro trimestre do ano, a queda das importações foi significativa, sendo parcialmente compensada pelo fraco desempenho das exportações. Dessa maneira, o déficit comercial no primeiro trimestre de 1999 atingiu US$ 1 bilhão, frente a US$ 1,7 bilhão no mesmo período de 1998.

A combinação dos três choques deve permanecer impactando negativamente a evolução do PIB argentino. Nesse sentido, de acordo com Goldman Sachs, estima-se contração do produto em cerca de 5% no primeiro semestre de 1999 e de 1,8% no ano. O melhor desempenho no segundo semestre é esperado em função da redução recente das taxas de juros domésticas, da expectativa de recuperação da economia brasileira e do efeito da deflação, que torna a economia mais competitiva.

Estatísticas relativas à produção industrial em abril acusaram queda de 10,8% em doze meses, apresentando contração de 9,2% nos primeiros quatro meses do ano. O setor automobilístico foi o mais afetado, registrando redução de 50,4% e de 51,3% nas vendas domésticas e nas exportações, respectivamente.

A recessão em 1999 deverá apresentar implicações adicionais. A primeira, é a estagnação do estoque de crédito bancário, já observada desde o afloramento dos problemas na Rússia. Em termos reais, entretanto, o crédito não deverá reduzir-se mais enquanto o sistema financeiro permanecer com indicadores saudáveis. Ressalta-se que os bancos têm direcionado o crédito para o setor público, reduzindo a contribuição do consumo e dos investimentos privados para a recuperação da economia.

A segunda implicação refere-se ao crescimento do emprego, que tende a apresentar desaceleração substancial. A Pesquisa Mensal do Ministério do Trabalho indica que a média móvel trimestral do crescimento do emprego, na grande Buenos Aires, até março, relativamente ao mesmo período do ano anterior, atingiu -0,5%, comparativamente a 5% em igual período de 1998.

Outro aspecto reside na evolução do déficit em transações correntes que, em 1998, atingiu 5,1% do PIB. Convém ressaltar que já estão assegurados financiamentos superiores a 60% das necessidades externas para 1999. Adicionalmente, além do suporte do FMI, a Argentina não deixou de emitir bônus soberanos, mesmo em condições adversas.

O produto industrial registrou contração de 11,5% em março deste ano, comparativamente ao mesmo período do ano anterior. A recuperação da produção manufatureira, que não apresentou expansão no mês de abril, tende a ser afetada pelas perspectivas desfavoráveis decorrentes das incertezas do período eleitoral.

Em março, o índice de preços ao consumidor registrou queda de 0,8% em relação ao mês anterior, a maior redução desde sua criação em 1988.

O déficit fiscal acordado com o FMI ao final de 1998, US$ 2,95 bilhões, foi ampliado para US$ 5 bilhões, em função das revisões para baixo do crescimento da economia e da ampliação do serviço financeiro da dívida interna. Isso porque, a dificuldade financeira internacional provocou a elevação das taxas de juros internas em 1.000 pontos básicos. O acordo com FMI também prevê a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal, estabelecendo limites para o crescimento das despesas e para o endividamento, e a elaboração de projeto para a reforma da seguridade social.

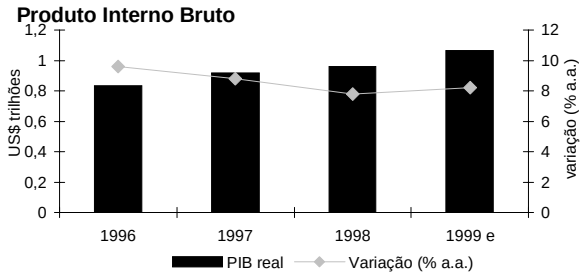
China

PIB

	1996	1997	1998	1999 e
PIB real				
(US$ trilhões)	0,834	0,918	0,961	1,064
var.(% a.a.)	9,6	8,8	7,8	8,2

Fonte: Institute of International Finance Inc.
e: estimado

A demanda agregada chinesa foi impactada nos últimos anos pela contração da demanda externa, motivada pela crise cambial dos países do sudeste asiático e pela estagnação da economia japonesa, considerando que a Ásia, inclusive Japão, absorve em torno de 44% das exportações da China.



No segundo semestre de 1998, o governo chinês promoveu, via empresas estatais, a expansão da demanda por meio do incentivo aos investimentos em infra-estrutura. Como conseqüência, observou-se aumento no déficit fiscal, que foi financiado pelo crescimento do endividamento público. Complementarmente, promoveu-se redução nas taxas de juros para estimular o consumo e o investimento privados.

Como resultado, após a desaceleração verificada no primeiro semestre de 1998, observou-se crescimento do produto interno bruto, em resposta às medidas nas áreas fiscal e monetária. O produto interno bruto da China totalizou US$ 202 bilhões no primeiro trimestre de 1999, 8,2% superior ao do primeiro trimestre de 1998.

De modo semelhante, o crescimento da produção industrial manteve trajetória ascendente nos três primeiros meses de 1999, alcançando nível 10,6% superior ao do mesmo período do ano precedente.

Ressalta-se que a retomada do crescimento foi dificultada pela estagnação dos investimentos estrangeiros diretos e pela reversão dos empréstimos externos privados, que se tornaram liquidamente negativos. Adicionalmente, a substituição da demanda externa pela demanda pública foi significativa, enquanto a resposta do setor privado à redução das taxas de juros foi limitada.

Nesse sentido, apesar do crescimento do produto interno bruto encontrar-se em ritmo ainda bastante superior à média mundial, a desaceleração

observada nos últimos anos levou à expansão do desemprego, de 2,6% em 1993 para 3,1% em 1997. A recuperação observada no segundo semestre de 1998 não impediu que o desemprego subisse para 3,5% no ano.

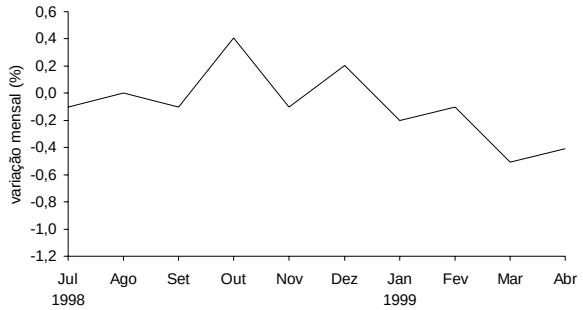
Inflação

(% ao mês)

		CPI
1998	Jul	-0,1
	Ago	0,0
	Set	-0,1
	Out	0,4
	Nov	-0,1
	Dez	0,2
1999	Jan	-0,2
	Fev	-0,1
	Mar	-0,5
	Abr	-0,4

Fonte: Bloomberg

CPI



Em 1998, o índice de preços ao consumidor reduziu-se 1%. Em janeiro de 1999, a queda alcançou 0,2%, acentuada pela contração dos preços em fevereiro, 0,1%, e em março, 0,5%. A manutenção da tendência de queda nos preços ao consumidor é expressa pela variação negativa de 1,21% do índice, no acumulado em 12 meses até abril. Esse índice de preços declina mais lentamente que o de varejo, que registrou queda de 2,7% ao longo de 1998.

Ao longo de 1998, a gestão de política monetária foi expansionista. Nesse sentido, foram efetuadas reduções nas taxas de juros básicas e nas alíquotas de recolhimento compusório, além da criação de linhas especiais de assistência financeira de liquidez, de forma a estimular o crescimento do crédito doméstico e da oferta monetária.

Acompanhando o crescimento dos meios de pagamentos e a política do Banco Popular da China, as taxas de juros para depósitos interbancários de 30 dias apresentaram redução, diminuindo de 8,7% a.a., no primeiro trimestre de 1998, para 7% a.a., 5,1% a.a. e 6,3% a.a. nos três trimestres seguintes, e 5,9% a.a. no primeiro trimestre de 1999. A continuidade dessa queda dependerá, particularmente, do comportamento dos preços e do desempenho da economia.

O déficit fiscal atingiu 2,2% do produto interno bruto em 1998, ante 1,5% em 1997. Tal movimento deveu-se ao aumento das despesas de 13,3% para 14,5%, e também das receitas, de 11,8% para 12,4%. O déficit fiscal foi financiado, em grande parte, pela emissão de títulos públicos, cujo estoque passou de US$ 29 bilhões, em 1997, para US$ 47 bilhões, em 1998.

Os pronunciamentos oficiais do governo chinês, bem como a aprovação do orçamento fiscal do corrente ano, indicam que a política de expansão fiscal e monetária observada no segundo semestre de 1998 e no primeiro trimestre de 1999 prosseguirá ao longo do ano. O governo tem planos para expandir

em US$ 120 bilhões ou em 15% os empréstimos concedidos pelos bancos estatais. Os empréstimos serão direcionados a pequenas e médias empresas, empresas exportadoras, projetos de infra-estrutura e crédito ao consumidor.

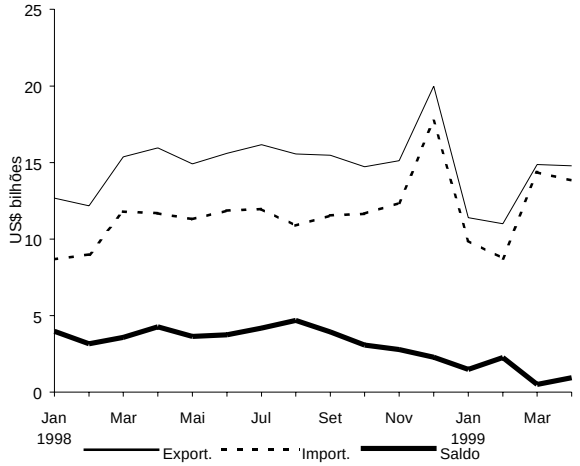
Balanço Comercial

US$ bilhões

		Export.	Import.	Saldo
1998	Jan	12,7	8,7	4,0
	Fev	12,2	9,0	3,2
	Mar	15,4	11,8	3,6
	Abr	16,0	11,7	4,3
	Mai	14,9	11,3	3,6
	Jun	15,6	11,9	3,8
	Jul	16,2	12,0	4,2
	Ago	15,6	10,9	4,7
	Set	15,5	11,5	3,9
	Out	14,7	11,7	3,1
	Nov	15,1	12,3	2,8
	Dez	20,0	17,7	2,3
1999	Jan	11,4	9,9	1,5
	Fev	11,0	8,7	2,3
	Mar	14,9	14,4	0,5
	Abr	14,8	13,8	1,0

Fonte: JP Morgan. Emerging Markets Economic Indicators, 7.6.99.

Balanço Comercial



As importações chinesas cresceram à taxa média anual de 8,4% entre 1994 e 1997, em ritmo inferior ao crecimento do PIB. Em 1998, o valor das importações decresceu 1%, atingindo US$ 135,2 bilhões, enquanto o valor das exportações permaneceu estagnado em torno de US$ 184 bilhões, elevando-se apenas 0,5%.

Em fevereiro, algumas medidas foram adotadas para estimular as exportações, cujo crescimento à taxa média anual de 18,8% entre 1994 e 1997, foi apontado como um dos principais determinantes do crescimento econômico.

No primeiro quadrimestre de 1999, a balança comercial chinesa atingiu saldo positivo de US$ 5,3 bilhões, ante US$ 15,1 bilhões no mesmo período do ano anterior, resultado da queda de 7,5% das exportações, que alcançaram US$ 56,3 bilhões, e do aumento de 13,6% das importações, que somaram US$ 41,2 bilhões. A contração das exportações foi atribuída à redução da demanda dos países vizinhos. O aumento das importações pode ser explicado pela expansão de 22,7% nos investimentos em infra-estrutura implementados pelas empresas estatais e de 10% da produção industrial, relativamente ao observado no primeiro trimestre de 1998.

O investimento estrangeiro direto, que se constitui na principal fonte de financiamento para a economia chinesa, não tem evoluído como nos anos precedentes. Em 1998, o investimento estrangeiro direto totalizou US$ 45,6 bilhões, 0,7% a mais que em 1997, enquanto, no primeiro trimestre de 1999, atingiu US$ 7,34 bilhões, 14,6% inferior ao de igual período do ano anterior.

Segundo as estimativas do *Institute of International Finance*, em 1998 o ingresso de empréstimos externos líquidos para a China foi negativo em

US$ 11,3 bilhões, revertendo o saldo positivo de US$ 21,4 bilhões obtido no ano anterior. Esse resultado deveu-se às amortizações líquidas pagas aos bancos comerciais, US$ 12,3 bilhões, e a outros credores privados, US$ 2,6 bilhões.

Desde meados de 1997, a taxa de câmbio da moeda chinesa é mantida na paridade fixa de RMB$ 8,28 por dólar americano. Entretanto, o comportamento desfavorável do balanço comercial e dos fluxos internacionais de capitais podem pressionar por uma desvalorização, o que tende a desencadear nova rodada de desvalorizações das moedas dos países do sudeste asiático.

5.2 Balanço de pagamentos

A formação de expectativas desfavoráveis ao equilíbrio do balanço de pagamentos, em janeiro último, refletiu-se em fortes pressões sobre as reservas internacionais, resultando em perda expressiva de divisas. Nesse contexto, o Banco Central permitiu a flutuação da taxa de câmbio, promovendo a mudança do regime de bandas para o regime de taxas de câmbio flutuantes.

As estatísticas do balanço de pagamentos apuradas até maio refletem a alteração das condições em termos de transações correntes, com retração das importações de bens e de serviços, como viagens internacionais e transportes, que advém da mudança da política cambial. O balanço de pagamentos exibe também a mudança nas condições de financiamento do setor externo da economia brasileira. O superávit da conta de capitais revela que as fontes de crédito de longo prazo, que sofreram expressiva contração no início do ano, estão sendo recuperadas, enquanto o movimento de capitais de curto prazo apresenta claros sinais de melhora.

O resultado do balanço de pagamentos no período compreendido entre janeiro e maio foi superavitário em US$ 16 milhões, registrando-se déficit de US$ 9,38 bilhões em transações correntes e superávit de US$ 9,4 bilhões na conta capital, incluindo-se o ingresso de US$ 9,8 bilhões de capitais compensatórios, referentes à liberação da segunda parcela da operação de regularização junto ao Fundo Monetário Internacional.

Entre 1998 e 1999, o déficit em transações correntes caiu de US$ 10,9 bilhões para US$ 9,4 bilhões, refletindo o melhor resultado comercial e a redução nas remessas líquidas para pagamento de serviços, exceto juros. Medido como proporção do PIB, o déficit em conta corrente aumentou, refletindo a queda do produto expresso em dólar.

Balanço comercial

Balanço comercial - FOB

US$ milhões

Período		Exportação	Importação	Saldo	Corrente de Comércio
1999	Maio	4 386	4 074	312	8 460
1998	Maio	4 609	4 734	- 125	9 343
	Variação %	-4,8	-13,9		-9,5
1999	Janeiro-Maio	18 133	18 612	- 479	36 745
1998	Janeiro-Maio	21 082	23 108	-2 026	44 190
	Variação %	-14,0	-19,5		-16,8

Fonte: MDIC/Secex.

O balanço comercial em maio registrou superávit de US$ 312 milhões, com as exportações e importações atingindo US$ 4,4 bilhões e US$ 4,1 bilhões, respectivamente. Considerando-se o período janeiro a maio, o déficit acumulado situou-se em US$ 479 milhões, inferior ao observado em igual período de 1998 (US$ 2 bilhões). O total do intercâmbio comercial no período contraiu-se de US$ 44,2 bilhões, em 1998, para US$ 36,7 bilhões, em 1999.

O comportamento do balanço comercial vem refletindo o clima de incerteza quanto à trajetória da taxa de câmbio, predominante, de forma mais acentuada, no primeiro trimestre do ano. Nesse contexto, em que importadores e exportadores postergaram o fechamento de negócios, as exportações totalizaram, até maio, US$ 18,1 bilhões, apresentando queda de 14% em comparação ao ocorrido no mesmo período de 1998.

As vendas externas foram negativamente influenciadas pela fraca demanda internacional e pela conseqüente redução dos preços das principais mercadorias ("commodities") exportáveis. Os efeitos positivos da desvalorização cambial sobre as exportações deverão ocorrer a partir da segunda metade do ano, considerando-se que sua resposta tende a ocorrer com maior defasagem do que a das importações.

Considerando-se o primeiro quadrimestre do ano, a análise das exportações por fator agregado indica queda generalizada em todos os grupos. No grupo de produtos básicos, o aumento do volume embarcado de algumas das principais mercadorias foi insuficiente para compensar a retração nos preços, levando à redução de 16,1% na

Exportação - por fator agregado - FOB

US$ milhões

Discriminação	Abril			Janeiro-Abril		
	1998 (A)	1999 (B)	Var. % (B/A)	1998 (C)	1999 (D)	Var. % (D/C)
Básicos	1 331	988	-25,8	3 882	3 257	-16,1
Industrializados	3 177	2 651	-16,6	12 354	10 230	-17,2
Semimanufaturados	694	557	-19,7	2 729	2 335	-14,4
Manufaturados	2 483	2 094	-15,7	9 625	7 895	-18,0
Operações especiais	63	66	4,8	237	260	9,7
Total	4 571	3 705	-18,9	16 473	13 747	-16,5

Fonte: MDIC/Secex.

Exportações e importações por blocos econômicos - FOB
Janeiro-Abril

US$ milhões

Discriminação	Exportações			Importações			Saldo	
	1999	1998	Var. %	1999	1998	Var. %	1999	1998
UE	4 202	4 821	-12,8	4 564	5 058	-9,8	- 362	- 237
Aladi	2 951	4 471	-34,0	2 709	4 085	-33,7	242	386
Mercosul	2 020	2 851	-29,1	2 032	3 004	-32,4	- 12	- 153
Argentina	1 569	2 158	-27,3	1 744	2 577	-32,3	- 175	- 419
Paraguai	242	426	-43,2	75	102	-26,5	167	324
Uruguai	209	267	-21,7	213	325	-34,5	- 4	- 58
Demais da Aladi	931	1 620	-42,5	677	1 081	-37,4	254	539
Estados Unidos[1/]	3 035	3 038	-0,1	3 670	4 409	-16,8	- 635	-1 371
Ásia	1 550	1 715	-9,6	1 972	2 510	-21,4	- 422	- 795
Grupo dos 5[2/]	436	425	2,6	559	665	-15,9	- 123	- 240
Demais	1 114	1 290	-13,6	1 413	1 845	-23,4	- 299	- 555
Europa Oriental	322	479	-32,8	173	202	-14,4	149	277
África	376	483	-22,2	475	676	-29,7	- 99	- 193
Oriente Médio	446	461	-3,3	251	467	-46,3	195	- 6
Demais Blocos	865	1 005	-13,9	724	967	-25,1	141	38

Fonte: MDIC/Secex.

1/ Inclui Porto Rico.
2/ Coréia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia e Tailândia.

receita do grupamento. Cabe destacar a queda de US$ 227 milhões na receita obtida com farelo e grãos de soja, superior ao aumento nas exportações de café em grãos (US$ 135,3 milhões), carne bovina (US$ 43,3 milhões) e carne de frango (US$ 32,7 milhões).

As exportações de produtos semimanufaturados contraíram-se 14,4%, relativamente ao ocorrido no mesmo período do ano anterior, enquanto as de manufaturados reduziram-se 18%. Nesse conjunto, destaca-se a significativa redução nas exportações do setor automotivo (US$ 689 milhões). Esse setor ressentiu-se fortemente da redução na demanda da América Latina, seu maior mercado. Outros produtos manufaturados também contribuíram para a retração no grupamento, destacando-se cigarros e tubos de ferro fundido, ferro ou aço.

A reação do setor exportador à desvalorização cambial é lenta, mas ela proporcionou aumento da renda em reais por unidade de produto exportado, o que induzirá a realocação de fatores de produção para os setores de bens comercializáveis. A oferta de exportação tende, assim, a ser ampliada.

Em relação aos mercados compradores, houve acentuada redução nas vendas destinadas à Aladi (34%), especialmente para o Mercosul, que, em termos acumulados até abril, contraiu-se US$ 831 milhões (29,1%), refletindo a queda no comércio com a Argentina, responsável por mais de 75% das exportações para o grupamento. Contraíram-se também as vendas destinadas à União Européia (12,8%), enquanto observou-se relativa estabilidade nas exportações para os EUA, resultado do desempenho da demanda doméstica daquele país.

O grupo dos cinco países asiáticos mais atingidos por desequilíbrios financeiros em 1997 (Tailândia, Indonésia, Malásia, Filipinas e Coréia do

Sul) vem apresentando recuperação de sua atividade econômica, voltando a participar gradativamente do intercâmbio mundial. O balanço comercial brasileiro com aqueles países, mostra maior equilíbrio no primeiro quadrimestre de 1999, tendo o déficit se reduzido de US$ 240 milhões para US$ 123 milhões.

Importações por categoria de produtos - FOB

US$ milhões

Discriminação	Abril			Janeiro-Abril		
	1998 (A)	1999 (B)	Var. % (B/A)	1998 (C)	1999 (D)	Var. % (D/C)
Bens de consumo	889	667	-25,0	3 304	2 397	-27,5
Duráveis	427	321	-24,8	1 595	1 054	-33,9
Não duráveis	462	346	-25,1	1 709	1 343	-21,4
Combustíveis e lubrificantes	369	284	-23,0	1 605	1 037	-35,4
Matérias-primas	2 140	1 732	-19,1	8 569	6 914	-19,3
Bens de capital	1 231	992	-19,4	4 896	4 190	-14,4
Total	4 629	3 675	-20,6	18 374	14 538	-20,9

Fonte: MDIC/Secex.

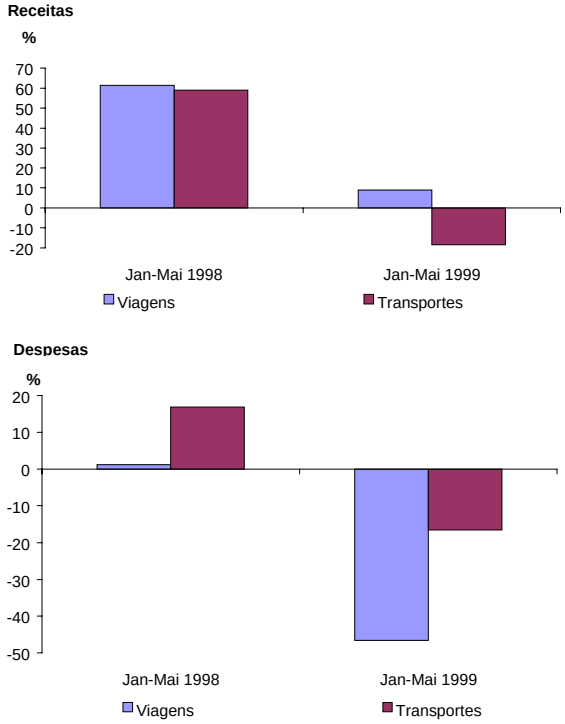
As importações realizadas nos primeiros quatro meses do ano acumularam contração de 20,9%, relativamente ao ocorrido em igual período do ano anterior, passando de US$ 18,4 bilhões, em 1998, para US$ 14,5 bilhões, em 1999. Esse movimento pode ser atribuído ao desaquecimento da atividade interna e à alteração da política cambial. Cabe observar que a desvalorização da taxa de câmbio tende a impactar as importações mais rapidamente que as exportações.

A contração das importações deu-se de forma generalizada em todas as categorias de produtos. As aquisições de bens de consumo reduziram-se 27,5%, sendo que as de bens duráveis diminuíram 33,9% e as de não duráveis, 21,4%. Verificou-se diminuição no volume adquirido de combustíveis, o que produziu menor dispêndio de divisas - a queda teria sido ainda maior caso os preços do petróleo tivessem permanecido constantes no ano. Igualmente, retraíram-se as importações de matérias primas (19,3%) e de bens de capital (14,4%). Recentemente, aumentaram as aquisições externas de medicamentos, principalmente dos EUA, para atendimento a programas governamentais de saúde.

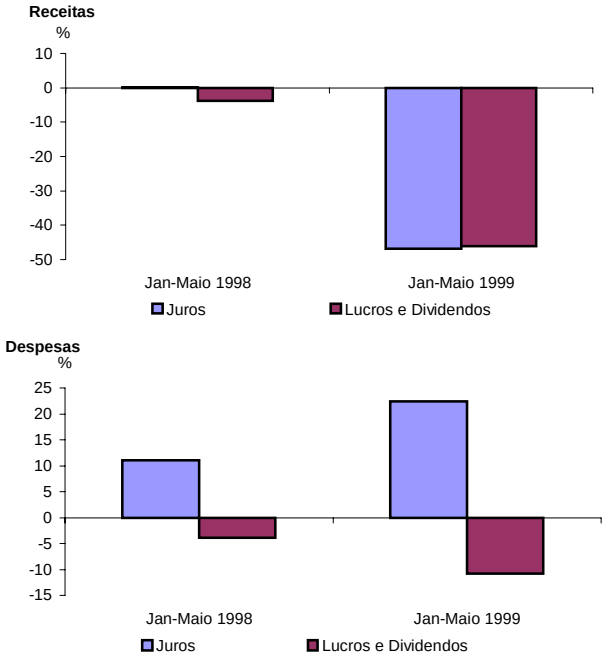
No que diz respeito a mercados, o maior fornecedor ao país permanece sendo a União Européia, com US$ 4,6 bilhões no primeiro quadrimestre, o que representou uma redução de 9,8%. A maior queda, em termos absolutos, ocorreu em relação à Aladi (US$ 1,4 bilhão; -33,7%), da qual US$ 1 bilhão somente com o Mercosul, especialmente Argentina. As aquisições dos EUA apresentaram contração de 16,8%. Cabe ressaltar, ainda, a queda de US$ 538 milhões nas importações brasileiras da Ásia, US$ 216 milhões do Oriente Médio e US$ 201 milhões da África.

Serviços e transferências unilaterais

Receitas e despesas com viagens e transportes
Variação percentual sobre o mesmo período do ano anterior



Receitas e despesas com juros e lucros e dividendos
Variação percentual sobre mesmo período do ano anterior



As despesas com viagens internacionais continuam apresentando redução após a desvalorização do real, demonstrando forte sensibilidade do turismo a variações de preços. A queda, no período janeiro a maio, atingiu 47%, comparativamente ao mesmo período de 1998.

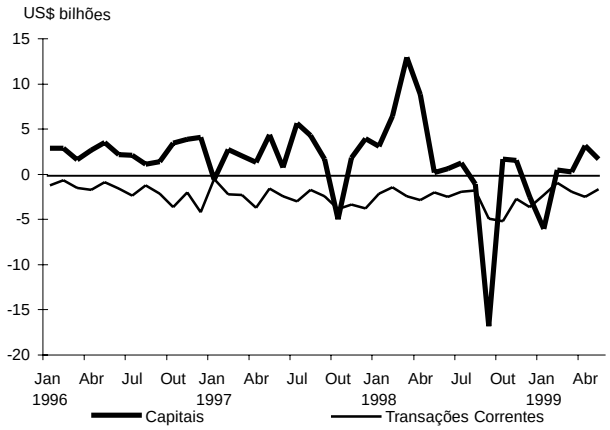
Os dispêndios com transportes também apresentaram forte contração, dado o impacto sobre fretes, decorrente da redução no volume importado, e a contração de viagens internacionais, com redução nos dispêndios com passagens. O resultado líquido do mês, déficit de US$ 234 milhões, foi 23,3% menor que o ocorrido em 1998. No acumulado até maio, a redução atingiu 15,4%, comparativamente ao ano anterior.

Nos primeiros cinco meses de 1999, as remessas líquidas de rendimentos do capital (juros, lucros e dividendos) elevaram-se relativamente a igual período do ano anterior. Esse fato é atribuído ao aumento dos pagamentos líquidos relativos a juros, que refletiu o crescimento da dívida externa ao longo de 1998, assim como o seu custo médio, e a queda nas reservas internacionais. As remessas de lucros e dividendos no ano foram, entretanto, 6,6% inferiores, queda que se acentua se excluídos os fluxos de janeiro, influenciados pelo clima de incerteza formado no momento da flexibilização cambial.

As despesas líquidas com serviços diversos, acumuladas entre janeiro e maio, decresceram 58%, redução determinada, em parte, pelos menores gastos com serviços relativos a fatores de produção, dentre os quais se destacaram as comissões contratuais, os serviços administrativos e os serviços

de tecnologia e informática, que são rubricas sensíveis a variações no nível de atividade.

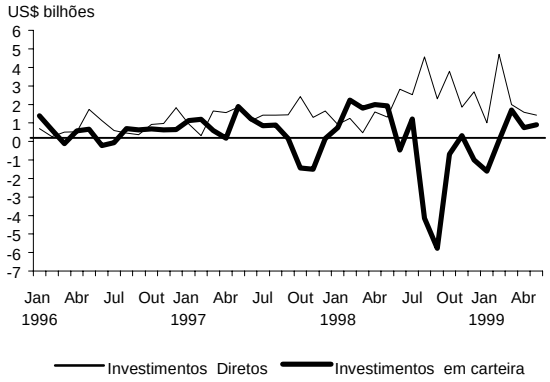
Transações correntes e conta de capitais



As transferências unilaterais alcançaram US$ 142 milhões em maio de 1999, patamar semelhante ao ocorrido em maio do ano anterior. No período janeiro a maio de 1999, as transferências alcançaram US$ 909 milhões, o que representou aumento de 24,9% comparativamente ao período correspondente de 1998, explicitando a intensificação no envio de recursos de brasileiros que trabalham em outros países, motivada pela queda no valor em dólares dos ativos nacionais.

Conta de capitais

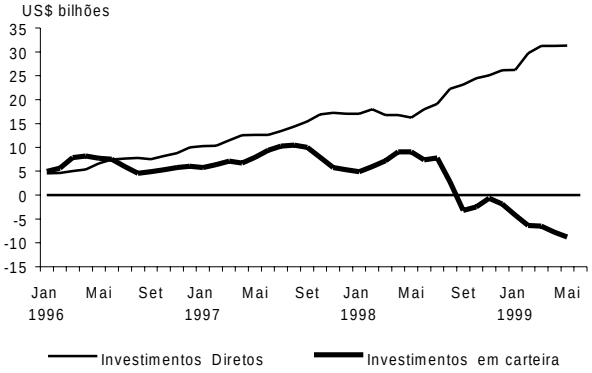
Investimentos diretos e em carteira



O superávit da conta de capital em maio atingiu US$ 1,7 bilhão, totalizando, entre janeiro e maio do corrente ano, US$ 9,4 bilhões, incluídos os recursos para regularização do balanço de pagamentos provenientes do FMI, BIS e BOJ, no valor de US$ 9,8 bilhões.

O ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos em maio alcançou US$ 1,4 bilhão, o suficiente para financiar 86% do déficit em conta corrente do mês. Os investimentos diretos líquidos acumulados em 12 meses somaram US$ 31,3 bilhões, dos quais US$ 21,1 bilhões de recursos autônomos e US$ 10,2 bilhões destinados a privatizações.

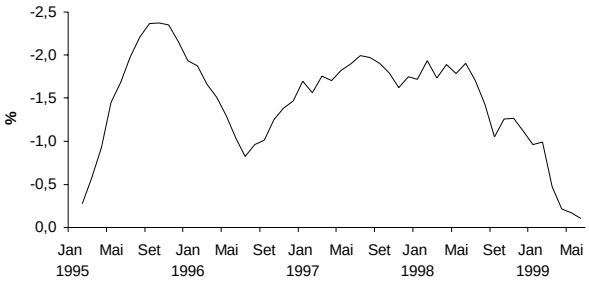
Investimentos diretos e portfolio
Acumulado em 12 meses



Os investimentos estrangeiros em carteira ("portfolio") apresentaram ingresso líquido de US$ 903 milhões em maio, concentrados em aplicações em ações (Anexos I a V da Resolução nº 1.289, de 1987). A reversão, em março, do movimento líquido de saída registrado em janeiro e fevereiro, consolidou-se a partir de abril, de modo que os investimentos em carteira no país acumularam, no ano, entrada líquida de US$ 1,8 bilhão.

Os empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos, que haviam apresentado saldo negativo de US$ 8,9 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, acusaram captação líquida de US$ 1,8 bilhão em maio.

Necessidade de financiamento externo
(percentagem do PIB)[1/]



1/ Definida como a soma do saldo em transações correntes ao fluxo de investimentos estrangeiros diretos.

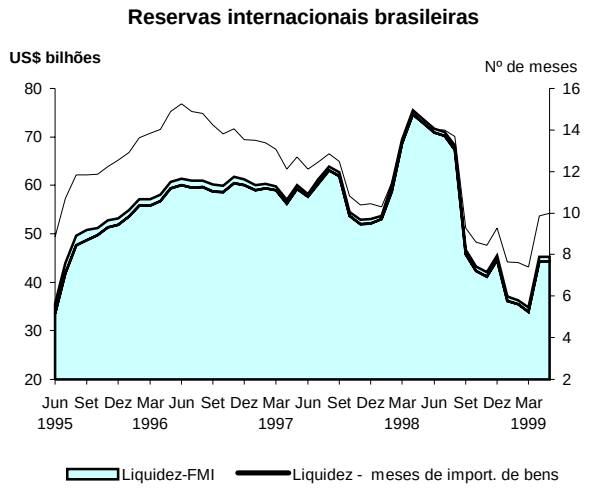
A captação líquida de empréstimos de médio e longo prazos atingiu US$ 2,2 bilhões em maio, sendo mantida a tendência iniciada no mês anterior, quando foi interrompida a seqüência de três meses de desembolsos inferiores às amortizações.

As amortizações de empréstimos em maio alcançaram US$ 908 milhões, sensivelmente inferiores à média do primeiro quadrimestre do ano, quando situaram-se no patamar de US$ 3,5 bilhões. Essa mudança de nível foi possível dado o esgotamento dos vencimentos resultantes das captações efetuadas ao final de 1997 e nos três primeiros meses de 1998, as quais se beneficiaram do prazo médio mínimo de amortização de um ano. Os pagamentos remetidos em maio, bem como aqueles escalonados para os próximos meses, referem-se à dívida de perfil mais longo sendo, dessa forma, menos concentrados.

Em maio, os capitais de curto prazo apresentaram saídas líquidas de US$ 1,4 bilhão, sendo as operações com instituições no exterior responsáveis por remessas de US$ 904 milhões. Os empréstimos a residentes somaram liquidamente US$ 292 milhões, compreendendo pagamentos líquidos de US$ 40 milhões, referentes a empréstimos para repasse ao setor agroindustrial, e captação líquida de US$ 332 milhões relacionada à colocação de títulos e a empréstimos de bancos e intercompanhias, com prazo inferior a 360 dias.

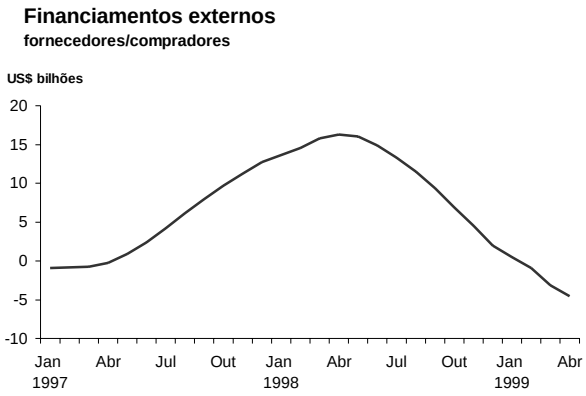
5.3 Reservas internacionais

O saldo das reservas internacionais, que atingiram US$ 44,3 bilhões no conceito de liquidez internacional e US$ 43,4 bilhões no conceito caixa, manteve-se estável em maio. Relativamente a março, o aumento de US$ 10,5 bilhões deu-se em conseqüência das operações externas do Banco Central em abril, que propiciaram ingressos de US$ 11,9 bilhões, como resultado do desembolso de US$ 9,8 bilhões no âmbito do Programa de Assistência Financeira ao Brasil, e de US$ 2 bilhões relacionados à colocação do bônus Global 2004.



Em junho, até o dia 25, as reservas atingiram US$ 42,8 bilhões no conceito de liquidez internacional, US$ 1,5 bilhão a menos que a posição ao final de maio. A variação deveu-se, em sua maior parte, à decisão do governo brasileiro de antecipar o pagamento de juros (US$ 222 milhões) e principal (US$ 1,4 bilhão) ao BIS e ao Banco do Japão. O pagamento do principal implicou redução das obrigações junto a essas instituições, sem impacto, portanto, sobre as reservas líquidas. Na verdade, esse pagamento foi antecipado diante da melhora nas condições de financiamento não-compensatório.

5.4 Dívida externa



A dívida externa total em abril aumentou US$ 11,1 bilhões, com crescimento de US$ 12,1 bilhões na dívida de médio e longo prazos e queda de US$ 1 bilhão na dívida de curto prazo. A alta mais expressiva ocorreu na dívida do setor público não-financeiro, em razão do saque da segunda parcela do programa de assistência financeira ao Brasil (US$ 9,8 bilhões) e da captação de US$ 2 bilhões por meio de colocação do bônus Global 2004 .

A dívida de médio e longo prazos do setor privado, que vinha em trajetória de queda desde o início do ano, apresentou pequena alta em relação a março, impulsionada por captações através da colocação de títulos e de empréstimos intercompanhia, que compensaram o menor volume de financiamentos decorrente da redução das importações. A dívida externa de curto prazo, composta em grande medida por linha de crédito de comércio, também caiu, acompanhando a contração da corrente de comércio.

Conclusão

Embora o balanço comercial tenha se mostrado mais favorável, os saldos ainda não atingiram os níveis esperados. Nesse sentido, o desempenho das exportações deve ser avaliado em função da defasagem da resposta a variações na taxa de câmbio e no nível interno de demanda, bem como da redução no nível de demanda mundial e da queda nos preços das mercadorias ("commodities") exportáveis produzidas pelo país. As importações, por sua vez, tendem a ser influenciadas pelo nível de atividade interna e pela flutuação da taxa de câmbio com maior grau de contemporaneidade. Assim, sua evolução tem refletido a menor queda do produto interno bruto, ao mesmo tempo em que responde rapidamente à desvalorização cambial.

Balanço comercial por fator agregado - Jan/Mai - 1999

Efeitos das variações de preços das principais mercadorias

US$ milhões - FOB

Discriminação	Exportação	Importação	Saldo
A preços correntes	18.133	18.605	-472
A preços de Dez/98	18.599	17.858	741
Diferença	465	-748	1.213

Fonte: MDIC/Secex

Destaque-se que a redução nas importações tende a afetar os desembolsos de financiamento, contribuindo para a ocorrência de saídas líquidas de recursos, nessa modalidade.

Os demais fluxos de capitais internacionais ao país têm apresentado sinais de recuperação. Os investimentos estrangeiros destinados a aplicações em carteira reverteram o movimento de saída, enquanto as captações de recursos de médio e longo prazos têm se elevado. O ingresso de investimentos estrangeiros diretos não respondeu às turbulências do cenário externo nos últimos meses, mantendo o padrão registrado no último ano.

As reservas internacionais retornaram ao patamar de US$ 40 bilhões registrado no terceiro quadrimestre de 1998, refletindo, em grande medida, os desembolsos realizados no âmbito do Acordo de Assistência Financeira Internacional, coordenado pelo FMI.

6. Perspectivas para a inflação

6.1 Perspectivas de inflação

A avaliação aqui realizada parte do pressuposto de que a taxa de juros básica da economia, taxa Selic, definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom), permaneça inalterada durante o período sob análise. Esse pressuposto é apenas técnico, mas útil ao avaliar a necessidade de mudanças na política monetária. Assim, se a avaliação prospectiva da inflação apontar que, no horizonte de interesse do Copom, seis meses a dois anos, a taxa de variação dos preços ao consumidor ficará acima (abaixo) da meta estabelecida, a conclusão natural será de que há necessidade de elevar (reduzir) a taxa de juros básica. Cabe ressaltar que a trajetória da inflação esperada pelo Banco Central está associada a diferentes cenários de risco. Portanto, o pressuposto de taxas constantes, juntamente com esses cenários, serve também para caracterizar a tendência natural de longo prazo das taxas de juros. Nessa situação, sempre que houver assimetria na construção desses cenários, fica visível a direção da mudança a longo prazo.

Em outras palavras, a análise macroeconômica que gera a trajetória esperada da inflação considera, da maneira mais abrangente possível, os principais fatores que influenciam a oferta e a demanda agregadas. Essa análise combina indicadores objetivos e projeções realizadas pelo Banco Central com indicadores qualitativos e expectativas colhidas no setor privado. Esse processo resulta na escolha de um cenário central com as hipóteses mais prováveis, bem como cenários alternativos representando os riscos de desvio das hipóteses básicas. A ponderação cuidadosa dessas incertezas forma a base para a tomada das decisões da política monetária.

6.2 Determinantes da inflação

Os efeitos resultantes das decisões de política monetária somente materializam-se sobre o nível de atividade econômica e a taxa de inflação após um certo intervalo de tempo. Decisões diferentes surtem resultados distintos e com defasagens diferentes. Por esse motivo, quando o objetivo principal do Banco Central é atingir uma meta para a inflação, sua política monetária deve ser guiada pela avaliação prospectiva da inflação. O horizonte aqui analisado é de seis meses a dois anos.

Demanda agregada e oferta agregada

Quando a demanda agregada força a economia a operar perto dos limites da sua capacidade produtiva, surgem pressões inflacionárias. Portanto, a política monetária deve ser calibrada para manter a demanda em níveis compatíveis com o aumento da capacidade produtiva. No atual cenário da economia brasileira, não foram detectados sinais significantes de pressões pelo lado da demanda. Apesar das estatísticas apontarem a recuperação do nível da atividade econômica no primeiro trimestre de 1999, o produto efetivo ainda se encontra bem abaixo do produto potencialmente atingível com a capacidade já instalada.

Dissipadas as maiores incertezas em relação aos rumos da economia brasileira após a desvalorização cambial ocorrida em janeiro, há agora condições mais favoráveis para o planejamento estratégico dos indivíduos, o que deve se traduzir em aumento gradual do produto, sem pressões significativas sobre o nível de preços. Contudo, é importante observar como reagirão os preços à medida em que a economia retome, de forma mais vigorosa, sua trajetória de crescimento, o que deve acontecer a partir do segundo semestre. Dentro da nova estratégia de metas para a inflação, o Banco Central estará atento a qualquer desequilíbrio que ameace concretizar-se dentro do horizonte considerado. Isso exigirá ação preventiva e rápida por parte da autoridade monetária. É importante observar que, devido aos efeitos defasados da política monetária sobre os níveis de atividade e preços, pequenos sacrifícios que, à luz das condições presentes, podem não parecer necessários, evitam custos maiores no futuro, quando a inflação já estaria estabelecida, caso o Banco Central não agisse preventivamente.

A produção industrial deve manter sua evolução positiva estimulada, no mínimo, pela necessidade de reposição de estoques. No segmento de bens de capital, a força motriz provém do crescimento da renda agrícola, da melhoria dos preços em comparação aos similares importados, e da demanda contínua ligada aos investimentos em infra-estrutura, principalmente nos setores de transportes, energia elétrica e comunicações.

No segmento de bens de consumo a recuperação ainda é lenta, mas deve apresentar melhora significativa a partir do próximo ano. O setor de bens de consumo duráveis, que opera com volume relativamente elevado de insumos importados, e depende fortemente da oferta de crédito na fase de comercialização interna, tende a responder com menor velocidade. Além disso, funciona como se fosse um investimento pessoal, de forma que também tem sua demanda reduzida quando a taxa de juros real eleva-se. Uma recuperação mais forte na oferta de crédito, contudo, só será possível com menores taxas de juros e diminuição da taxa de desemprego. Os demais setores de bens de consumo, em conjunto, devem ter comportamento neutro, no curto prazo.

Apesar dos resultados ainda modestos da desvalorização cambial sobre a economia real, é possível antever que os segmentos voltados para exportação apresentarão melhoria expressiva a partir do ano 2000. A experiência mostra que os efeitos da desvalorização cambial sobre as exportações demoram algum tempo para serem efetivados. Nesse momento, as indústrias de bens manufaturados já começam a receber maiores volumes de encomendas por seus produtos, em virtude dos preços mais competitivos. A escassez de linhas de crédito, fator que vinha limitando o esforço exportador, começa a mostrar sinais de reversão, como evidenciam as recentes captações dos principais bancos privados do país. Vale observar, entretanto, que a maior parte das empresas dos setores de semi-duráveis e não duráveis produz para o mercado doméstico e, portanto, seu desempenho ficará atrelado ao que ocorrer com a massa total de rendimentos da economia.

Com as informações disponíveis até aqui, é razoável supor que a queda na massa de rendimentos não se prolongue nos próximos meses, mas uma reversão mais nítida dessa tendência só deve ocorrer, na ausência de choques, a partir do último trimestre de 1999. Esses fatos decorrerão naturalmente à medida que generalizar-se a percepção de volta à normalidade no ambiente econômico.

Destaque especial merece a produção agropecuária. A entrada da safra de verão produziu um **choque de oferta** muito favorável. Os baixos preços, em termos históricos, das mercadorias ("commodities") agrícolas no mercado internacional foram contrabalançados pela desvalorização cambial, propiciando um aumento significativo no valor bruto da produção. A conseqüente recuperação da renda do setor agrícola e seus efeitos multiplicadores nas cadeias produtivas correlatas, a começar da maior demanda por tratores, colheitadeiras, implementos, fertilizantes e defensivos, justificam, em parte, a revisão das estimativas de queda do produto interno de 1999. O ótimo desempenho de lavouras importantes pelo peso de seus produtos nas cestas de consumo integrantes dos índices de preços, como soja, arroz e feijão, vem contribuindo decisivamente para reduzir a inflação corrente. Considerando a participação do grupo alimentação nos índices de preços, o impacto total do choque de oferta agrícola favorável proporcionou uma redução imprevista de cerca de um ponto percentual na inflação ao consumidor do segundo trimestre deste ano. No tocante ao balanço comercial, o resultado do setor agrícola deve ser positivo: as exportações tendem a manter o mesmo valor em dólares observado no ano anterior, mas as importações, principalmente de alimentos, devem recuar entre 30% e 40%, gerando um superávit agrícola de cerca de US$ 11 bilhões. Acrescente-se a isso os sinais recentes de recuperação das economias asiáticas, em particular do Japão. Este fato poderá causar um aumento na demanda das mercadorias em geral, inclusive das agrícolas.

Em contrapartida, os recentes aumentos de tarifas de serviços públicos (telefonia e energia elétrica) e de preços de combustíveis produzem um **choque de oferta negativo**. Os efeitos diretos sobre os índices de preços são diferenciados em magnitude e em distribuição geográfica e temporal. Nos índices que utilizam o critério de competência, como o IPCA, os aumentos são captados a partir de sua vigência, enquanto nos índices que usam o critério de caixa, como o IPC-Fipe, os impactos só aparecem mais tarde, quando de sua cobrança efetiva. Em ambos os casos, porém, os reflexos desses aumentos se concentrarão na inflação do terceiro trimestre. Em princípio, essa elevação da inflação deve ser passageira: o nível de preços sobe sem iniciar um processo inflacionário, apesar dos efeitos de segunda ordem não serem desprezíveis.

A entrada em vigor da CPMF também pode afetar negativamente os índices de preços. No entanto, ao analisar o histórico dos períodos com e sem a

cobrança dessa contribuição, não foram observadas alterações estatisticamente significativas nas trajetórias de inflação que estivessem a ela correlacionadas. Isso permite supor que, novamente, a CPMF não deva ter contribuição apreciável para a inflação.

Política Fiscal

O Programa de Estabilidade Fiscal, em curso, estabeleceu condições para o cumprimento das metas de superávit primário constantes do acordo com o FMI. Dada a firme disposição do Governo em cumprir os objetivos fiscais auto-impostos, a política fiscal não exerce pressão inflacionária no horizonte de interesse. Eventuais frustrações de receita podem ser sanados com cortes adicionais de gastos, mantendo sob controle as contas públicas. No entanto, a situação fiscal está ainda distante da estabilidade desejável, pois restam por resolver diversos desajustes estruturais, como o desequilíbrio financeiro do sistema previdenciário. Algumas reformas, como a administrativa, já foram aprovadas e, devem produzir resultados concretos a médio prazo. Matérias fundamentais para o estabelecimento de um regime fiscal consistente, como a reforma tributária, envolvem conflitos políticos de natureza complexa, o que retarda sua discussão no Legislativo. Todos esses fatos, em conjunto, afetam negativamente as expectativas dos agentes econômicos ao adicionar incertezas sobre o futuro da economia e dificultar o planejamento de longo prazo.

Economia Internacional

A economia internacional é, neste momento, a principal fonte de incertezas na determinação das taxas futuras da inflação doméstica. Quando se altera, aos olhos dos mercados internacionais, a percepção de risco de um país, mudam muito rapidamente os movimentos de capitais de e para esse país, o que pode acarretar perigosas distorções macroeconômicas, como se viu nos últimos dois anos com as crises asiática e russa. E, em regime de câmbio flutuante, movimentos bruscos de capitais provocam ajustes igualmente bruscos na taxa de câmbio. Esses ajustes, por sua vez, repercutem na inflação doméstica, pois mudam os preços relativos entre os bens comercializáveis e não comercializáveis com o exterior. Pela experiência recente do Brasil, o repasse de mudanças cambiais para os preços internos provou ser

relativamente baixo no curto prazo, ao contrário do que se imaginava inicialmente.

A redução na oferta de financiamento externo para os países emergentes continua a ser uma restrição importante. A melhoria observada nos últimos meses ainda não caracteriza normalidade. A capacidade do Brasil reverter o déficit comercial com o resto do mundo por meio de aumentos nas exportações depende, em boa medida, da regularização das linhas de crédito comercial e do crescimento da economia mundial. As linhas de crédito, por sua vez, têm apresentado evolução favorável. Quanto à intensidade da demanda mundial, organismos internacionais, como o Banco Mundial, projetam crescimento global de 2,3% para 1999, com alta de 3,9% no intercâmbio de bens. Mas, excluindo os Estados Unidos, as estimativas para os principais parceiros comerciais do Brasil são ainda mais modestas, quando não negativas. Mais uma vez, registra-se como fator positivo os sinais de recuperação da economia japonesa.

Na análise da conjuntura internacional, cabe destaque para **dois choques adversos** com efeitos sobre o prêmio de risco do Brasil e, conseqüentemente, sobre a trajetória da taxa de câmbio. O primeiro, tem origem nos Estados Unidos, com a possibilidade de elevação das taxas de juros básicas nas próximas semanas. Essa pode ser, na opinião dos analistas de mercado, a reação do Federal Reserve caso sejam confirmados os indícios de pressões inflacionárias futuras. Essas preocupações tornaram-se patentes com a divulgação do índice de preços ao consumidor de abril acima do esperado, em função dos aumentos dos preços do petróleo e seus derivados, e não se dissiparam com a inflação nula em maio. Além disso, a economia americana atravessa um período de euforia de consumo, guiada por níveis historicamente baixos de desemprego e altos de preços de ações e cotas de fundos mútuos de investimento. Esse movimento, de fato, pode ameaçar a estabilidade de preços no país e o estabelecimento do viés altista dos juros americanos pode ser insuficiente para contê-lo em limites razoáveis. Por esses motivos, os preços de ativos financeiros já incorporam a expectativa de um aumento de 25 pontos base nos juros básicos americanos a partir de julho. Por outro lado, outros indicadores, principalmente os de preços ao produtor e de remuneração de mão-de-obra, apontam para inexistência, até aqui, de pressões relevantes de custos. Vale lembrar que a política monetária americana tem sido conduzida nos últimos dois anos com um olho nos seus efeitos sobre o resto do mundo. E

assim deve continuar, pois continuam fracas as perspectivas de crescimento das economias asiáticas centradas no Japão (embora, novamente, possa haver alguma surpresa positiva neste caso) e os principais países da União Européia (Alemanha, França e Itália) enfrentam problemas para reduzir suas taxas de desemprego e acelerar seu crescimento.

O segundo choque identificado teve origem na percepção, por parte de investidores internacionais, de maiores riscos associados aos países emergentes, uma conseqüência do primeiro choque descrito acima.

6.3 Cenário principal e riscos associados

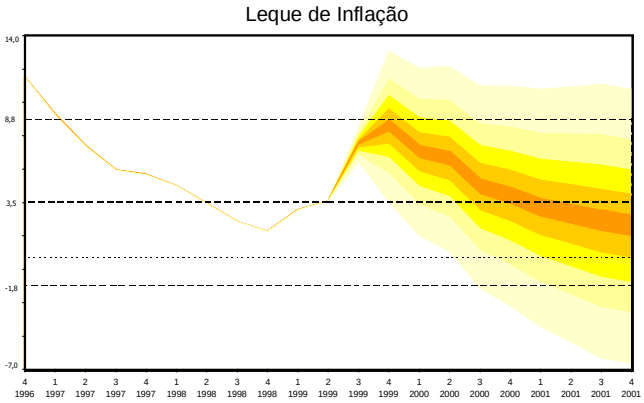
A previsão da inflação, assim como de qualquer variável econômica, está sujeita a incertezas. A incerteza é parte integrante da realidade econômica, seja em virtude dos modelos econômicos serem, necessariamente, simplificações dessa realidade, seja em virtude da possibilidade da ocorrência de eventos inesperados. Portanto, não faz sentido construir previsões pontuais sobre a trajetória futura de variáveis econômicas. Com relação à inflação, uma abordagem mais realista deve-se referir à probabilidade da taxa de inflação estar dentro de um intervalo específico, num dado instante no tempo. O leque de inflação, além de incorporar e explicitar todas essas incertezas, leva em consideração o cenário definido pelo Copom como o principal.

Na construção do leque de inflação, utiliza-se a hipótese de que a taxa de juros permaneça constante durante o período analisado, de 24 meses à frente. Como já explicado, esse pressuposto é técnico e serve para evidenciar a necessidade, ou não, de mudanças da política monetária. O cenário principal engloba o choque agrícola positivo verificado no segundo trimestre de 1999, cujo impacto na taxa de inflação medida pelo IPCA foi estimado em uma redução de cerca de 1 ponto percentual. Outro choque incorporado ao cenário principal advém dos reajustes das tarifas dos serviços públicos e dos preços de combustíveis. O impacto desses reajustes foi estimado, de forma conservadora, como sendo igual a 1,2 ponto percentual ao longo do terceiro trimestre, e leva em conta efeitos diretos e indiretos. Além disso, parte do impacto já foi embutido no segundo trimestre.

Outros dois eventos analisados na formulação do cenário principal foram a elevação da taxa de juros nos Estados Unidos e as incertezas sobre a

percepção, por parte de investidores internacionais, da evolução das economias ditas emergentes. Quanto aos juros dos Estados Unidos, está incorporada alta de 0,25 ponto percentual dos *fed funds* no terceiro trimestre, e a possibilidade de novos aumentos ao longo do segundo semestre. Em relação aos países emergentes, as incertezas associadas à percepção do desempenho econômico ao longo de 1999, têm impacto sobre o risco Brasil, e também foram adicionadas ao cenário principal.

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes em 21% a.a.



(Inflação acumulada em 12 meses)

Com base no cenário principal considerado pelo Copom, que pondera os choques e incertezas citados acima, projetou-se a trajetória da inflação para os próximos dois anos e meio, com as respectivas distribuições de probabilidade para cada ponto no tempo, e supondo que a taxa de juros básica se mantenha em 21% a.a., como definido na reunião de 23 de junho. Como mostra o leque de inflação, depois do aumento temporário da taxa de inflação em 1999, em virtude da desvalorização do real ocorrida após a sua flutuação e, adicionalmente, pelo efeito dos aumentos das tarifas e dos preços dos combustíveis, no segundo semestre, ela deverá continuar a apresentar trajetória declinante a partir do início de 2000.

IPCA com juros fixos de 21%

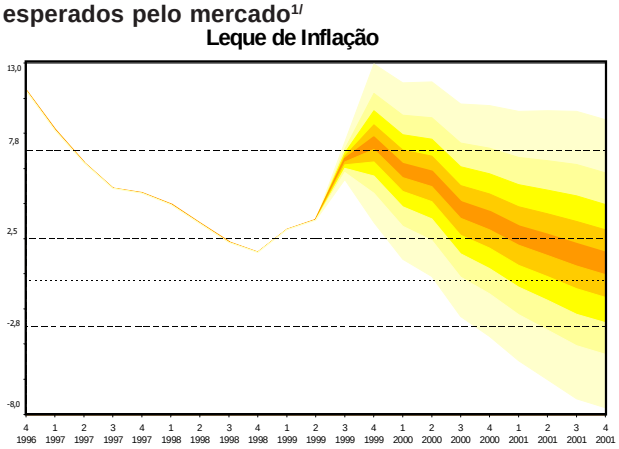
Ano	Trim.	Intervalo de Confiança					
		50%					
			30%				
				10%			
1999	3	6,7	6,9	7,1	7,3	7,4	7,6
1999	4	6,3	7,2	7,9	8,6	9,4	10,2
2000	1	4,5	5,4	6,3	7,1	7,9	8,8
2000	2	3,8	4,9	5,8	6,7	7,6	8,6

obs.: Inflação acumulada em 12 meses, em % ao ano. Os valores correspondem aos mostrados no leque de inflação.

Portanto, apesar dos choques adversos sofridos pela economia brasileira ao longo de 1999, e da possibilidade da ocorrência de novos eventos com impacto indesejado sobre a taxa de inflação, sua tendência continua sendo de queda. Além disso, é possível perceber que os riscos associados ao cenário principal estão balanceados, isto é, as probabilidades de a inflação futura desviar-se para cima ou para baixo da trajetória central se distribuem de forma simétrica.

A título de ilustração, apresenta-se também o gráfico de leque da inflação levando-se em consideração as taxas de juros esperadas pelo mercado financeiro no dia 24, um dia após a decisão do Copom, que reduziu a taxa básica de juros de 22% para 21% a.a.. O leque de inflação mostrado abaixo, foi gerado considerando as projeções do mercado futuro de juros até o fim de 1999. A partir daí, os juros foram considerados constantes. Dessa forma,

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros esperados pelo mercado[1/]



(Inflação acumulada em 12 meses)
1/ 17:00 horas do dia 24.6.99.

IPCA Juros de Mercado

Ano	Trim.	Intervalo de Confiança					
		50%					
			30%				
				10%			
1999	3	6,7	6,9	7,1	7,3	7,4	7,6
1999	4	6,3	7,1	7,8	8,6	9,3	10,1
2000	1	4,4	5,3	6,2	7,0	7,8	8,7
2000	2	3,7	4,7	5,6	6,5	7,4	8,4

Obs.: Inflação acumulada em 12 meses, em % ao ano.Os valores acima correspondem aos mostrados no leque de inflação.

Projeções para outros índices de inflação

Índices	Ano	Trim.	Intervalo de Confiança						Projeção Central
			50%						
				30%					
					10%				
INPC	1999	4	4,9	6,0	6,9	7,8	8,7	9,7	7,2
	2000	2	1,9	3,2	4,3	5,4	6,5	7,7	4,8
IPC-BR	1999	4	3,5	4,7	5,8	6,9	8,0	9,3	6,3
	2000	2	0,4	1,9	3,3	4,7	6,2	7,8	4,2
IPC FIPE	1999	4	2,9	4,1	5,2	6,2	7,3	8,4	5,6
	2000	2	0,0	1,5	2,7	4,0	5,3	6,7	3,3
IGP-DI	1999	4	8,7	9,9	11	12,1	13,1	14,3	11,4
	2000	2	1,9	3,4	4,7	5,9	7,2	8,7	5,3
IGP-M	1999	4	9,1	10,3	11,3	12,4	13,4	14,5	11,7
	2000	2	1,9	3,2	4,4	5,6	6,8	8,1	5,0

no dia 24, o juro médio estimado pelo mercado para o terceiro trimestre situou-se em 21,33% a.a. e, para o quarto trimestre, em 23,83% a.a.. Como esperado, a trajetória de inflação foi levemente inferior ao caso anterior, com a maior redução ocorrendo na inflação projetada para o ano de 2001.

A seguir, apresenta-se um conjunto de projeções para outros índices de preços que não o IPCA, que resumem os resultados dos diversos modelos utilizados na análise do mecanismo de transmissão da política monetária. Ao se comparar as projeções centrais desses índices com as expectativas de mercado apresentadas no capítulo 2, pode-se observar que não há grande divergência entre os valores. Para 1999, todos os índices para os quais o setor privado elabora projeções regulares ficam dentro do intervalo de confiança de 10% ao redor da tendência central resultante dos modelos utilizados.

Metas para a inflação em 1999, 2000 e 2001

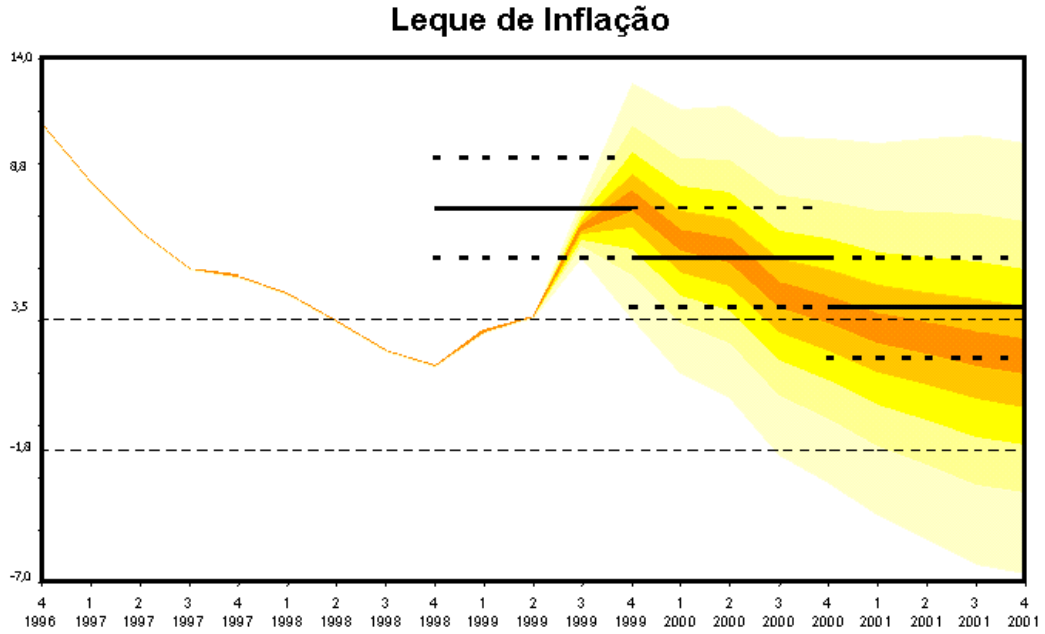
Conforme o determinado no Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, o Conselho Monetário Nacional fixou, em sua reunião de 30 de junho de 1999, as metas para a inflação, bem como seus respectivos intervalos de tolerância, para os anos de 1999, 2000 e 2001. Com isso, está iniciada a nova sistemática de "metas para a inflação" como diretriz da política monetária. Compete ao Banco Central do Brasil executar as políticas necessárias para o cumprimento das metas fixadas.

As metas são representadas por variações anuais do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE. Para 1999, a meta foi fixada em 8%, admitindo-se desvios de dois pontos percentuais para cima ou para baixo.

Para o ano 2000, a meta foi fixada em 6%, com intervalo de tolerância de ±2%. E, para o ano 2001, a meta foi fixada em 4%, com intervalo de tolerância de ±2%.

Apresenta-se abaixo o leque de inflação traçado com base no cenário central considerado pelo Copom em sua reunião de 23 de junho, sob a hipótese de constância da taxa básica de juros ao nível de 21% ao ano.

Projeção do IPCA com juros constantes em 21% a.a.
(Inflação acumulada em 12 meses, em % ao ano)



ANEXOS

Processo de definição da taxa de juros

A taxa de juros constitui-se no mais importante instrumento de política monetária à disposição do Banco Central. Através dela, a autoridade monetária afeta o nível de atividade econômica e de preços. Em virtude dos efeitos significativos que a taxa de juros provoca sobre toda a economia, a opinião pública, em geral, acompanha de perto as decisões do Banco Central sobre o seu nível e trajetória. A simples expectativa de mudança já é suficiente para causar efeitos econômicos.

Há na economia vários tipos de taxas de juros: taxas de poupança, taxas de empréstimo, taxas de financiamento etc. Além disso, elas diferem de acordo com o prazo, sendo classificadas como de curto, médio e longo prazos. Na verdade, apesar das várias taxas existentes, o Banco Central controla diretamente apenas a taxa de juros do mercado de reservas bancárias. É nesse mercado específico, e pouco conhecido pela população, que ele pratica a política monetária e influencia as demais taxas da economia.

Contudo, são as taxas de juros vigentes no sistema financeiro, em particular no sistema bancário, como taxas de aplicações financeiras, de empréstimo e de financiamento, que são relevantes para a população. É com base nessas taxas que pessoas e empresas tomam decisões de poupança e investimento. Então, por que o Banco Central não as controla diretamente? A pergunta encerra sua própria resposta: porque o Banco Central somente as controla de maneira indireta. Elas dependem também de fatores fora do controle do Banco Central, como margens de lucro, risco de crédito e expectativas quanto ao desempenho futuro da economia. Mais ainda, esse controle torna-se cada vez mais limitado à medida em que o prazo das taxas se amplia.

Para entender o que significa e qual a importância da taxa de juros do mercado de reservas bancárias, a chamada taxa Selic, é preciso saber o que é e como funciona esse mercado. Assim como as pessoas e firmas possuem depósitos à vista nos bancos com carteira comercial, com os quais podem efetuar pagamentos, esses bancos possuem depósitos no Banco Central. Esses recursos, chamados de reservas bancárias, são depositados numa espécie de conta corrente dos bancos junto ao Banco Central, denominada conta Reservas Bancárias. É por meio delas que os bancos realizam transações entre si, em nome próprio ou de terceiros, e com o Banco Central. A característica principal das reservas bancárias é que elas constituem recursos imediatamente disponíveis.

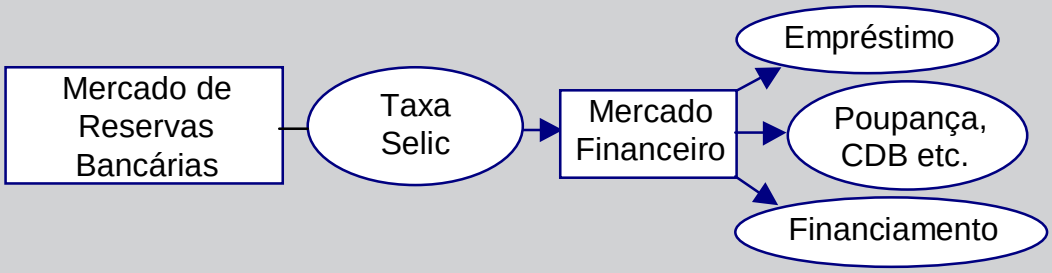
Qualquer transação que ocorre no sistema bancário passa, necessariamente, pela conta Reservas Bancárias. A compensação de cheques e a compra e venda de moeda estrangeira, por exemplo. Vale observar que

as reservas depositadas no Banco Central não rendem juros. Dessa maneira, por que motivo os bancos mantém recursos junto ao Banco Central? A demanda de reservas tem dois componentes: primeiro, os bancos são obrigados a manter no Banco Central um percentual sobre os depósitos à vista, o chamado depósito compulsório; segundo, eles precisam de reservas para realizar transações rotineiras. Por outro lado, a oferta de reservas provém exclusivamente do Banco Central, seja através de operações de mercado aberto, seja através do redesconto. Apenas o Banco Central pode afetar a liquidez do sistema como um todo, dado que operações entre bancos apenas representam troca de titularidade de reservas bancárias e não criação ou destruição das mesmas.

No gerenciamento diário de liquidez, geralmente, alguns bancos encontram-se em situação superavitária enquanto outros em situação deficitária. Desse modo, durante o dia eles trocam reservas entre si de forma a suprir necessidades opostas. Contudo, raramente o valor desse saldo é zero, ou seja, o sistema está sempre com sobras ou falta de reservas. Nesse caso, sem a atuação do Banco Central a taxa de juros cairia ou subiria; entretanto, devido à sua posição monopolista, ele tem o poder de fixar a taxa de juros do mercado de reservas.

Ele fixa a taxa de juros da mesma maneira que, por exemplo, determina a taxa de câmbio num regime de câmbio fixo, ou seja, vende e compra reservas a uma taxa de juros determinada. Suponha, por exemplo, que o Banco Central fixe a taxa de juros em 21%. Caso o sistema esteja com excesso de reservas, nenhum banco superavitário iria emprestar reservas a uma taxa inferior a 21%, e nenhum banco deficitário pagaria mais que 21% de juros, de forma que a taxa de juros do mercado será igual a 21%. Vale observar que essa é uma taxa de um dia; todo dia a situação de liquidez do mercado muda, ou seja, os bancos emprestam e tomam emprestado pelo prazo de um dia.

A taxa de juros do mercado de reservas bancárias tem duas características básicas que a torna extremamente importante: a) é a taxa de juros que o Banco Central controla diretamente; e b) é a partir dela que as demais taxas de juros são formadas. É por isso que ela é chamada de taxa primária ou taxa básica de juros. Assim que o Banco Central a determina, as demais taxas são afetadas indiretamente, por arbitragem. O gráfico abaixo mostra o mecanismo pelo qual isso acontece.



O mecanismo de transmissão da política monetária

Ao longo dos últimos anos, começou-se a formar um consenso, entre economistas e bancos centrais, que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e a manutenção da estabilidade de preços. Com esse intuito, começou a ganhar importância a adoção, pelo Banco Central, de uma estratégia de política monetária cuja característica principal é antecipar-se a quaisquer pressões inflacionárias futuras.

O caráter preventivo da política monetária justifica-se não apenas pelo menor custo social associado a uma política prospectiva que se antecipa a eventos futuros mas, sobretudo, às suas próprias limitações no controle da inflação. Dentro dessa nova estratégia, um aspecto chave é o conhecimento do mecanismo de transmissão da política monetária, isto é, o estudo dos diversos efeitos produzidos pela política monetária na economia.

Apesar da maioria dos economistas concordarem em relação aos efeitos qualitativos da política monetária (e.g. um aumento da taxa de juros deprime, no curto prazo, a atividade econômica e diminui a inflação) sobre a economia, persistem discordâncias a respeito da magnitude desses efeitos e, principalmente, dos canais pelos quais esses efeitos se propagam na economia.

Vale observar que a despeito da identificação dos canais pelos quais a política monetária propaga-se pela economia, e a intensidade de cada um deles, o mecanismo de transmissão varia de acordo com as características de cada economia. Por exemplo, a taxa de câmbio, reconhecida como um importante canal de transmissão da política monetária, perde relevância em economias cujas taxas de câmbio são fixas. Da mesma forma, naquelas economias com sistemas financeiros pouco desenvolvidos, o canal de crédito tem pouca importância.

Os principais canais de transmissão da política monetária são: taxa de juros, taxa de câmbio, preço dos ativos, crédito e expectativas[1]. Ao afetar essas variáveis, as decisões de política monetária influem sobre os níveis de poupança, investimento e gasto de pessoas e empresas, que, por sua vez, afetam a demanda agregada e, por último, a taxa de inflação.

Antes de começar a descrever como funciona cada um desses canais, é importante ressaltar que a política monetária produz efeitos reais apenas no curto e médio prazos, ou seja, no longo prazo a moeda é neutra. O único efeito existente no longo prazo é sobre o nível de preços da economia. Deve-se notar que outros fatores também influem no nível de preços da economia no curto prazo como, por exemplo, um choque agrícola ou um aumento de impostos.

Como foi dito acima, a simples expectativa de mudanças na taxa de juros já é capaz de produzir efeitos na economia, por exemplo, as demais taxas de juros podem começar a se ajustar antes mesmo do banco

[1] Quando se fala em preços de ativos, quer-se dizer outros preços de ativos além das taxas de câmbio e de juros.

central mudar oficialmente a taxa de juros. Portanto, em benefício da clareza analítica, supor-se-á que as mudanças na taxa de juros não são antecipadas pelo mercado.

O canal de transmissão por intermédio das taxas de juros é o canal mais conhecido da política monetária, sendo o mais utilizado nos livros-texto[2]. Ao subir a taxa nominal de juros de curtíssimo prazo, que é a taxa de juros que o banco central controla, o aumento se propaga por toda a estrutura a termo da taxa de juros, principalmente para as taxas de prazo mais curto, onde são verificados os maiores efeitos. Considerando-se que no curto prazo os preços são rígidos, a ação do banco central também eleva as taxas reais de juros.

Por sua vez, a taxa real de juros é a taxa relevante para as decisões de investimento. Dessa forma, ao elevar o custo do capital, a subida da taxa real de juros diminui o investimento, seja em capital fixo, seja em estoques. Por sua vez, a queda do investimento reduz a demanda agregada. Além disso, a literatura sobre o mecanismo de transmissão da política monetária mostra claramente que as decisões dos consumidores em relação à compra de bens duráveis também podem ser encaradas como decisões de investimento. Portanto, a subida da taxa real de juros também diminui o consumo de bens duráveis.

Outro canal importante de transmissão da política monetária é o da taxa de câmbio, principalmente para economias abertas. Não obstante a economia brasileira ser relativamente fechada, o canal da taxa de câmbio produz efeitos importantes, valendo a pena descrever seu funcionamento. Como sabemos, ao subir a taxa de juros, o banco central ocasiona a valorização da moeda doméstica. Por sua vez, a valorização da taxa de câmbio transmite os efeitos da política monetária de três maneiras distintas.

Ao contrário dos demais canais, a taxa de câmbio exerce influência direta sobre o nível de preços através do preço doméstico dos bens comercializáveis internacionalmente. Com alguns produtos, como as mercadorias ("commodities"), esse efeito é particularmente rápido. Além disso, ela exerce efeitos indiretos sobre o nível de preços de duas maneiras. Primeiro, por meio dos bens produzidos internamente que se utilizam de matérias-primas importadas. Nesse caso, a valorização da taxa de câmbio diminui o custo de produção desses bens, ocasionando queda de seus preços. Segundo, a taxa de câmbio afeta indiretamente o nível de preços através da demanda agregada. Ao valorizar-se, a taxa de câmbio torna os produtos importados mais baratos, deslocando a demanda dos bens domésticos por similares importados, diminuindo a demanda agregada e a pressão sobre o nível de preços.

Outro canal importante, nem sempre abordado nos estudos sobre o mecanismo de transmissão da política monetária, é o canal das expectativas. Ao alterar a taxa de juros, a ação do banco central pode alterar as expectativas dos agentes econômicos quanto à evolução presente e futura da economia. Por exemplo, ao elevar a taxa de juros de curto prazo para evitar o surgimento da inflação, o banco central pode restabelecer a confiança no desempenho futuro da economia, e provocar uma queda nas taxas de juros esperadas para prazos mais longos. A queda da taxa de juros durante uma recessão pode significar que tempos

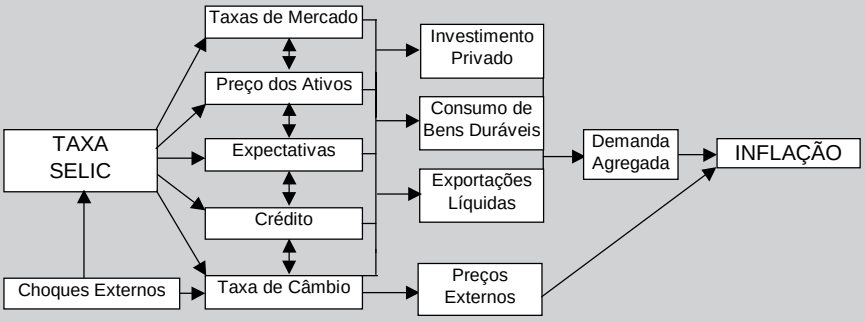
[2] O canal da taxa de juros é o tradicional canal implícito nas análises keynesianas sobre os efeitos da política monetária sobre a demanda agregada, sendo abordado na análise do conhecido modelo IS-LM.

melhores virão, estimulando o consumo da população. Por outro lado, vale observar que devido à incerteza inerente aos efeitos da política monetária e à evolução da economia, muitas vezes uma mudança na taxa de juros pode produzir efeitos opostos aos esperados.

O quarto canal de transmissão da política monetária é o canal do crédito, que tem grande importância nos países industrializados. Ele pode ser representado pelos empréstimos bancários, e funciona da seguinte maneira: ao diminuir a taxa de juros, e aumentar o volume de reservas na economia, o banco central permite que os bancos comerciais aumentem seus empréstimos. Esses empréstimos são particularmente importantes para as pequenas empresas, que não têm acesso direto ao mercado de capitais (e.g. emissão de ações, debêntures etc.).

Portanto, o canal de crédito incentiva os gastos com investimento e, além disso, pode ser importante também para o consumo das pessoas. No Brasil, em decorrência do elevado grau de incerteza da economia no passado, das elevadas alíquotas dos depósitos compulsórios e dos impostos incidentes sobre a intermediação financeira, esse canal de transmissão da política monetária tem sido bastante prejudicado. Contudo, à medida em que a economia estabilize-se e volte a crescer, ele pode vir a ser extremamente importante.

O último canal de transmissão da política monetária atua através de variações na riqueza dos agentes econômicos, em virtude de alterações da taxa de juros. Por exemplo, geralmente uma queda das taxas de juros eleva o preço das ações, pois estimula o crescimento da economia e o lucro das empresas, mais ainda, o valor dos títulos públicos pré-fixados aumenta. Nessa situação, o aumento do volume de riqueza financeira faz com que as pessoas sintam-se mais ricas, estimulando o nível de consumo. Em alguns países, como nos Estados Unidos e na Inglaterra, esse canal tem alguma relevância. Contudo, não existem indícios suficientes de que esse seja um canal relevante na transmissão da política monetária no Brasil. O gráfico abaixo mostra, de maneira simplificada, os principais mecanismos de transmissão da política monetária.



Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências.

O Presidente da República, no uso da atribuições que lhe confere o artigo 84, inciso IV, da Constituição, e tendo em vista o disposto no artigo 4º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e no artigo 14, inciso IX, alínea "a", da Lei nº 9.649, de 27 de maio de 1998, Decreta:

Art. 1º Fica estabelecida, como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de "metas para inflação".

§ 1º As metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação.

§ 2º As metas e os respectivos intervalos de tolerância serão fixados pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda, observando-se que a fixação deverá ocorrer:

I – para os anos de 1999, 2000 e 2001, até 30 de junho de 1999; e

II – para os anos de 2002 e seguintes, até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior.

Art. 2º Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas.

Art. 3º O índice de preços a ser adotado para os fins previstos neste Decreto será escolhido pelo CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda.

Art. 4º Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação – medida pelo índice de preços referido no artigo anterior, relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário – situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância.

Parágrafo único. Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:

I – descrição detalhada das causas do descumprimento;

II – providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e

III – o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

Art. 5º O Banco Central do Brasil divulgará, até o último dia de cada trimestre civil, relatório de inflação abordando o desempenho do regime de "metas para a inflação", os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

Art. 6º Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 21 de junho de 1999; 178º da Independência e 111º da República.

Fernando Henrique Cardoso
Pedro Sampaio Malan

APÊNDICE

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Armínio Fraga Neto
Presidente

Daniel Luiz Gleizer
Diretor

Edison Bernardes dos Santos
Diretor

Luiz Carlos Alvarez
Diretor

Luiz Fernando Figueiredo
Diretor

Paolo Enrico Maria Zaghen
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros votantes

Armínio Fraga Neto
Presidente

Daniel Luiz Gleizer
Diretor

Edison Bernardes dos Santos
Diretor

Luiz Carlos Alvarez
Diretor

Luiz Fernando Figueiredo
Diretor

Paolo Enrico Maria Zaghen
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang
Diretor

Membros não votantes

Alexandre Pundek Rocha
Consultor da Diretoria

Alexandre Antonio Tombini
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

Daso Maranhão Coimbra
Chefe do Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin)

Eduardo Hitiro Nakao
Chefe do Departamento de Operações de Mercado Aberto (Demab)

Luis Gustavo da Matta Machado
Chefe do Departamento de Operações Bancárias (Deban)