

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

**1999**

Dezembro– 1998

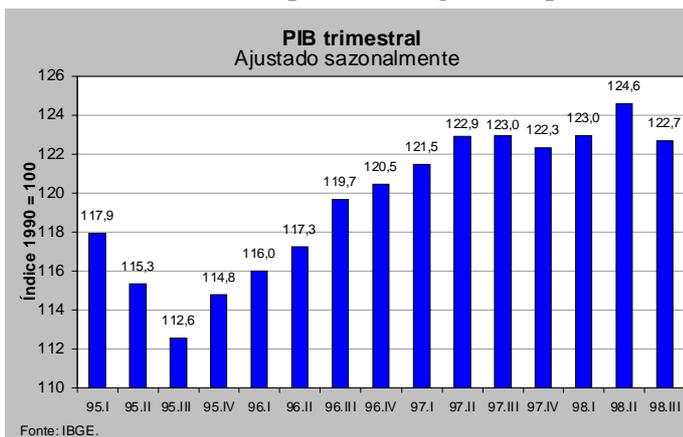


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

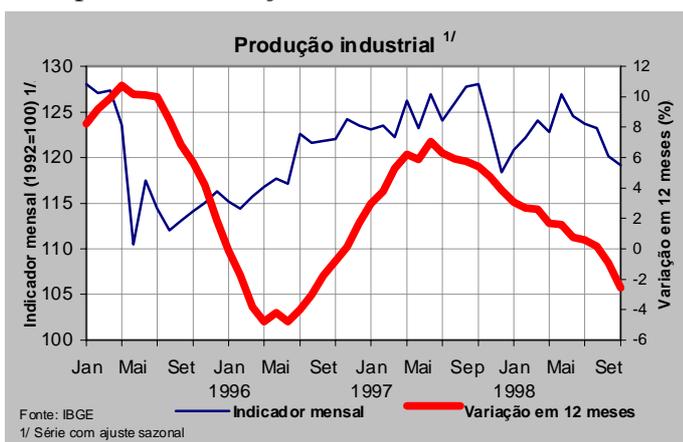
# Programação monetária para o primeiro trimestre e ano de 1999

## A. A economia no quarto trimestre de 1998

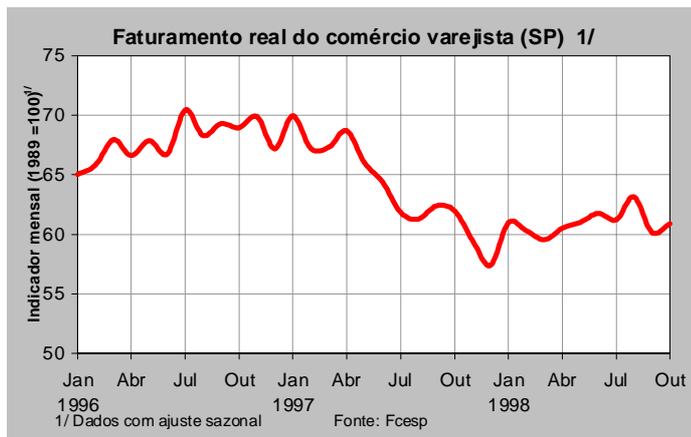
1. A restrição de liquidez internacional aos países emergentes, aprofundada em agosto último, em decorrência do anúncio de moratória na Rússia, impactou negativamente o desempenho da economia brasileira no terceiro trimestre de 1998. Assim, o Produto Interno Bruto (PIB), considerando-se a série com ajuste sazonal divulgada pelo IBGE, decresceu 1,52% no trimestre, relativamente ao trimestre anterior, refletindo as quedas observadas nos setores agropecuário (7,72%), industrial (5,43%) e de serviços (0,39%). A taxa de crescimento do PIB em 12 meses, que alcançara 1,74% em junho, atingiu 0,98% em setembro, compreendendo crescimento de 1,2% no setor agropecuário, de 0,62% na indústria e de 0,98% no setor serviços.



2. A produção industrial apresentou redução de 1,74% no terceiro trimestre, em relação ao trimestre anterior, segundo dados do IBGE, dessazonalizados pelo Banco Central, contemplando resultados negativos de 4,54% no setor de bens de capital e de 3,88% no setor de bens de consumo. A produção de bens intermediários manteve-se estável no trimestre. O segmento de bens de consumo duráveis apresentou queda de 7,64%, associada ao comportamento da indústria automobilística. Em outubro, a produção industrial voltou a apresentar queda, 0,81% relativamente ao mês anterior, antecipando o quadro de redução do nível de atividade, que deverá se estabelecer nos próximos meses.

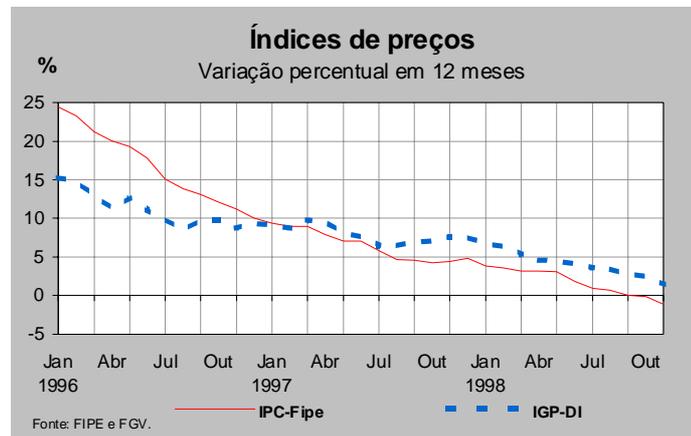


3. O indicador do faturamento real do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo, divulgado pela Fcespe e dessazonalizado pelo Banco Central, que vem mantendo-se, no decorrer do ano, em patamar inferior à média do ano anterior, registrou crescimento de 0,74% no terceiro trimestre de 1998, em relação ao trimestre precedente. No acumulado do ano, até outubro, em relação a idêntico período do ano anterior, o faturamento real do comércio varejista decresceu 6,39%,

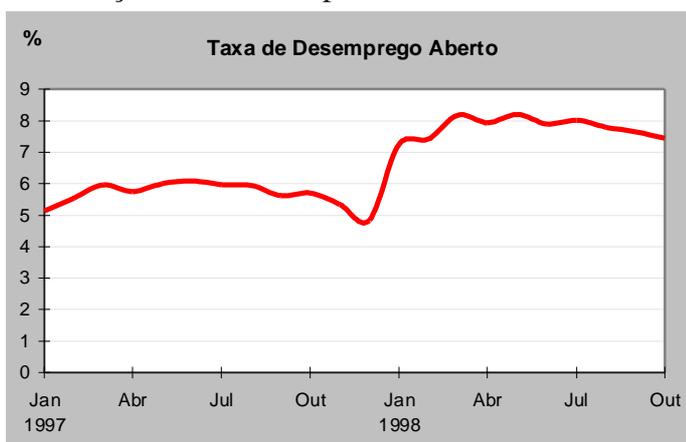


e, nos últimos 12 meses, a variação atingiu -7,85%. Nesse mesmo período, o faturamento real do setor atacadista, segundo a Associação Brasileira de Atacadistas e Distribuidores de Produtos Industrializados - ABAD, apresentou crescimento de 5,8%, enquanto as estatísticas da Associação Brasileira de Supermercados - ABRAS apontaram elevação de 3,76% nas vendas reais do setor supermercadista, retratando o processo de modernização tecnológica, com elevados ganhos de produtividade, a que os supermercados vêm se submetendo.

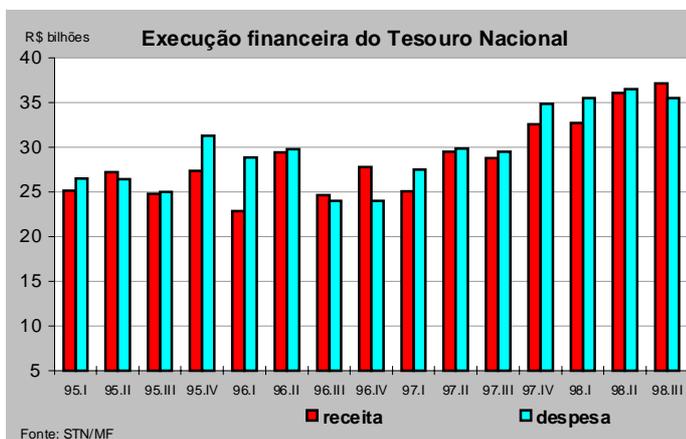
4. Em 1998, a variação dos índices de preços permanece em tendência de queda. O IGP-DI voltou a apresentar, em novembro, variação negativa, acumulando taxa de crescimento de 1,41% em 12 meses. O IPC-Fipe, que em novembro variou -0,44%, registrou variação de -1,1% nos últimos 12 meses finalizados em novembro, comparativamente a 4,41% em igual período de 1997. Relativamente aos preços dos produtos comercializáveis e não comercializáveis, o IPC-Fipe revela variações de -2,25% e -0,78%, respectivamente, nos 12 meses terminados em novembro, ante variações de -0,19% e de 6,08%, nessa ordem, em igual período do ano anterior, denotando maior convergência entre as variações dos preços dos bens *tradables* e *non-tradables* que, associada ao processo de desvalorização gradual da taxa de câmbio, vem contribuindo para a melhora da competitividade externa.



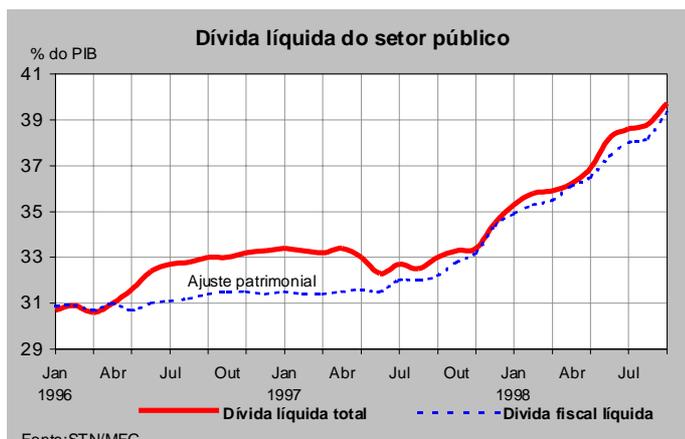
5. O processo de reestruturação da atividade produtiva, sobretudo no setor industrial, continuou afetando o mercado de trabalho ao longo de 1998. Entretanto, em outubro, o desemprego aberto medido pelo IBGE apresentou retração, atingindo 7,45%, ante 7,65% no mês anterior. A redução do desemprego no mês (-2,61%) refletiu a queda de 0,4% na população economicamente ativa, frente à redução de 0,2% no número de pessoas ocupadas.



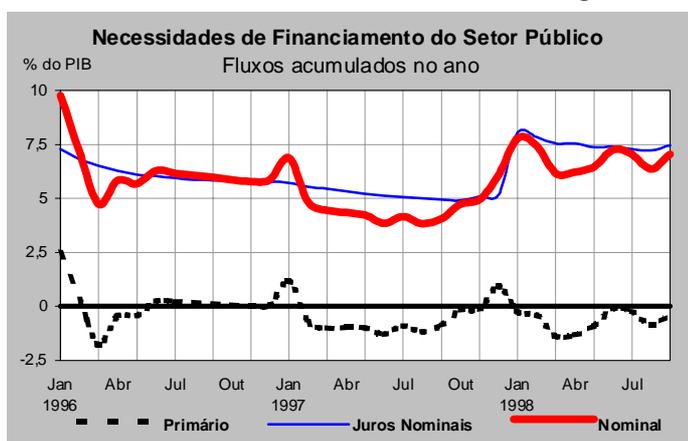
6. Em setembro, a execução financeira do Tesouro Nacional registrou déficit de R\$ 1,7 bilhão, com receitas de R\$ 10,2 bilhões e despesas de R\$ 11,9 bilhões. Nos nove primeiros meses de 1998 o déficit totalizou R\$ 1,5 bilhão, resultado de receitas de R\$ 105,9 bilhões e despesas de R\$ 107,4 bilhões. Comparativamente ao mesmo período de 1997, as receitas apresentaram crescimento real de 20,9%, refletindo mudanças na legislação do Imposto de Renda e de importação, aprovadas em final de 1997. Além disso, ressalta-se a arrecadação atípica relativa à Outorga de Serviços de Telecomunicações.



7. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou, em setembro, R\$358,9 bilhões (39,7% do PIB). O endividamento interno atingiu 34,4% do PIB, dos quais 19,3% referentes ao governo central, 11,7% aos governos estaduais, 1,8% aos governos municipais e 1,6% às empresas estatais. A dívida externa líquida situou-se em 5,3% do PIB.

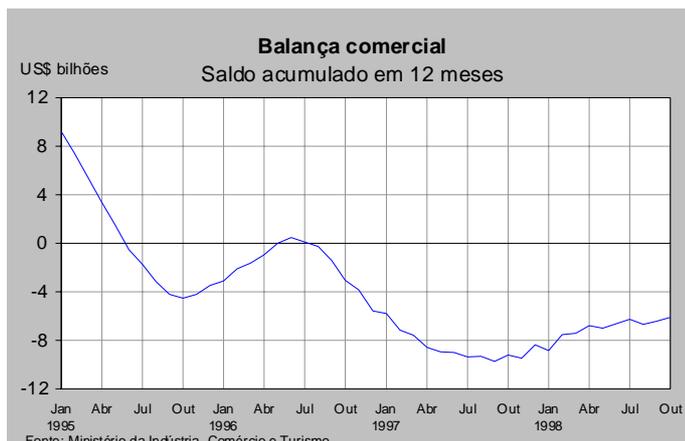


8. As Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) registraram déficit nominal de 7,04% do PIB, no acumulado até setembro. Subtraídos os juros nominais (7,44% do PIB), o resultado primário apresentou superávit de 0,4% do PIB, sendo o governo central superavitário em 0,71% do PIB e os governos regionais deficitários em 0,31% do PIB.



9. Em setembro, foi criada a Comissão de Controle e Gestão Fiscal (CCF), com as atribuições de acompanhar e avaliar a evolução da situação fiscal e propor providências que garantam a viabilização dos objetivos fiscais determinados para cada exercício. Adicionalmente, visando adequar o nível da poupança interna à restrição de liquidez internacional, foi encaminhado ao Congresso Nacional conjunto de medidas fiscais visando à consecução de metas de superávit primário de 2,6% do PIB em 1999, 2,8% do PIB em 2000 e 3% do PIB em 2001.

10. O saldo do balanço de pagamentos em transações correntes foi deficitário em US\$ 27,4 bilhões no período de janeiro a outubro de 1998, comparativamente a US\$ 26,4 bilhões em igual período do ano anterior. O déficit comercial reduziu-se de US\$ 6,5 bilhões para US\$ 4,3 bilhões, melhora decorrente de redução nas importações, de US\$ 51 bilhões para US\$ 48,3 bilhões, na medida em que as exportações também contraíram-se, alcançando US\$ 44 bilhões, face a US\$ 44,5 bilhões em igual período do ano anterior.

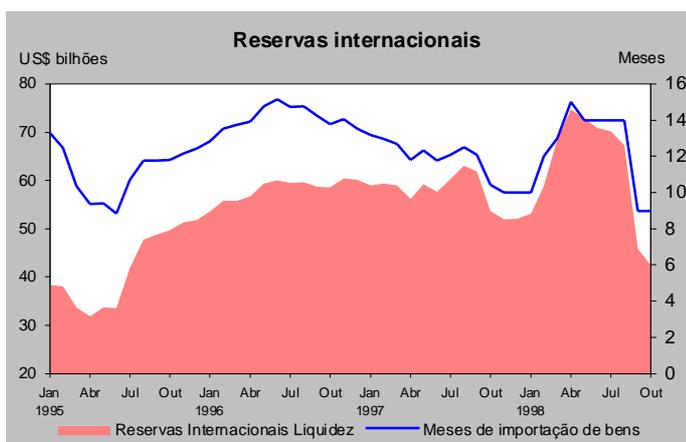


11. No acumulado de janeiro a outubro, o saldo negativo da conta serviços elevou-se de US\$ 21,7 bilhões em 1997 para US\$ 24,8 bilhões em 1998. Esse aumento é atribuído a todas as rubricas da conta, sendo que as remessas líquidas de lucros e dividendos se elevaram de US\$ 4,2 bilhões para US\$ 5,7 bilhões, enquanto o pagamento líquido de juros expandiu-se de US\$ 8 bilhões para US\$ 9,5 bilhões.

12. O ingresso acumulado de investimentos estrangeiros diretos, nos dez primeiros meses do ano, totalizou US\$ 22,9 bilhões, revelando aumento de 48,7% relativamente ao de igual período do ano anterior. Do volume ingressado, 26,7% (US\$ 6,1 bilhões) foram derivados de operações relacionadas ao programa de privatização. O ingresso de investimentos estrangeiros diretos não relacionados ao programa de privatização, que, no ápice da crise financeira internacional, entre agosto e outubro de 1998, atingiu US\$ 8,3 bilhões, revela a confiança dos investidores externos na economia brasileira, em horizonte de longo prazo.



13. Em outubro, as reservas internacionais atingiram US\$ 41,6 bilhões, no conceito caixa, e US\$ 42,4 bilhões no conceito liquidez internacional, o que representa, em ambos os conceitos, decréscimo de US\$ 3,4 bilhões em relação ao mês anterior. Desse montante, US\$ 2,2 bilhões referiram-se a suprimentos líquidos proporcionados pelo Banco Central ao mercado doméstico de câmbio, e US\$ 1,2 bilhão resultaram de saídas líquidas relativas às operações externas da Autoridade Monetária, relacionadas a pagamentos de bônus e ao Clube de Paris.



## B. Política monetária no terceiro trimestre de 1998

14. A base monetária restrita totalizou R\$ 34,6 bilhões em setembro, segundo o conceito de média dos saldos diários, situando-se, a exemplo dos demais agregados monetários, no intervalo previsto pela programação monetária para o terceiro trimestre. A base monetária apresentou variação positiva de 2% no mês e de 32,3% em 12 meses. O papel-moeda emitido e as reservas bancárias apresentaram elevações de 2,7% e de 1,1%, em setembro, e de 18,1% e de 54,6%, em 12 meses.

15. A base monetária ampliada, que corresponde à base restrita acrescida dos depósitos compulsórios em espécie e dos títulos públicos federais fora do Banco Central, atingiu R\$ 322,2 bilhões em setembro. No mês, houve variação negativa de 5,7% e, nos 12 meses acumulados até setembro, observou-se variação positiva de 43,9%.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 1998 <sup>1/</sup>**

| Discriminação               | Previsto      |   | Ocorrido    |                                 |
|-----------------------------|---------------|---|-------------|---------------------------------|
|                             | R\$ bilhões   | Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões | Variação percentual em 12 meses |
| M1 <sup>3/</sup>            | 39,4 - 46,3   | 10,4  | 43,4        | 12,0                            |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 31,0 - 36,4   | 28,9  | 34,6        | 32,3                            |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 346,6 - 406,9 | 68,2  | 322,2       | 43,9                            |
| M4 <sup>4/</sup>            | 415,8 - 488,1 | 20,9  | 423,5       | 13,3                            |

1/ Refere-se ao último mês do período.

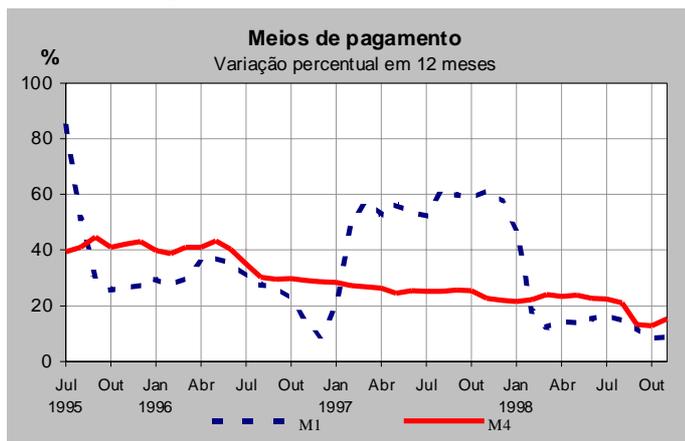
2/ Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

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

4/ Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1) totalizaram R\$ 43,4 bilhões em setembro, de acordo com o conceito de média dos saldos diários. O agregado monetário apresentou crescimento de 0,1%, no mês, e expansão acumulada de 12% em 12 meses. O papel-moeda em poder do público e os depósitos à vista alcançaram R\$ 16,4 bilhões e R\$ 27 bilhões, nessa ordem. O papel-moeda em poder do público apresentou crescimento de 2,7% no mês, enquanto os depósitos à vista diminuíram 1,3%. Em 12 meses acumulados até setembro, esses agregados cresceram 17,4% e 9%, respectivamente.

17. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$ 423,5 bilhões ao final de setembro. No mês, o M4 apresentou retração de 3,6%, enquanto em 12 meses acumulados, verificou-se expansão de 13,3%.



18. Nos dois primeiros meses do trimestre, o Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) manteve a trajetória declinante das taxas de juros. Assim, em julho, a Taxa Básica do Banco Central (TBC) e a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN) situaram-se, em termos médios, em 20,89% a.a. e em 27,8% a.a., respectivamente, e em agosto, em 19,75% a.a. e em 25,75% a.a., na mesma ordem. A taxa referencial do Selic situou-se em 20,33% a.a. em julho e em 19,23% a.a. em agosto.

19. No mês de setembro, a condução da política monetária foi pautada pela utilização consistente de instrumentos clássicos, com vistas a minimizar os efeitos da deterioração do cenário internacional sobre a economia brasileira, dada a intensificação da saída de recursos externos. Nesse sentido, o Banco Central suspendeu as operações de assistência financeira de liquidez referenciadas pela TBC, determinou a elevação da TBAN para 29,75% a.a., e redefiniu as regras relativas ao recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo.

20. Desde então, o ajuste nas taxas de juros de curtíssimo prazo passou a ser efetuado por meio das operações de mercado aberto que, compensando a contração de liquidez decorrente da perda de reservas internacionais, exerceram impacto monetário expansionista no mês de setembro. Com a intensificação das incertezas no cenário internacional, o Copom determinou a elevação da TBAN para 49,75% a.a., e, concomitantemente, o Banco Central permaneceu efetuando o monitoramento da taxa referencial do Selic, que se situou em 34,29% a.a., em setembro.

## C. Política monetária no bimestre outubro-novembro de 1998

21. A base monetária restrita alcançou R\$ 33,4 bilhões em novembro, conceito de média dos saldos diários, apresentando redução de 4% durante o mês, e variação positiva de 28,5% em 12 meses acumulados. O papel-moeda emitido e as reservas bancárias totalizaram R\$ 19,4 bilhões e R\$ 14 bilhões, respectivamente, registrando reduções de 0,2% e de 8,8% no mês, e crescimentos de 18,8% e de 45,1% em 12 meses, nessa ordem.

22. A base monetária ampliada atingiu R\$ 352,9 bilhões em novembro. O crescimento de 7% observado no mês decorreu, principalmente, da emissão de R\$ 5,9 bilhões em NTN-H, destinadas a garantir dívida contratual do Tesouro Nacional junto à Petrobrás, e da emissão, pelo Banco Central, de R\$ 9,8 bilhões em LBC, operação vinculada à renegociação de dívida com o estado do Rio Grande do Sul. Em 12 meses acumulados, a base monetária ampliada registrou crescimento de 60,5%.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 1998 e ocorridos no período outubro-novembro <sup>1/</sup>**

| Discriminação               | Previsto      |   | Ocorrido    |                                 |
|-----------------------------|---------------|---|-------------|---------------------------------|
|                             | R\$ bilhões   | Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões | Variação percentual em 12 meses |
| M1 <sup>3/</sup>            | 45,0 - 52,8   | 7,2   | 42,7        | 8,8                             |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 34,6 - 40,7   | 16,6  | 33,4        | 28,5                            |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 347,7 - 408,2 | 35,0  | 352,9       | 60,5                            |
| M4 <sup>4/</sup>            | 435,1 - 510,7 | 20,4  | 443,2       | 15,8                            |

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

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

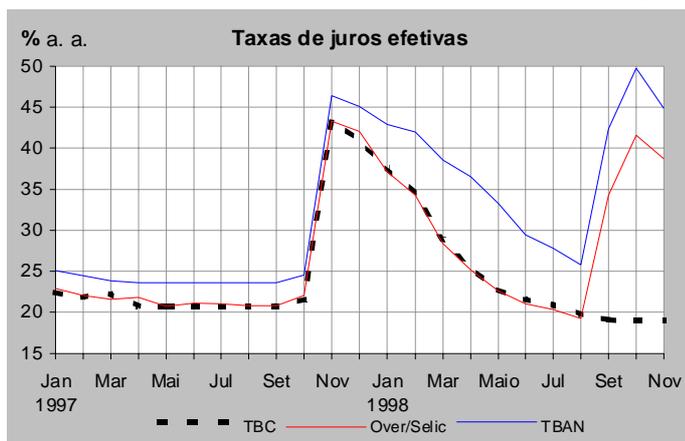
<sup>3/</sup> Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.

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

23. Em novembro, os meios de pagamento (M1) totalizaram R\$ 42,7 bilhões, conceito de média dos saldos diários, apresentando variação negativa de 0,8% no mês e crescimento de 8,8% em 12 meses. O papel-moeda em poder do público e os depósitos à vista alcançaram, respectivamente, R\$ 16,9 bilhões e R\$ 25,7 bilhões em novembro, apresentando quedas de 0,6% e de 0,9%, na seqüência. Considerando-se os resultados acumulados nos 12 meses até novembro, esses agregados acusaram expansão de 18,3% e de 3,4%, nessa ordem.

24. O saldo do agregado monetário mais amplo, M4, totalizou R\$ 443,2 bilhões no final de novembro, registrando variação de 3,5% no mês e de 15,8% nos últimos 12 meses.

25. Em novembro, o Copom determinou a redução da TBAN, de 49,75% para 42,25% a.a.. Em paralelo, manteve-se a suspensão da TBC como referência para as operações de assistência financeira de liquidez. O monitoramento da taxa referencial do Selic, por meio de operações de mercado aberto, permitiu a redução do patamar da taxa, de 41,58% a.a., em outubro, para 38,73% a.a., em novembro. No último dia de novembro, a taxa alcançou 34,4% a.a..



#### D. Perspectivas para o primeiro trimestre e para o ano de 1999

26. O acordo firmado entre o Brasil e instituições financeiras oficiais internacionais, aprovado pelo Congresso Nacional em 10 de dezembro de 1998, ao disponibilizar cerca de US\$ 41 bilhões ao país, em um entendimento não convencional, envolvendo a participação do Fundo Monetário Internacional - FMI, de outros organismos internacionais e de governos de vários países, proporciona um colchão de liquidez que viabilizará a implantação de importantes medidas estruturais, que irão determinar o efetivo ajuste da economia brasileira. A importância do acordo não deve, entretanto, ser mensurada apenas pela relevante cifra negociada, centrando-se na importante explicitação de confiança na economia brasileira, atestada pela comunidade financeira internacional.

27. Nesse quadro, o desempenho da economia brasileira no ano de 1999 refletirá as medidas de política econômica adotadas recentemente, com vistas à adequação da economia às restrições determinadas pelo agravamento do cenário externo. Assim, o impacto das medidas de curto prazo, como a elevação das taxas de juros frente à crise financeira internacional, ou de cunho estrutural, como a implementação do Programa de Estabilidade Fiscal, determinarão os rumos da economia do país em 1999.

28. A trajetória do PIB, em 1999, estará condicionada à redução da demanda doméstica decorrente das medidas restritivas relacionadas às áreas monetária e fiscal. Entretanto, a efetividade do Programa de Estabilidade Fiscal deverá permitir redução gradual da taxa de juros ao longo do ano, possibilitando a retomada do nível de atividade econômica a partir do terceiro trimestre. Tal desempenho não deve ser visualizado como retrocesso no processo de desenvolvimento econômico, intensificado após a implantação do Plano Real, mas sim como um desaquecimento transitório, necessário à consolidação da poupança interna em nível que garanta a sustentabilidade do processo.

29. De fato, o cenário anterior, em que vinha ocorrendo expressiva absorção de poupança externa, viabilizava o ajuste gradual nas contas públicas, na medida em que a poupança interna era complementada pelo ingresso de capitais externos no país. A restrição de liquidez externa, no entanto, determinou o redimensionamento da estratégia de ajuste das contas do setor público.

30. Relativamente à evolução dos preços, a inflação deve manter-se, em 1999, em patamar reduzido. O desaquecimento da demanda interna e a redução das taxas de juros, constituir-se-ão em aspectos positivos adicionais ao comportamento favorável dos preços. Concorrendo, no mesmo sentido, estará a manutenção da atual política de desvalorização cambial que, em um cenário de elevação da produtividade, alavancada, em parte, pelas próprias reformas estruturais na economia, também impactará positivamente o resultado da balança comercial.

31. O saldo comercial, alavancado pelos ganhos de produtividade e pela redução de custos, deverá apresentar alteração substancial em relação aos resultados negativos observados nos últimos anos. No que se refere ao saldo em conta corrente, as expectativas são no sentido de redução do déficit, de algo em torno de 4,2% do PIB, em 1998, para 3,5% do PIB em 1999, contribuindo favoravelmente em relação às necessidades de financiamento externo do país no próximo ano. O ingresso de capitais externos nos dois últimos meses, aliás, sugere o abrandamento da crise de liquidez externa, remetendo à hipótese de volta à normalidade dos fluxos de financiamento externo no próximo ano.

#### **E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 1999**

32. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 1999 levou em consideração o cenário provável de comportamento para inflação, PIB, taxas de juros, impactos monetários decorrentes das operações do Tesouro Nacional e de reestruturação das dívidas estaduais, das intervenções do Banco Central no sistema financeiro, no mercado aberto e de câmbio e das operações de assistência financeira.

**Quadro 3. Programação monetária para 1999 <sup>1/</sup>**

R\$ bilhões

| Discriminação               | Primeiro Trimestre |                                  | Ano           |                                  |
|-----------------------------|--------------------|----------------------------------|---------------|----------------------------------|
|                             | R\$ bilhões        | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões   | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> |
| M1 <sup>3/</sup>            | 46,0 - 54,0        | 20,5                             | 52,1 - 61,2   | 14,8                             |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 35,4 - 41,6        | 24,8                             | 41,2 - 48,4   | 18,9                             |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 353,0 - 414,4      | 23,5                             | 387,4 - 454,7 | 17,1                             |
| M4 <sup>4/</sup>            | 436,7 - 512,6      | 13,8                             | 490,6 - 576,0 | 18,5                             |

1/ Refere-se ao último mês do período.

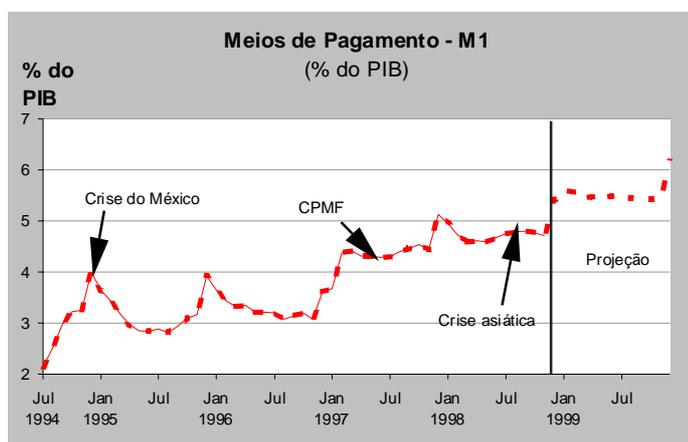
2/ Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

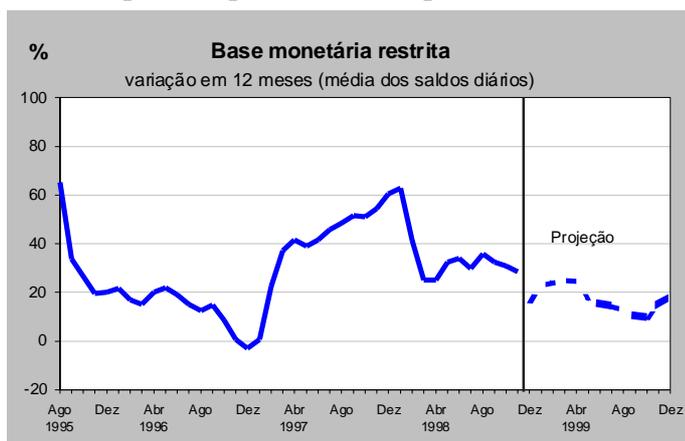
4/ Saldos em fim de período.

33. As projeções dos meios de pagamento M1 (papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista) resultaram de cenário adotado pelo Banco Central para as taxas internas de juros e para o crescimento da renda nominal nos próximos meses, bem como de expectativa de migração de parte dos recursos aplicados nos FIF-curto prazo, em função da elevação da alíquota da CPMF, programada para o início de 1999, e demais fatores que influenciam aquele agregado. A variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento, em março de 1999, foi estimada em 20,5%.

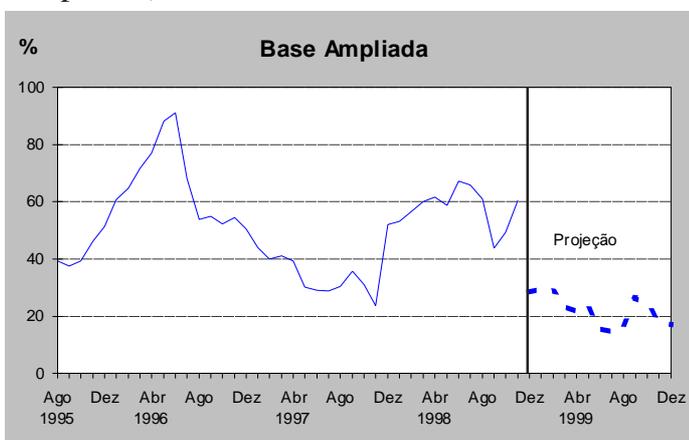
34. A tendência ascendente verificada na relação entre M1 e PIB desde o início do Plano Real, pode ser atribuída à monetização dos ativos financeiros resultante do programa de estabilização e, a partir de 1997, ao novo patamar dos meios de pagamento e à retomada do processo de monetização decorrentes da tributação sobre movimentações financeiras. Nos próximos meses, espera-se que a relação M1/PIB apresente comportamento similar ao que se seguiu à introdução do CPMF, refletindo a elevação do prazo necessário para que as aplicações de curtíssimo prazo apresentem rendimento líquido positivo.



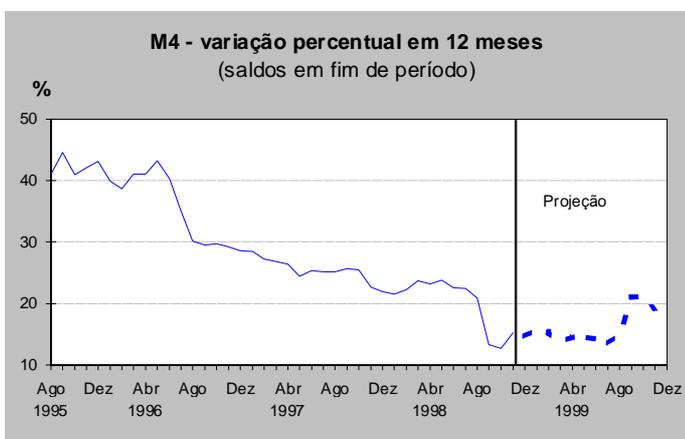
35. A partir do comportamento previsto para a demanda por moeda, bem como do cenário esperado para os depósitos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se crescimento em 12 meses para o saldo médio da base monetária (papel-moeda emitido mais reservas bancárias) de 24,8 %, em março de 1999.



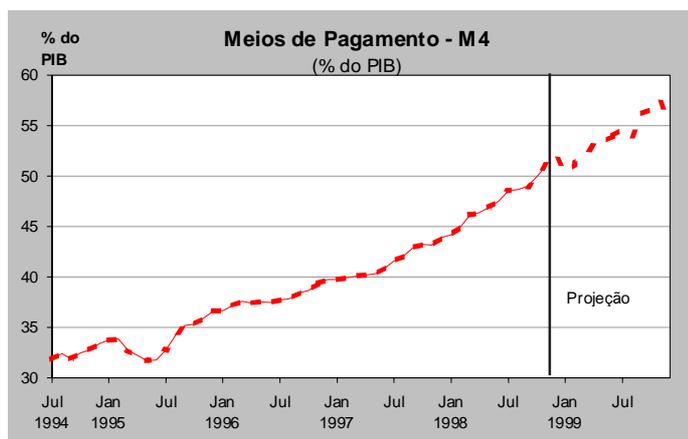
36. A projeção da base ampliada (uma medida da dívida monetária e mobiliária federal), que pressupõe a neutralização dos fatores condicionantes de impacto não desejado na base monetária restrita, considerou como principais fatores expansionistas nos próximos meses os juros que deverão incidir sobre a dívida mobiliária federal e a conclusão das operações de reestruturação das dívidas estaduais. Assim, projeta-se para esse agregado monetário variação em 12 meses de 23,5 %, em março de 1999.



37. Da mesma forma, e consistente com o padrão de comportamento dos demais agregados, estimou-se crescimento de 13,8% do M4, em 12 meses acumulados até março de 1999.



38. A proporção entre o M4 e o PIB, nos próximos meses, deverá manter tendência de crescimento a taxas decrescentes, reflexo da trajetória que se vislumbra para as taxas de juros no período.



39. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no ano de 1997 e no bimestre outubro/novembro de 1998, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre de 1999.

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

| Discriminação               | 1997           |                          | 1998                         |                          | 1999 <sup>2/</sup>              |                          |                                 |                          |
|-----------------------------|----------------|--------------------------|------------------------------|--------------------------|---------------------------------|--------------------------|---------------------------------|--------------------------|
|                             | Ano            |                          | Bimestre<br>outubro-novembro |                          | Primeiro trimestre              |                          | Ano                             |                          |
|                             | R\$<br>bilhões | Var. %<br>em<br>12 meses | R\$<br>bilhões               | Var. %<br>em<br>12 meses | R\$<br>bilhões<br><sup>3/</sup> | Var. %<br>em<br>12 meses | R\$<br>bilhões<br><sup>3/</sup> | Var. %<br>em<br>12 meses |
| M1 <sup>4/</sup>            | 45,6           | 57,3                     | 42,7                         | 8,8                      | 50,0                            | 20,5                     | 56,7                            | 14,8                     |
| Base restrita <sup>4/</sup> | 32,3           | 60,6                     | 33,4                         | 28,5                     | 38,5                            | 24,8                     | 44,8                            | 18,9                     |
| Base ampliada <sup>5/</sup> | 280,1          | 52,2                     | 352,9                        | 60,5                     | 383,7                           | 23,5                     | 421,0                           | 17,1                     |
| M4 <sup>5/</sup>            | 392,4          | 21,8                     | 443,2                        | 15,8                     | 474,6                           | 13,8                     | 533,3                           | 18,5                     |

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

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

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

| Discriminação                           | 1997          |                          | 1998                           |                          | 1999 <sup>2/</sup> |                          |               |                          |
|---|---------------|--------------------------|--------------------------------|--------------------------|--------------------|--------------------------|---------------|--------------------------|
|   | Ano           |                          | Bimestre<br>outubro - novembro |                          | Primeiro trimestre |                          | Ano           |                          |
|   | Multiplicador | Var. %<br>em<br>12 meses | Multiplicador                  | Var. %<br>em<br>12 meses | Multiplicador      | Var. %<br>em<br>12 meses | Multiplicador | Var. %<br>em<br>12 meses |
| M1 / Base restrita <sup>3/</sup>        | 1,413         | -2,0                     | 1,276                          | -15,3                    | 1,297              | -3,5                     | 1,266         | -3,4                     |
| Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup> | 0,439         | 89,2                     | 0,544                          | 40,2                     | 0,573              | 11,0                     | 0,586         | 11,4                     |
| Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>          | 0,385         | -23,8                    | 0,397                          | 8,8                      | 0,359              | -1,4                     | 0,378         | -11,7                    |
| M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>        | 1,401         | -19,9                    | 1,250                          | -28,2                    | 1,237              | -7,8                     | 1,267         | 1,3                      |

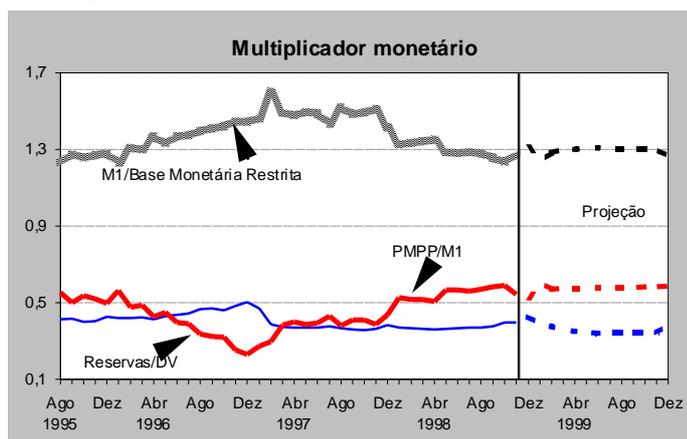
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

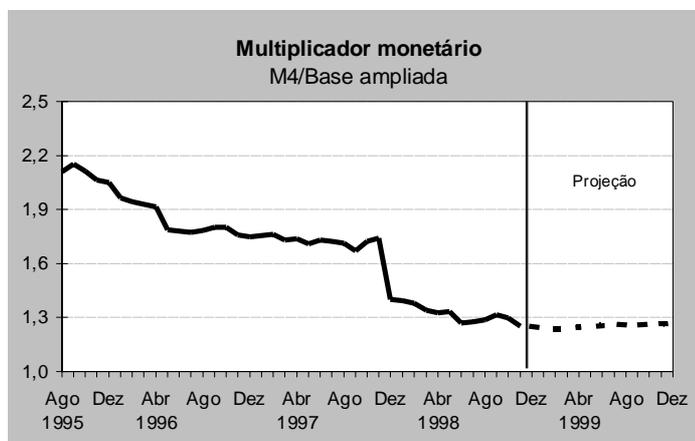
3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

41. Como resultado da adaptação dos agentes econômicos ao ambiente de estabilidade de preços, não se espera grande volatilidade nos valores futuros do multiplicador da base monetária restrita.



42. O multiplicador da base ampliada deverá apresentar relativa estabilidade em seus níveis nos próximos meses, dado que as operações associadas à reestruturação das dívidas estaduais, que vêm provocando impacto maior na base ampliada do que no M4, estão sendo concluídas.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 1998 <sup>1/</sup>**

| Discriminação               | Previsto      |   | Ocorrido    |                                 |
|-----------------------------|---------------|---|-------------|---------------------------------|
|                             | R\$ bilhões   | Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões | Variação percentual em 12 meses |
| M1 <sup>3/</sup>            | 39,4 - 46,3   | 10,4  | 43,4        | 12,0                            |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 31,0 - 36,4   | 28,9  | 34,6        | 32,3                            |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 346,6 - 406,9 | 68,2  | 322,2       | 43,9                            |
| M4 <sup>4/</sup>            | 415,8 - 488,1 | 20,9  | 423,5       | 13,3                            |

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 1998 e ocorridos no período outubro-novembro <sup>1/</sup>**

| Discriminação               | Previsto      |   | Ocorrido    |                                 |
|-----------------------------|---------------|---|-------------|---------------------------------|
|                             | R\$ bilhões   | Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões | Variação percentual em 12 meses |
| M1 <sup>3/</sup>            | 45,0 - 52,8   | 7,2   | 42,7        | 8,8                             |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 34,6 - 40,7   | 16,6  | 33,4        | 28,5                            |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 347,7 - 408,2 | 35,0  | 352,9       | 60,5                            |
| M4 <sup>4/</sup>            | 435,1 - 510,7 | 20,4  | 443,2       | 15,8                            |

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

### Quadro 3. Programação monetária para 1999 <sup>1/</sup>

R\$ bilhões

| Discriminação               | Primeiro Trimestre |                                  | Ano           |                                  |
|-----------------------------|--------------------|----------------------------------|---------------|----------------------------------|
|                             | R\$ bilhões        | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> | R\$ bilhões   | Var. % em 12 meses <sup>2/</sup> |
| M1 <sup>3/</sup>            | 46,0 - 54,0        | 20,5                             | 52,1 - 61,2   | 14,8                             |
| Base restrita <sup>3/</sup> | 35,4 - 41,6        | 24,8                             | 41,2 - 48,4   | 18,9                             |
| Base ampliada <sup>4/</sup> | 353,0 - 414,4      | 23,5                             | 387,4 - 454,7 | 17,1                             |
| M4 <sup>4/</sup>            | 436,7 - 512,6      | 13,8                             | 490,6 - 576,0 | 18,5                             |

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

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

| Discriminação               | 1997        |                    | 1998                      |                    | 1999 <sup>2/</sup>        |                    |                           |                    |
|-----------------------------|-------------|--------------------|---------------------------|--------------------|---------------------------|--------------------|---------------------------|--------------------|
|                             | Ano         |                    | Bimestre outubro-novembro |                    | Primeiro trimestre        |                    | Ano                       |                    |
|                             | R\$ bilhões | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões               | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões <sup>3/</sup> | Var. % em 12 meses | R\$ bilhões <sup>3/</sup> | Var. % em 12 meses |
| M1 <sup>4/</sup>            | 45,6        | 57,3               | 42,7                      | 8,8                | 50,0                      | 20,5               | 56,7                      | 14,8               |
| Base restrita <sup>4/</sup> | 32,3        | 60,6               | 33,4                      | 28,5               | 38,5                      | 24,8               | 44,8                      | 18,9               |
| Base ampliada <sup>5/</sup> | 280,1       | 52,2               | 352,9                     | 60,5               | 383,7                     | 23,5               | 421,0                     | 17,1               |
| M4 <sup>5/</sup>            | 392,4       | 21,8               | 443,2                     | 15,8               | 474,6                     | 13,8               | 533,3                     | 18,5               |

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldo em fim de período.

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

| Discriminação                           | 1997          |                    | 1998                        |                    | 1999 <sup>2/</sup> |                    |               |                    |
|---|---------------|--------------------|-----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------|--------------------|
|   | Ano           |                    | Bimestre outubro - novembro |                    | Primeiro trimestre |                    | Ano           |                    |
|   | Multiplicador | Var. % em 12 meses | Multiplicador               | Var. % em 12 meses | Multiplicador      | Var. % em 12 meses | Multiplicador | Var. % em 12 meses |
| M1 / Base restrita <sup>3/</sup>        | 1,413         | -2,0               | 1,276                       | -15,3              | 1,297              | -3,5               | 1,266         | -3,4               |
| Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup> | 0,439         | 89,2               | 0,544                       | 40,2               | 0,573              | 11,0               | 0,586         | 11,4               |
| Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>          | 0,385         | -23,8              | 0,397                       | 8,8                | 0,359              | -1,4               | 0,378         | -11,7              |
| M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>        | 1,401         | -19,9              | 1,250                       | -28,2              | 1,237              | -7,8               | 1,267         | 1,3                |

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.