

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

1999

Junho – 1999

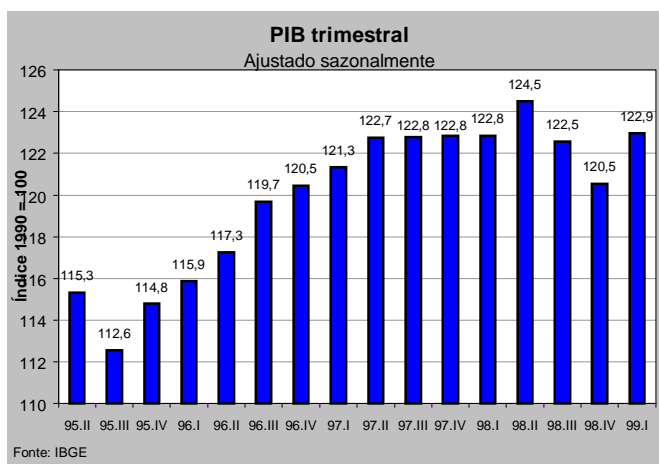


BANCO CENTRAL DO BRASIL

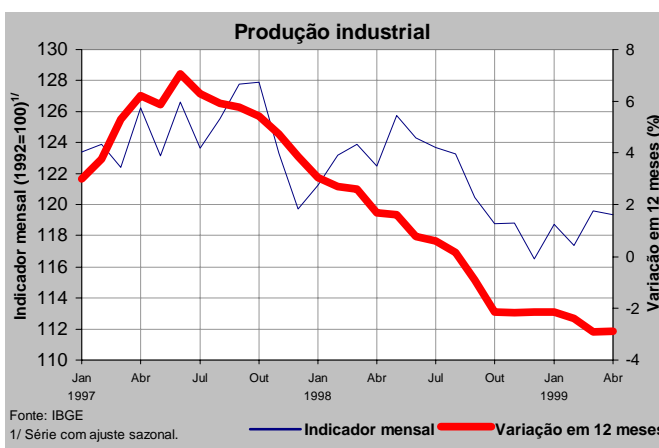
Programação Monetária para o terceiro trimestre e ano de 1999

A. A economia no segundo trimestre de 1999

1. O Produto Interno Bruto (PIB) apresentou crescimento de 1,02% no primeiro trimestre de 1999, relativamente ao trimestre anterior, de acordo com a série ajustada sazonalmente, divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), interrompendo trajetória de queda iniciada no terceiro trimestre do ano anterior. Esse resultado está associado às variações positivas de 17,76%, 0,92% e 0,11% dos setores agropecuária, serviços e indústria, respectivamente. Adotando-se como referência o primeiro trimestre de 1998, o PIB decresceu 0,99%, desempenho que, mesmo negativo, situou-se acima das expectativas desenhadas ao início do ano, quando o cenário determinado pela desvalorização da taxa de câmbio e pela elevação das taxas de juros sugeria retração acentuada no nível de atividade interna.

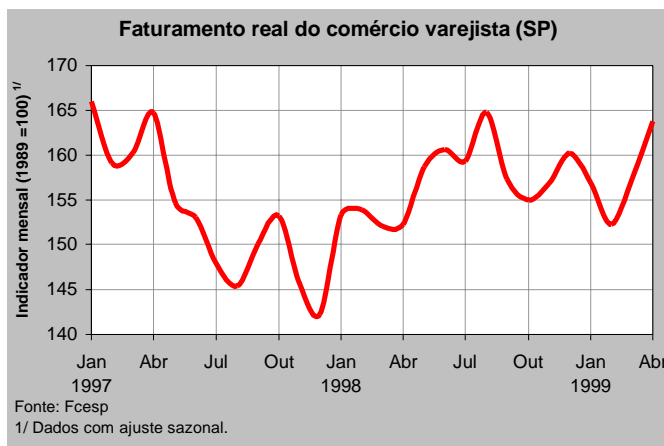


2. A produção industrial apresentou redução de 0,24% no mês de abril, comparativamente ao mês anterior, segundo estatísticas do IBGE dessazonalizadas pelo Banco Central. Esse resultado traduz o desempenho negativo dos segmentos bens de capital e bens de consumo duráveis, cujos decréscimos de 3,64% e 3,15%, respectivamente, observados no mês, foram parcialmente neutralizados pela evolução favorável dos segmentos de bens intermediários e de bens de consumo não-duráveis e semiduráveis. Considerando-se o primeiro quadrimestre do ano, a redução da produção industrial alcançou 3,29%, ocorrendo decréscimo em todas as categorias de uso, e, em particular, em bens de capital e bens de consumo duráveis, 12,4% e 16,66%, respectivamente.



3. O faturamento real do comércio varejista da Região

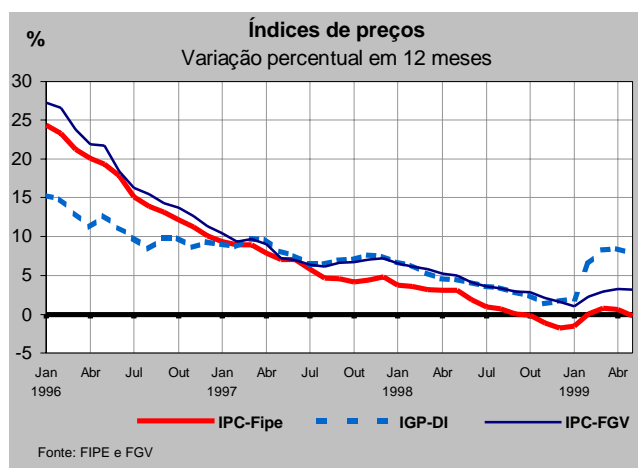
Metropolitana de São Paulo, de acordo com estatísticas da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fcesp), dessazonalizadas pelo Banco Central, elevou-se 4,07% no mês da abril, relativamente ao mês anterior. Esse resultado reflete os crescimentos observados em bens de consumo (4,38%) e em materiais de construção (2,33%), na medida em que o comércio



automotivo apresentou redução de 0,89%, revelando o desempenho negativo de 7,16% das vendas nas concessionárias de veículos. No que se refere à evolução do faturamento do comércio, comparativamente a idênticos períodos do ano anterior, as taxas reais atingiram 5,78% em termos dos últimos 12 meses e 3,2% no acumulado do primeiro quadrimestre. O faturamento real do setor atacadista, de acordo com a Associação Brasileira de Atacadistas e Distribuidores de Produtos Industrializados (ABAD), cresceu 1,17% em abril, relativamente ao mês anterior. Considerando-se os últimos doze meses, a taxa de crescimento atingiu 9,09%. As vendas nos supermercados, segundo a Associação Brasileira de Supermercados (ABRAS) reduziram-se, em termos reais, 6,57% em abril, comparativamente a março.

4. A trajetória dos principais índices de preços, no decorrer do

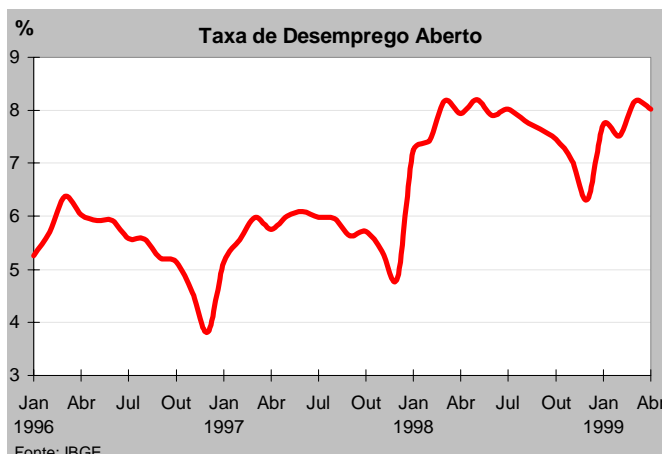
segundo trimestre do ano, indica que as oscilações nas taxas de inflação decorrentes da transição da política cambial foram captadas, em sua maior proporção, pelos diversos índices, nos meses de fevereiro e março. Nesse sentido, os índice gerais de preços, que absorveram de forma mais intensa os efeitos da desvalorização cambial observada ao início do ano, apresentaram tendência de queda



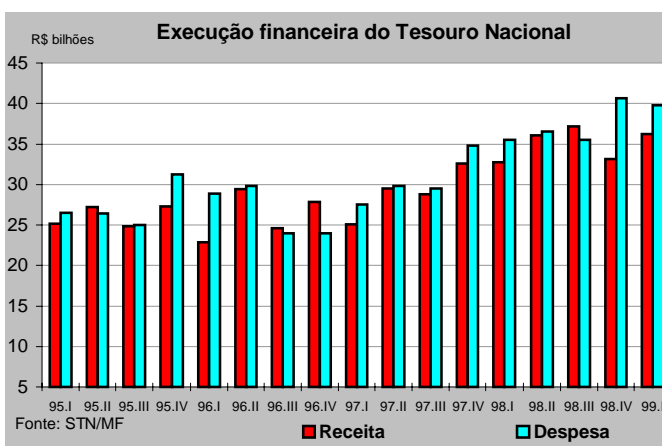
no bimestre compreendido por abril e maio, mês em que apresentaram, inclusive, taxa de variação negativa. No que se refere à variação acumulada em doze meses, observe-se, ainda em relação aos índices gerais, que entre dezembro de 1998 e maio do corrente ano, a elevação média atingiu cerca de oito pontos 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, no

trimestre, sinaliza tendência semelhante à dos índices gerais, destacando-se que, na medida em que o grau de exposição de tais índices à variação na taxa de câmbio foi sensivelmente menor, o patamar relativo à variação em doze meses já se aproxima do prevalescente ao final de 1998.

5. A taxa de desemprego aberto, mensurada pelo IBGE, atingiu 8,02% no mês de abril, situando-se 1,7% abaixo da observada no mês anterior. No decorrer do primeiro quadrimestre do ano, a taxa manteve-se em nível 2% superior ao ocorrido em igual período de 1998, desempenho compatível com a trajetória da atividade econômica. Nesse período, a população economicamente ativa (PEA) diminuiu 0,24%, reflexo da redução de 2% da população ocupada e expansão de 1,4% da desocupada. A composição da PEA sugere a continuidade do processo de informalização do mercado de trabalho, com redução de 3,9% no número de empregados com carteira assinada.

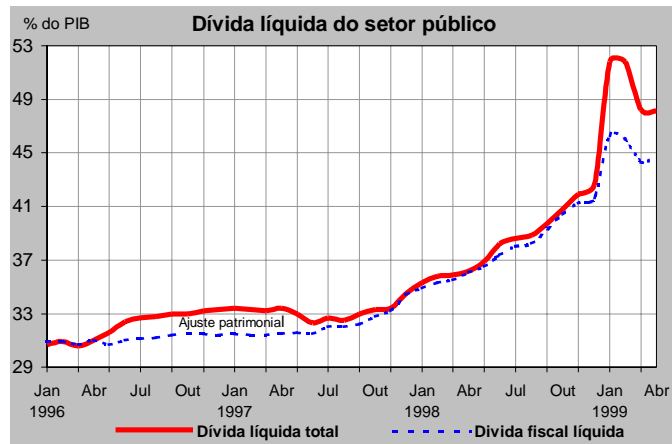


6. A receita total do Governo Central atingiu R\$ 16,2 bilhões em abril, o que representa crescimento de 3,1% em relação a igual mês do ano anterior. As receitas do Tesouro Nacional e as da Previdência Social apresentaram variações positivas de 1,6% e 8,5%, nessa ordem. As despesas totais decresceram 2,2%, atingindo R\$ 13,8 bilhões, resultado, principalmente, de queda expressiva nas despesas de custeio e de capital (31,7%).

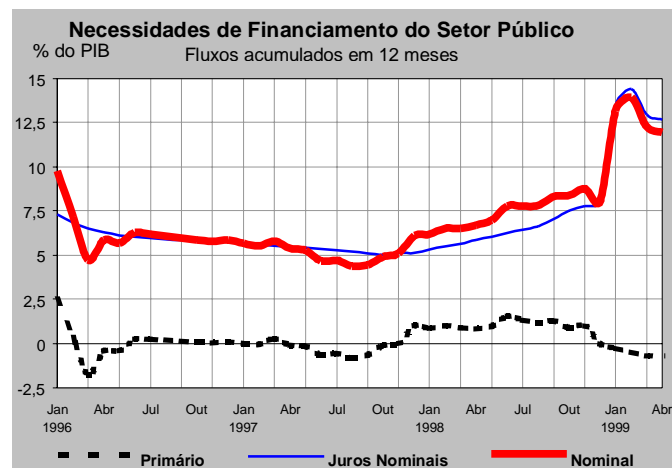


Assim, o resultado da execução financeira do Tesouro Nacional foi positivo em R\$ 2,4 bilhões, superior em 52,4% ao ocorrido em abril de 1998. Nos primeiros quatro meses de 1999, a receita total do Governo Central acumulou R\$ 67,5 bilhões, enquanto as despesas somaram R\$ 57,7 bilhões, gerando saldo de R\$ 9,6 bilhões, resultado 159,2% superior ao registrado em igual período do ano anterior.

7. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) somou R\$ 467,9 bilhões em abril, correspondendo a 48,1% do PIB, com a dívida interna líquida atingindo R\$ 366,9 bilhões e a dívida externa líquida, R\$ 101 bilhões.

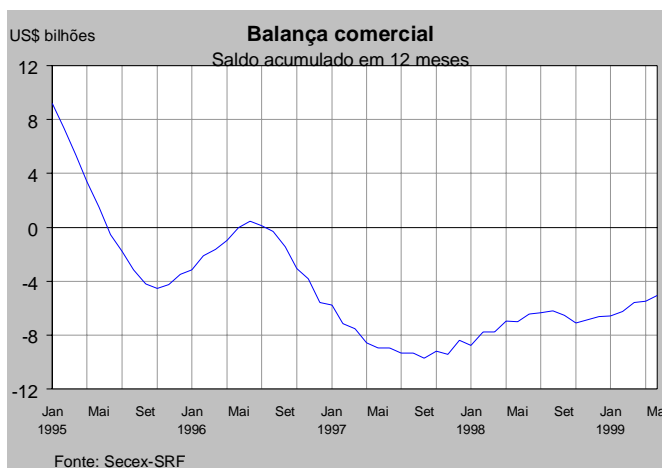


8. As Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), em seu conceito primário, registraram superávit de 3,45% do PIB no primeiro quadrimestre do ano, resultado superior ao verificado em igual período de 1998, quando alcançara 1,43% do PIB, e ao estabelecido como critério de desempenho no acordo de assistência financeira internacional liderado pelo Fundo Monetário Internacional. Em seu



conceito nominal, as NFSP atingiram 17,97% do PIB nos primeiros quatro meses do ano, comparativamente a 6,19% do PIB no mesmo período de 1998. Essa trajetória decorreu da evolução das despesas com juros nominais, que atingiram 21,43% do PIB, quando em 1998 somaram 7,62% do PIB, evidenciando o impacto da flutuação cambial ocorrida no início do ano. Excluindo-se os efeitos dessa flutuação, as NFSP nominais elevaram-se de 5,83% do PIB para 6,89% do PIB, enquanto os juros aumentaram de 7,26% do PIB para 10,34% do PIB, na comparação entre os mesmos períodos de 1998 e 1999.

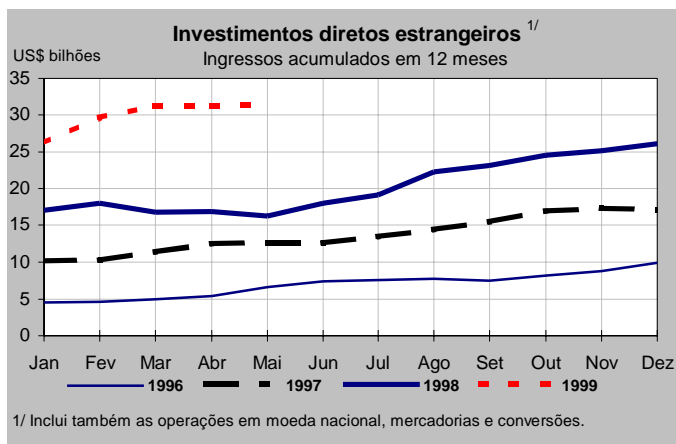
9. A balança comercial nos meses de abril e maio registrou saldo positivo acumulado de US\$ 342 milhões, ante déficit de US\$ 351 milhões, em igual período do ano anterior. Esse resultado decorreu de US\$ 8,1 bilhões em exportações e de US\$ 7,7 bilhões em importações, respectivamente 11,9% e 18,7% inferiores às verificadas em idêntico período de 1998. O comportamento mais favorável das importações reflete sua maior



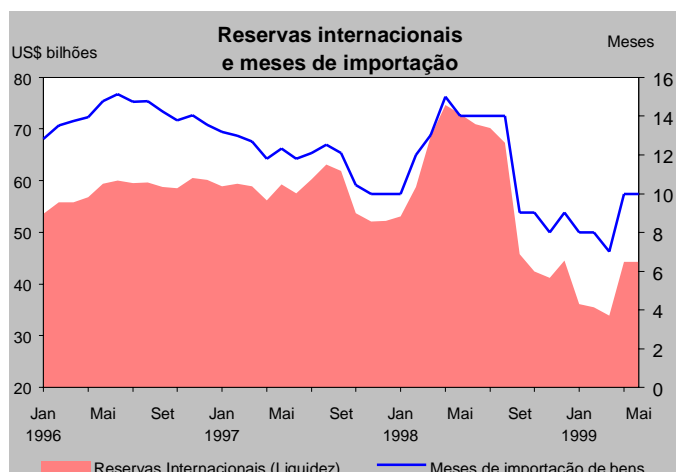
sensibilidade às alterações de preços, associadas à desvalorização cambial, e ao ritmo de atividade da economia, enquanto as exportações foram negativamente afetadas pela redução no preço internacional das *commodities*, paralelamente à contração da demanda global. No período de janeiro a maio, o déficit da balança comercial atingiu US\$ 479 milhões, apresentando redução de 76,4% comparativamente ao período correspondente do ano anterior, em cenário de queda de 14% das exportações e de 19,5% das importações.

10. O resultado do balanço de pagamentos em transações correntes foi negativo em US\$ 4,2 bilhões no bimestre abril-maio, acumulando déficit de US\$ 9,4 bilhões no período entre janeiro e maio, o que representa saldos 19,5% e 14,1% inferiores aos verificados em iguais períodos de 1998, respectivamente. A redução nos déficits reflete, em maior escala, o desempenho da balança comercial, não obstante a contribuição positiva associada, por exemplo, aos menores dispêndios referentes a viagens internacionais. O déficit da conta serviços no bimestre abril-maio alcançou US\$ 4,8 bilhões, 5,3% inferior ao registrado no mesmo período de 1998. No acumulado dos cinco primeiros meses do ano, o déficit situou-se em US\$ 9,8 bilhões, patamar próximo ao observado em idêntico período do ano anterior. Excluindo-se as despesas líquidas com juros, o saldo de serviços revela redução de 32%, comparativamente ao ocorrido em 1998.

11. O ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos em abril e maio totalizou US\$ 3 bilhões, acumulando US\$ 10,7 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, valor que supera em 14,3% o déficit em transações correntes no período. O influxo desses recursos em 1999 superou em 93,9% o ingressado em igual período de 1998, indicando que a mudança do regime cambial, na medida em que evidencia o compromisso do governo no que se refere ao efetivo ajuste fiscal, afetou positivamente a percepção dos investidores estrangeiros quanto às perspectivas da economia brasileira a longo prazo.



12. As reservas internacionais em maio, no conceito caixa, alcançaram US\$ 43,4 bilhões, e no conceito liquidez internacional, US\$ 44,3 bilhões, correspondendo, em ambos os casos, a 10 meses de importações de bens. Esse volume de reservas significa o retorno ao patamar vigente em dezembro de 1998.



B. Política monetária no primeiro trimestre de 1999

13. A base monetária restrita totalizou R\$ 37,6 bilhões em março, de acordo com o conceito de média dos saldos diários, inserindo-se no intervalo previsto pela Programação Monetária referente ao primeiro trimestre. No mês, a base monetária contraiu 4%, acumulando crescimento de 21,9% em 12 meses. O papel-moeda emitido apresentou redução de 5% em março e elevação de 23,1% em doze meses, atingindo R\$ 21,2 bilhões, enquanto as reservas bancárias, na mesma base de comparação, decresceram 2,6% e expandiram-se 20,5%.

14. A base monetária ampliada, que engloba a base restrita, os depósitos compulsórios em espécie e os títulos públicos federais fora do Banco Central, atingiu R\$ 388 bilhões em março, situando-se no intervalo definido pela Programação Monetária para o primeiro trimestre de 1999. No mês, o agregado apresentou redução de 3,41% e, em doze meses, expandiu 24,9%.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 1999 ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	46,0 – 54,0	20,5	46,6	12,3
Base restrita ^{3/}	35,4 – 41,6	24,8	37,6	21,9
Base ampliada ^{4/}	353,0 – 414,4	23,5	388,0	24,9
M4 ^{4/}	436,7 – 512,6	13,8	477,4	14,5

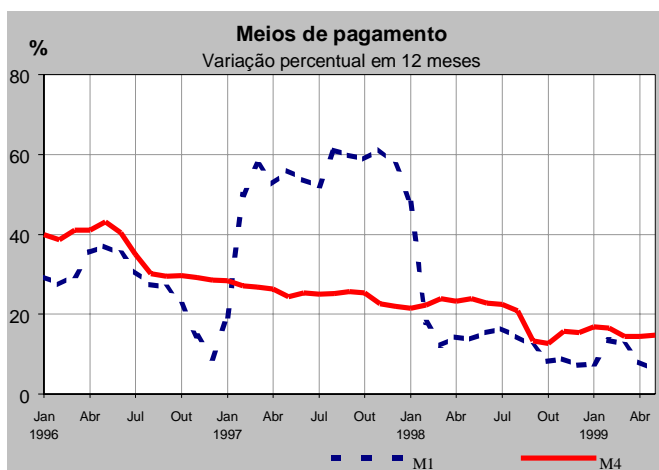
^{1/} Refere-se ao último mês do período.

^{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.

15. Os meios de pagamento (M1) totalizaram R\$ 46,6 bilhões em março, conceito de média dos saldos diários, estando o agregado contido no intervalo previsto pela Programação Monetária, com contração de 3,7% no mês e crescimento de 12,3% em doze meses. No mesmo período, o papel-moeda em poder do público e os depósitos à vista alcançaram, respectivamente, R\$ 18,5 bilhões e R\$ 28 bilhões, com reduções de 4,9% e de 3% no mês e elevações de 22,9% e de 6,3% em doze meses.



16. O agregado monetário mais amplo (M4) atingiu R\$ 477,4 bilhões em março, mantendo-se no intervalo previsto pela Programação Monetária para o trimestre. No mês, a variação do agregado situou-se em 1,2% e, em doze meses, em 14,5%.

17. Em 4 de março, com vistas a conceder maior flexibilidade na condução da política monetária face ao novo regime cambial, o Banco Central decidiu manter o Comitê Política Monetária (Copom) e reformular os mecanismos de gestão operacional dessa política. Para tanto, por meio do Comunicado nº 2.868, foram definidos como instrumentos a meta para a taxa Selic e o seu eventual viés. O mecanismo do viés consiste na permissão de elevação/redução da meta para a taxa de juros primária, pelo presidente do Banco Central, no período entre as reuniões do Copom, no sentido definido pelo Comitê.

18. Na mesma data, o Copom, por meio do Comunicado nº 6.629, fixou a meta para a taxa Selic em 45% a.a., com viés de redução. Em paralelo, o Comitê manteve, unicamente para os contratos em vigor naquela data, a TBC (em valor equivalente à Taxa Selic) e a Tban (no valor da taxa Selic, acrescida de 2% a.a.). Em 23 de março, por meio da aplicação do viés descendente, a meta para a taxa Selic foi reduzida para 42% a.a.

C. Política monetária no bimestre abril-maio de 1999

19. A base monetária restrita alcançou R\$ 35,5 bilhões em maio, conceito de média dos saldos diários, apresentando variação negativa de 2,6% no mês e crescimento de 9,7% durante os últimos 12 meses. O papel-moeda emitido e as reservas bancárias alcançaram, respectivamente, R\$ 20,1 bilhões e R\$ 15,5 bilhões, apresentando variações de -0,6% e de -4,2%. Nos últimos 12 meses, as variações alcançaram 15,5% e 3%, nessa ordem.

20. A base monetária ampliada totalizou R\$ 397,7 bilhões em maio. No mês, a variação do agregado atingiu 3,1% e, ao longo dos últimos 12 meses, 24,6%.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 1999 e ocorridos no período abril-maio ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	44,4 – 52,1	13,7	44,2	6,3
Base restrita ^{3/}	34,6 – 40,7	13,7	35,5	9,8
Base ampliada ^{4/}	368,9 – 433,0	17,9	397,7	24,6
M4 ^{4/}	439,0 – 515,4	10,7	487,8	14,7

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

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

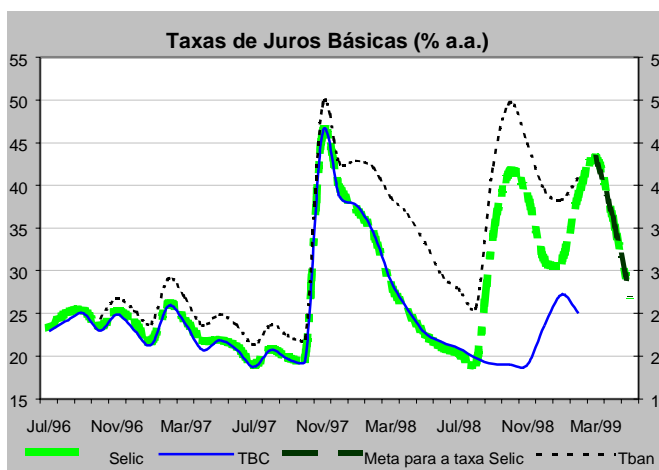
^{3/} Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.

^{4/} Saldos em fim de período.

21. Em maio, os meios de pagamento (M1) totalizaram R\$ 44,2 bilhões, conceito de média dos saldos diários, com variação de -1,7% no mês e de 6,3% nos últimos 12 meses. O papel-moeda em poder do público e os depósitos à vista alcançaram, respectivamente, R\$ 17,4 bilhões e R\$ 26,8 bilhões. O saldo do papel-moeda em poder do público decresceu 1,2% durante o mês e os depósitos à vista, 2%. Nos últimos 12 meses, as variações dos agregados atingiram 14,9% e 1,4%, respectivamente.

22. O saldo do agregado monetário mais amplo, M4, totalizou R\$ 485,7 bilhões ao final de maio, acusando variação de 1,3% no mês e de 14,2% nos últimos 12 meses.

23. A partir da segunda quinzena do mês de março, em contexto de evolução favorável do cenário macroeconômico interno, a meta para a taxa Selic assumiu trajetória descendente, reduzindo-se de 42% a.a. para 23,5% a.a., em maio. O movimento de redução da meta para a taxa básica resultou das decisões do Comitê de Política Monetária, estabelecidas nas reuniões de 14 de abril e 19 de maio, bem como da aplicação do viés descendente, mantido pelo Copom no período.



Evolução da Meta para a taxa Selic

Data da Reunião do Copom	Aplicação do Viés	Meta para taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
4.03.99	-	45,00
-	24.03.99	42,00
-	05.04.99	39,50
15.04.99	-	34,00
-	28.04.99	32,00
-	7.05.99	29,50
-	13.05.99	27,50
19.05.99	-	23,50

1/ Refere-se ao primeiro dia útil seguinte.

D. Perspectivas para o terceiro trimestre e para o ano de 1999

24. O desempenho da economia brasileira, nos meses que se seguiram à adoção do novo regime cambial, tem revelado a consolidação do processo de estabilização iniciado a partir do Plano Real. Nesse sentido, observe-se a acomodação das taxas de inflação ao patamar vigente em 1998, o comportamento favorável do nível de atividade interna e, mais importante, o empenho de toda a sociedade em preservar os ganhos decorrentes da estabilidade econômica.

25. Relativamente ao nível de atividade, as perspectivas inerentes ao quadro de relativa instabilidade que se seguiu à alteração do regime cambial foram dissipadas pela evolução positiva do produto no primeiro trimestre do ano. O crescimento de 1,02% do PIB, em relação ao trimestre anterior, derivado, parcialmente, do desempenho favorável do setor agrícola, sinaliza que a trajetória do produto em 1999 deverá situar-se em patamar significativamente mais favorável que aquele esperado imediatamente após a desvalorização cambial, com crescimento moderado dos setores de bens de consumo não-duráveis e reação do setor de bens duráveis ao movimento descendente das taxas de juros.

26. A descontinuidade na trajetória descendente dos preços, iniciada em janeiro, estendeu-se, de forma mais acentuada, apenas aos demais meses do primeiro trimestre do ano, revelando a ruptura dos mecanismos de indexação e o firme propósito da sociedade brasileira em assegurar os ganhos associados à estabilização econômica. As pressões sobre a taxa de inflação decorrentes da elevação de custos, associada aos insumos importados, e do aumento dos preços dos bens comercializáveis, com maior impacto nos índices de preços ao atacado, tornaram-se mais brandas a partir do mês de abril, passando a ocorrer, em maio, variação negativa na maior parte dos indicadores da evolução dos preços. Assim, dado o reduzido impacto dos efeitos da desvalorização cambial de janeiro, em um quadro de redução das margens de lucros e de movimento substitutivo de produtos importados, estima-se que em 1999 a variação dos principais índices de preços ao consumidor situe-se em nível próximo ao do ano anterior, enquanto a dos índices de preços ao atacado ultrapasse de forma residual o patamar de um dígito.

27. A adoção do novo regime cambial alterou o eixo de sustentação das taxas de inflação, na medida em que as novas regras operacionais a nortear a condução da política monetária isentaram esse instrumento de política econômica do alto grau de passividade implícito no regime cambial anterior, no qual as taxas de juros referendavam a sustentação da taxa de câmbio. Assim, nos cinco primeiros meses de 1999, as taxas de juros reais situaram-se em patamar inferior ao ocorrido no ano anterior, e, dependendo do índice de preços utilizado como deflator, no mais baixo nível desde a implementação do Plano Real. É provável que essa tendência de redução consistente das taxas de juros acentue-se no decorrer do ano,

refletindo o impacto favorável dos ganhos relacionados à área fiscal, e a decorrente ampliação do nível de confiança da comunidade financeira internacional na economia brasileira.

Taxas de juros reais - Selic efetiva (% a.a.)

Período \ Deflator	IGP-DI	IGP-M	IPA-DI	IPC-BR	INPC	IPC-Fipe
1995	33,38	32,84	43,91	21,58	25,50	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 ^{1/}	12,29	11,46	3,85	24,54	22,01	25,77

1/ Média de janeiro a maio de 1999

28. Nesse sentido, os resultados fiscais do primeiro quadrimestre do ano refletiram, efetivamente, a austeridade do governo na gestão das contas públicas. Para a evolução adequada do ajustamento fiscal corroboram a tendência descendente das taxas de juros, a trajetória do nível de atividade econômica e o processo de reversão da sobrevalorização da taxa de câmbio, iniciado em março. Esses fatores, paralelamente ao esforço fiscal, realizado principalmente pelo Governo Central, permitem antever o cumprimento, no transcorrer do ano, das metas fiscais inerentes ao programa de assistência financeira acordado entre o governo brasileiro e o FMI, seja no que se refere aos resultados primários ou à trajetória da dívida pública.

29. A balança comercial tem apresentado evolução favorável no ano de 1999, haja vista a expressiva redução, de aproximadamente US\$ 1,5 bilhão, no déficit comercial dos cinco primeiros meses do ano, relativamente ao mesmo período em 1998. O desempenho das exportações foi afetado pela contração da demanda mundial e pela redução dos preços internacionais das *commodities*, não demonstrando o vigor que a nova relação de preços poderia sugerir. Não obstante, a tendência é no sentido de que, até o final do ano, as exportações apresentem maior dinamismo, favorecidas pela recuperação das linhas de crédito ao setor, em um quadro de maior redirecionamento da produção interna aos mercados externos. O efeito-preço da desvalorização cambial sobre as importações, por outro lado, constitui-se em fenômeno imediato, como pode ser atestado pela redução de 19% nas compras externas entre janeiro e maio de 1999, comparativamente ao ocorrido no ano anterior. Nesse cenário, espera-se que a reversão do saldo comercial, projetada em cerca de US\$ 10 bilhões, se concretize ao final do ano.

30. A redução do déficit em transações correntes observada nos primeiros cinco meses de 1999, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, deverá acentuar-se no segundo semestre, refletindo o melhor desempenho da balança comercial e a contração das despesas de serviços associadas a viagens internacionais e transportes.

O financiamento desse déficit deverá assumir condições mais favoráveis em função, principalmente, da continuidade de ingressos significativos de investimentos estrangeiros diretos, que entre janeiro e maio de 1999 superaram em 93% os observados em igual período do ano anterior, assim como do retorno das linhas de crédito de longo prazo para o Brasil. Tal retorno será favorecido pela estabilidade recente do cenário externo, assim como pela evolução favorável do quadro interno.

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

31. A programação para os agregados monetários no terceiro trimestre de 1999 levou em consideração o cenário provável de comportamento para a inflação, PIB, taxas de juros, além dos impactos monetários decorrentes das operações do Tesouro Nacional.

Quadro 3. Programação monetária para 1999 ^{1/}

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	42,9 - 50,3	7,2	50,5 - 59,2	12,0
Base restrita ^{3/}	34,5 - 40,5	8,3	41,1 - 48,2	13,7
Base ampliada ^{4/}	381,3 - 447,6	28,6	399,4 - 468,9	23,2
M4 ^{4/}	472,9 - 555,1	21,4	494,8 - 580,8	18,7

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

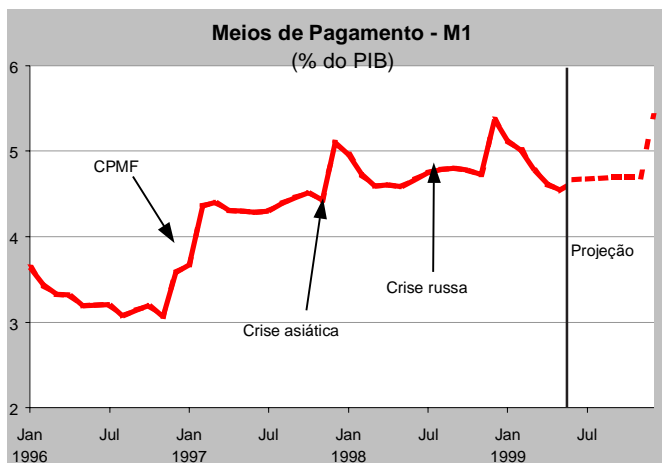
^{2/} Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

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

^{4/} Saldos em fim de período.

32. As projeções dos meios de pagamento (papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista) são consistentes com cenário para as taxas internas de juros e para o crescimento da renda nos próximos meses. A variação em 12 meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 7,2%, em setembro, e em 12%, em dezembro de 1999.

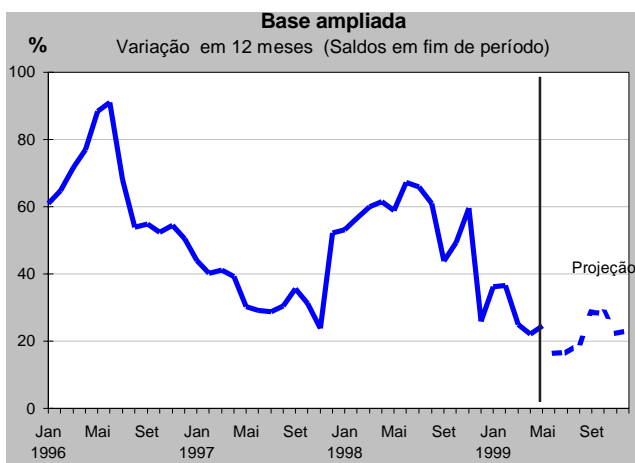
33. A tendência ascendente verificada na relação entre M1 e PIB, desde o início do Plano Real, pode ser atribuída à monetização dos ativos financeiros resultante do programa de estabilização e, a partir de 1997, ao novo patamar dos meios de pagamento e à retomada do processo de monetização decorrentes da tributação sobre movimentações financeiras. Vale destacar que entre os componentes dos meios de pagamento, o papel-moeda ajusta-se mais lentamente a mudanças no ambiente econômico, sendo responsável pelo gradualismo dos processos de monetização ocorridos.



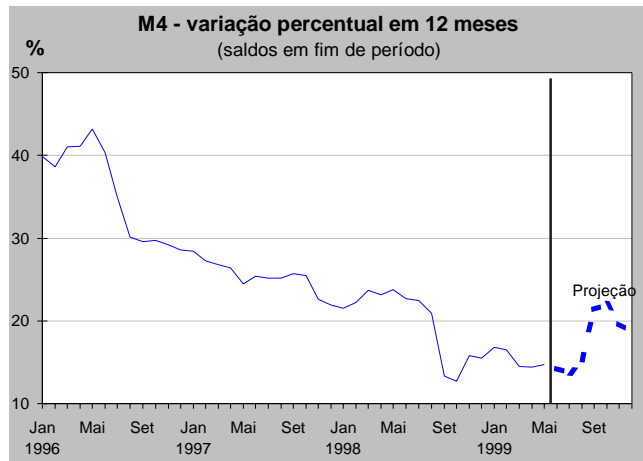
34. A partir do comportamento previsto para a demanda por moeda, bem como da evolução esperada para os depósitos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se crescimento em 12 meses para o saldo médio da base monetária de 8,2% em setembro, e de 13,7% em dezembro de 1999.



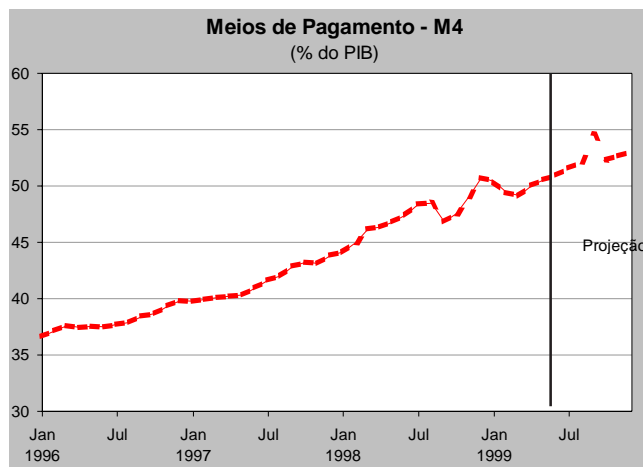
35. A projeção da base ampliada, que pressupõe a neutralização dos fatores condicionantes da base monetária restrita, considerou que o principal fator expansionista nos próximos meses, os rendimentos da dívida mobiliária federal a serem apropriados, será parcialmente compensado pelos resultados primários do Tesouro Nacional. Assim, projeta-se para esse agregado monetário variação em 12 meses de 28,6%, em setembro, e de 23,2% em dezembro de 1999.



36. Da mesma forma, e consistente com o padrão de comportamento dos demais agregados, estimou-se crescimento em 12 meses do M4, em setembro, de 21,4%, e em dezembro de 1999 de 18,7%.



37. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar crescimento ao longo do restante do ano, principalmente em função do comportamento esperado para o PIB e da apropriação de encargos no período.



38. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no ano de 1998 e no bimestre abril/maio de 1999, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre de 1999.

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

Discriminação	1998		1999					
	Ano		Abril-Maio		Terceiro trimestre ^{2/}		Ano ^{2/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	49,0	7,4	44,2	6,3	46,6	7,2	54,8	12,0
Base restrita ^{4/}	39,3	21,7	35,5	9,8	37,5	8,3	44,7	13,7
Base ampliada ^{5/}	352,3	25,8	397,7	24,6	414,4	28,6	434,2	23,2
M4 ^{5/}	453,2	15,5	487,8	14,7	514,0	21,4	537,8	18,7

^{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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário ^{1/}

Discriminação	1998		1999					
	Ano		Abril-Maio		Terceiro trimestre ^{2/}		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,247	-11,7	1,246	-3,1	1,243	-1,0	1,228	-1,5
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,552	25,7	0,576	1,8	0,580	-0,5	0,581	5,3
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,418	8,6	0,394	7,9	0,393	4,0	0,410	-1,9
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,286	-8,2	1,227	-7,9	1,240	-5,6	1,239	-3,7

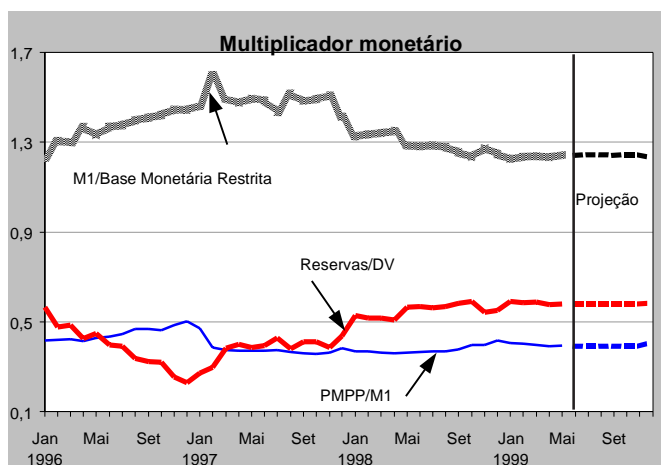
^{1/} Refere-se ao último mês do período.

^{2/} Projeção.

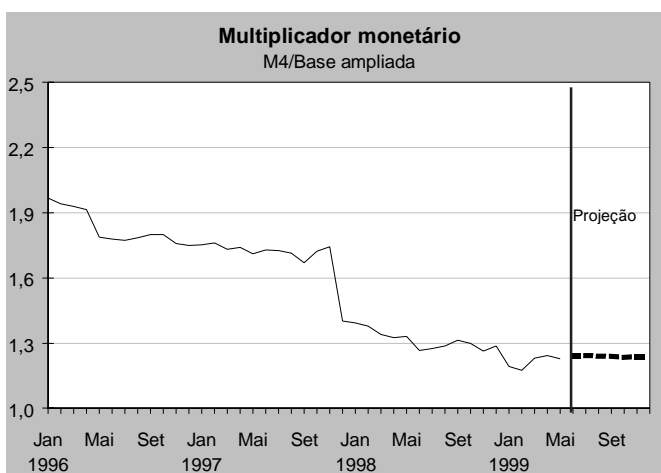
^{3/} Média dos saldos nos dias úteis do mês.

^{4/} Saldo em fim de período.

40. Considerando-se a maturidade do processo de estabilização, não se estima volatilidade significativa nos valores futuros do multiplicador da base monetária restrita.



41. 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 praticamente concluídas e que não se espera para este ano aquecimento do mercado de títulos privados.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 1999 ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	46,0 – 54,0	20,5	46,6	12,3
Base restrita ^{3/}	35,4 – 41,6	24,8	37,6	21,9
Base ampliada ^{4/}	353,0 – 414,4	23,5	388,0	24,9
M4 ^{4/}	436,7 – 512,6	13,8	477,4	14,5

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 segundo trimestre de 1999 e ocorridos no período abril-maio ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	44,4 – 52,1	13,7	44,2	6,3
Base restrita ^{3/}	34,6 – 40,7	13,7	35,5	9,8
Base ampliada ^{4/}	368,9 – 433,0	17,9	397,7	24,6
M4 ^{4/}	439,0 – 515,4	10,7	487,8	14,7

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 ^{1/}

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	42,9 - 50,3	7,2	50,5 - 59,2	12,0
Base restrita ^{3/}	34,5 - 40,5	8,3	41,1 - 48,2	13,7
Base ampliada ^{4/}	381,3 - 447,6	28,6	399,4 - 468,9	23,2
M4 ^{4/}	472,9 - 555,1	21,4	494,8 - 580,8	18,7

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	1998		1999					
	Ano		Abril-Maio		Terceiro trimestre ^{2/}		Ano ^{2/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	49,0	7,4	44,2	6,3	46,6	7,2	54,8	12,0
Base restrita ^{4/}	39,3	21,7	35,5	9,8	37,5	8,3	44,7	13,7
Base ampliada ^{5/}	352,3	25,8	397,7	24,6	414,4	28,6	434,2	23,2
M4 ^{5/}	453,2	15,5	487,8	14,7	514,0	21,4	537,8	18,7

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

Quadro 5. Multiplicador monetário ^{1/}

Discriminação	1998		1999					
	Ano		Abril-Maio		Terceiro trimestre ^{2/}		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,247	-11,7	1,246	-3,1	1,243	-1,0	1,228	-1,5
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,552	25,7	0,576	1,8	0,580	-0,5	0,581	5,3
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,418	8,6	0,394	7,9	0,393	4,0	0,410	-1,9
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,286	-8,2	1,227	-7,9	1,240	-5,6	1,239	-3,7

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.