

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

1997

Março – 1997

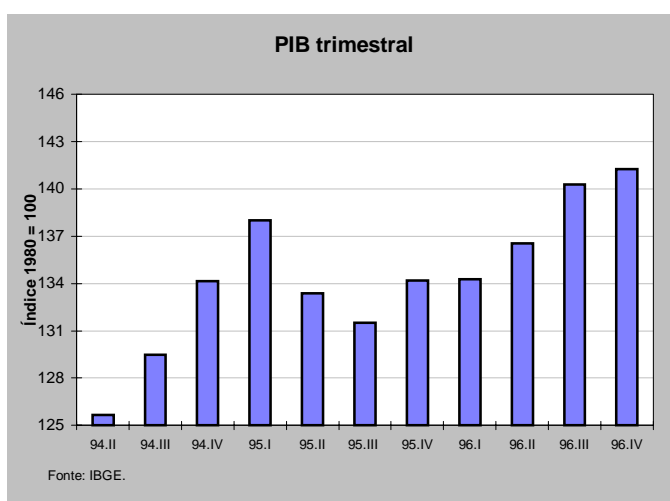


BANCO CENTRAL DO BRASIL

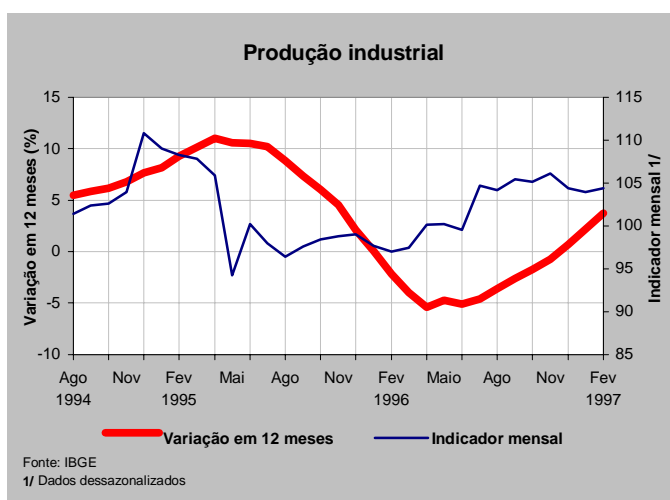
Programação monetária para o segundo trimestre de 1997

A. A economia no primeiro trimestre de 1997

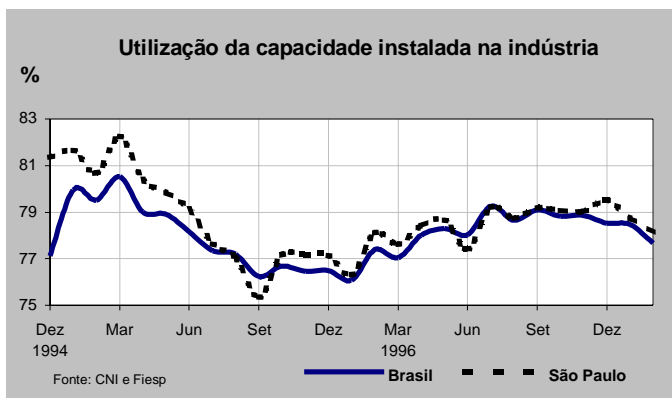
1. A taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) atingiu 2,91% em 1996, refletindo a retomada do nível da atividade econômica observada, principalmente, a partir do segundo trimestre de 1996. Em termos setoriais, o desempenho mais significativo foi o de serviços (3,34%), seguido pela agropecuária (3,12%) e indústria (2,34%). O resultado do setor industrial está associado ao desempenho menos favorável da indústria de transformação, que evidenciou a redução de 14,3% ocorrida na produção de bens de capital.



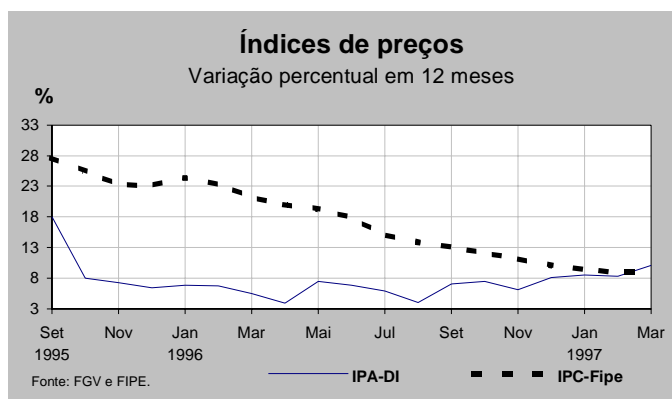
2. O nível da atividade econômica vem se mantendo relativamente estável nos últimos meses. Nesse sentido, a produção industrial registrou queda de 0,5% em janeiro e alta de 0,3% em fevereiro, na série com ajuste sazonal. A tendência observada a partir do crescimento de 4,3% ocorrido em julho de 1996 é de estabilidade do nível da produção industrial, com a ocorrência de pequenas oscilações nos últimos seis meses.



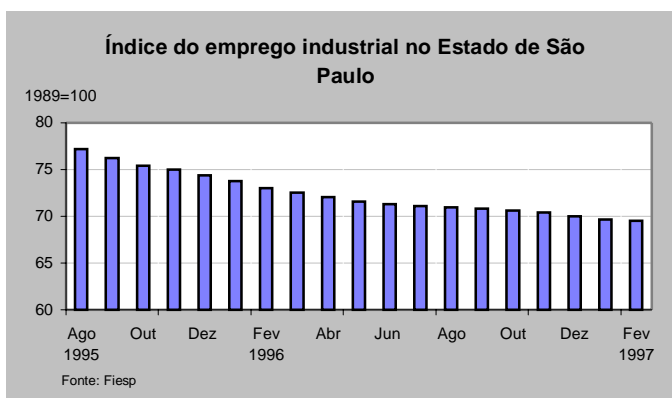
3. A trajetória do nível de utilização da capacidade instalada, no início de 1997, sinaliza arrefecimento da atividade industrial. A média de utilização no primeiro bimestre do ano alcançou 78,1%, o que representa redução de um ponto percentual em comparação com a média do segundo semestre de 1996, período em que, de forma coerente com a evolução da produção industrial, a utilização da capacidade instalada foi cerca de dois pontos percentuais superior à média do semestre anterior.



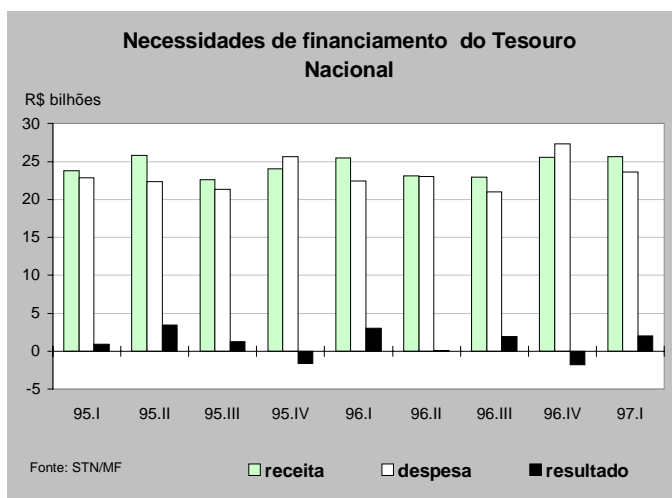
4. A evolução dos principais índices de preços permanece compatível com o grau de inserção externa da economia do país, fator estabilizador de preços, principalmente no que se refere aos bens tradables. No primeiro trimestre do ano a variação do IPA-DI e do IPC-Fipe, índices associados, respectivamente, aos bens tradables e nontradables, atingiu 1,6% e 1,5%. É relevante observar a convergência entre tais índices quando consideradas as variações acumuladas em 12 meses, de 10,1% e de 9%, respectivamente.



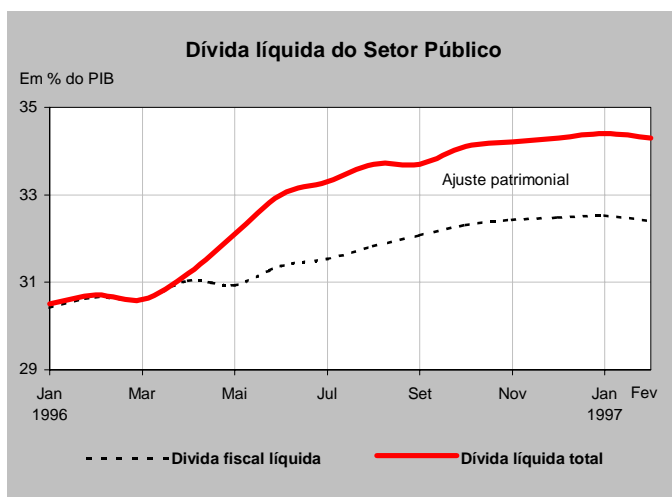
5. O índice do nível de emprego do Ministério do Trabalho indica redução de 1,22% no ano de 1996. Em todos os setores de atividade a variação do índice foi negativa, ocorrendo com maior intensidade na indústria de transformação e na construção civil. O nível de emprego industrial no Estado de São Paulo permaneceu em queda no primeiro bimestre de 1997, acumulando redução de 0,74% no período. A tendência é de desaceleração do ritmo de demissões, indicada pela redução sistemática, a partir de maio de 1996, da taxa de demissões acumulada em 12 meses.



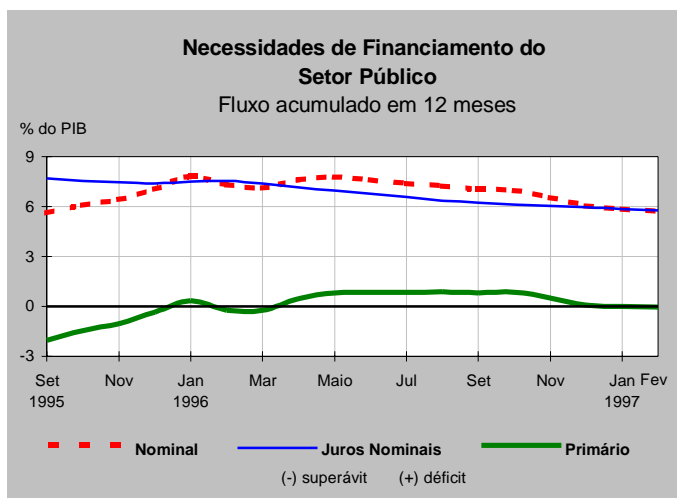
6. No primeiro trimestre de 1997, o superávit do Tesouro Nacional (conceito necessidades de financiamento) alcançou R\$ 2 bilhões (1% do PIB), ante superávit de R\$ 2,8 bilhões (1,5% do PIB) em igual período de 1996. As obrigações líquidas com juros reais atingiram R\$ 2,8 bilhões, determinando déficit operacional de R\$ 0,8 bilhão (0,4% do PIB). A receita total do Tesouro, critério competência, atingiu R\$ 25,7 bilhões, o que representa crescimento de 0,3%, comparativamente às observadas no primeiro trimestre de 1996, enquanto as despesas alcançaram R\$ 23,7 bilhões, com crescimento de 3,8%. O resultado de caixa do Tesouro apresentou déficit de R\$ 2,4 bilhões nos três primeiros meses do ano, 63,3% inferior ao registrado em igual período do ano passado (R\$ 6,5 bilhões), destacando-se o crescimento de 16,9% nas receitas e a queda de 1,5% nas despesas.



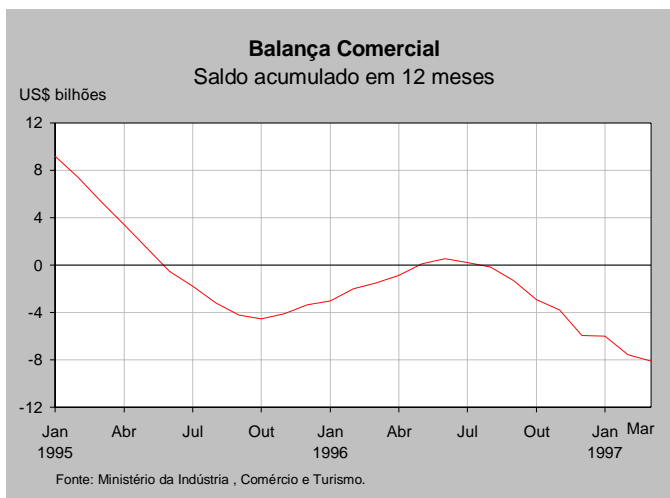
7. O saldo da dívida líquida do setor público totalizou R\$ 276,2 bilhões em fevereiro de 1997, o equivalente a 34,4% do PIB, comparativamente a 32% em igual período de 1996. Do total, R\$ 243,1 bilhões referem-se à dívida interna e R\$ 33,1 bilhões à dívida externa. Excluindo-se os ajustes patrimoniais decorrentes, em sua maior parte, da capitalização do Banco do Brasil e do reconhecimento de dívida de exercícios anteriores, a dívida fiscal líquida alcançou R\$ 260,9 bilhões (32,4% do PIB).



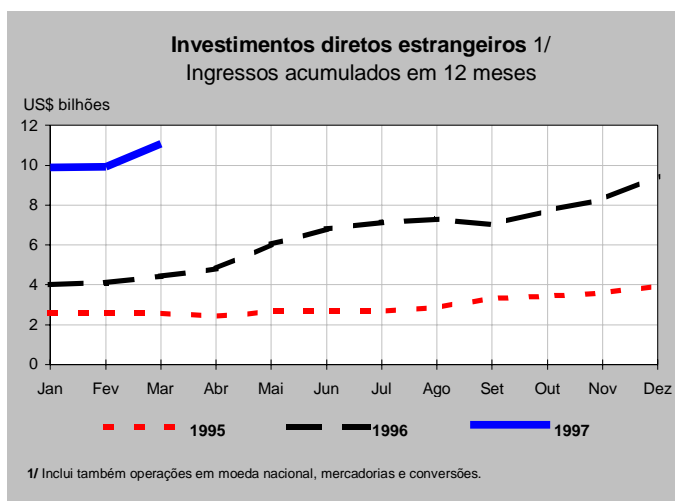
8. As necessidades de financiamento do setor público (NFSP) apresentaram, nos últimos doze meses terminados em fevereiro de 1997, déficit nominal de 5,75% do PIB, ante 7,33% em igual período do ano anterior. Não obstante o crescimento da dívida devido ao reconhecimento de débitos contraídos no passado, as despesas com juros nominais vêm apresentando redução em todos os níveis de governo, passando de 7,54% do PIB, no que se refere ao fluxo acumulado em doze meses encerrados em fevereiro do ano passado, para 5,77% em igual período de 1997. O superávit primário reduziu-se de 0,22% do PIB para 0,02% do PIB nesse período.



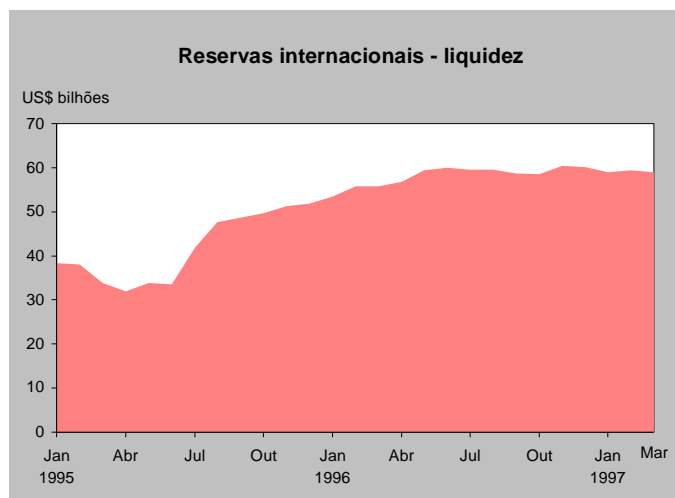
9. As exportações físicas no primeiro trimestre de 1997 atingiram US\$ 10,7 bilhões, 3,6% superiores às verificadas em igual período do ano anterior. As importações, entretanto, cresceram 27,6%, passando de US\$ 10,7 bilhões para US\$ 13,7 bilhões. A diferença entre o ritmo de crescimento das exportações e das importações determinou déficit comercial da ordem de US\$ 3,1 bilhões no trimestre. A expansão das importações pode ser atribuída à aquisição externa de bens de capital, de bens de consumo duráveis, e de combustíveis e lubrificantes, que elevaram-se em 41,3%, 38,4% e 34%, respectivamente, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Importante destacar que as importações de bens de capital e de matérias primas e produtos intermediários representaram 70,7% do total das aquisições externas, proporção ligeiramente inferior à verificada nos primeiros três meses do ano anterior.



10. O saldo em transações correntes, nos três primeiros meses do ano, foi deficitário em US\$ 6,8 bilhões, sendo US\$ 4,4 bilhões devidos ao déficit relativo a serviços, dos quais US\$ 2 bilhões referem-se a pagamentos de juros. O financiamento do déficit em transações correntes vem ocorrendo em um cenário de maior participação dos recursos captados a prazos mais longos. O influxo líquido de recursos externos atingiu, no trimestre, US\$ 7,4 bilhões, dos quais US\$ 2,9 bilhões relativos a investimentos em carteira, US\$ 2,9 bilhões a investimentos diretos e US\$ 1,6 bilhão a captação de créditos. A maior proporção dos investimentos diretos nesse início de ano confirma a tendência já verificada no ano anterior.



11. O ingresso de recursos externos vem possibilitando a manutenção, em nível confortável, do saldo das reservas internacionais. Em março, de acordo com o conceito de liquidez internacional, o nível das reservas atingiu US\$ 59 bilhões. Esse saldo equivale a 12,6 meses de importações, considerando-se a média dos últimos 12 meses das compras externas.



12. Ao final do primeiro trimestre de 1997, o intervalo de flutuação da taxa de câmbio era de US\$ 1,05 e US\$ 1,14. A taxa de câmbio, segmento livre, desvalorizou-se em 1,92% no trimestre, estando cotada a R\$ 1,0585 para compra e a R\$ 1,0593 para venda. A contratação de câmbio no segmento de taxas livres apresentou ingresso líquido de US\$ 3,2 bilhões, verificando-se superávit de US\$ 3,4 bilhões nas transações financeiras e déficit de US\$ 0,2 bilhão nas transações comerciais.

B. Política monetária no primeiro trimestre de 1997

13 O primeiro trimestre de 1997 constitui-se em cenário de significativas realocações de recursos financeiros, em decorrência do início da cobrança da CPMF, provocando impacto expansionista sobre os agregados monetários restritos e alterações na composição dos agregados mais amplos.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, alcançou R\$ 24,7 bilhões em março, situando-se no intervalo estimado pela programação monetária para o primeiro trimestre de 1997 (R\$ 23,3 bilhões - R\$ 27,3 bilhões), o que representa expansão de 37% em relação ao correspondente mês do ano anterior e de 22,8% no ano. Os componentes da base monetária apresentaram expansão semelhante, considerando-se o período de 12 meses encerrado em março: 34,4% no que se refere às reservas bancárias e 38,5% relativamente ao papel moeda emitido.

Quadro 1. Resultados ocorridos e previstos pela programação monetária no primeiro trimestre de 1997

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses 1/	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 2/	33,2 - 39,0	54,0	36,9	57,4
Base restrita 2/	23,3 - 27,3	40,2	24,7	37,0
Base ampliada 3/	191,5 - 224,8	51,7	194,2	41,1
M4 3/	323,9 - 380,2	33,6	336,4	26,8

Fonte: Banco Central do Brasil

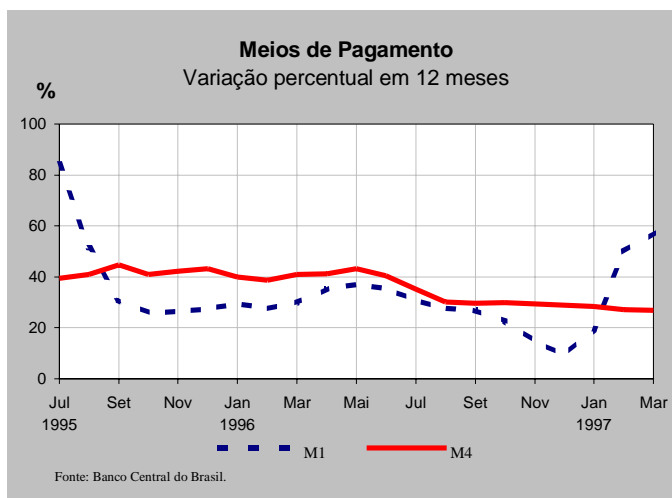
1/ Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

2/ Média dos saldos dos dias úteis no último mês do período.

3/ Saldos em fim de período.

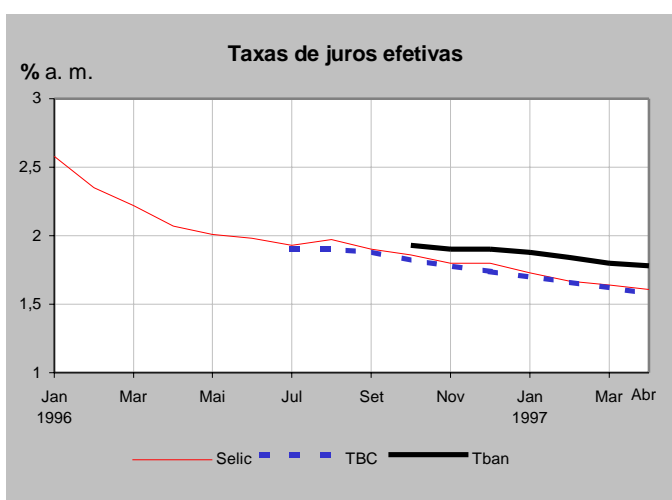
15. A base monetária ampliada, composta pela base monetária restrita acrescida dos títulos públicos federais e dos demais compulsórios em espécie, alcançou R\$ 194,2 bilhões em março, situando-se dentro do intervalo estimado por meio da programação monetária (R\$ 191,5 bilhões - R\$ 224,8 bilhões) e apresentando crescimentos de 5,2% no primeiro trimestre e de 41,1% em relação a março de 1996.

16. A média dos saldos diários do M1 situou-se em R\$ 36,9 bilhões no mês de março, dentro do intervalo estimado por meio da programação monetária para o primeiro trimestre (R\$ 33,2 bilhões - R\$ 39 bilhões). A variação acumulada no trimestre atingiu 27,1%, refletindo a transferência de recursos dos fundos de investimento financeiro de curto prazo (FIF-CP) para os depósitos à vista, que cresceram 60,5% no período, ante redução de 11,4% no mesmo trimestre de 1996. O papel moeda em poder do público reduziu-se em 5,8% no trimestre.



17. O M4, conceito de liquidez mais abrangente da economia, atingiu R\$ 336,4 bilhões ao final de março, com crescimentos respectivos de 4,1% e de 26,8%, no ano e em 12 meses, tendo-se mantido, também, dentro dos limites estimados na programação monetária para o primeiro trimestre de 1997 (R\$ 323,9 bilhões - R\$ 380,2 bilhões).

18. Manteve-se no primeiro trimestre de 1997 o processo de redução gradual das taxas de juros. Nesse sentido, o Comitê de Política Monetária (Copom) fixou a TBC e a TBAN a vigorar no mês de março em 1,62% e 1,80%, respectivamente, ante 1,74% e 1,90% em dezembro passado. A trajetória da taxa efetiva de juros *over/selic* foi semelhante, evoluindo de 1,80% a.m. em dezembro para 1,64% a.m. em março, evidenciando redução da taxa anualizada de 23,9% para 21,6% nesse período.



C. Perspectivas para o segundo trimestre e para o ano de 1997

19. A condução da política monetária no transcorrer de 1997 estará condicionada à manutenção do nível da atividade econômica em patamar adequado às restrições determinadas pelo setor externo.

20. O atual quadro sugere que a taxa de crescimento real do PIB em 1997 supere a observada em 1996 (2,91%), haja vista a intensificação do nível da atividade econômica a partir do segundo trimestre do ano passado. Essa expectativa ganha corpo quando se analisa a evolução do PIB, no ano de 1996, em termos setoriais. O fraco desempenho do setor industrial naquele ano deverá ser revertido, na medida em que ocorrer a incorporação dos ganhos de produtividade derivados do atual processo de modernização do parque industrial, decorrente da alteração da estrutura da pauta de importações brasileiras.

21. A inflação em 1997 deverá situar-se abaixo dos dois dígitos, evolução compatível com o grau de inserção externa da economia do país, fato que contribui para a consolidação do processo de desindexação dos preços da economia. As expectativas para o segundo trimestre são de que os índices gerais de preços deverão voltar aos níveis registrados nos últimos meses de 1996, situando-se em torno de 0,5% a.m., apesar dos recentes reajuste verificados nas tarifas públicas.

22. As contas públicas deverão evoluir favoravelmente em 1997. A recente aprovação, em primeiro turno, na Câmara dos Deputados, da reforma administrativa, gera a expectativa de que o processo de reformas constitucionais prossiga favorecendo o equilíbrio das contas do setor público. Além desse aspecto positivo, foram tomadas, ao final de 1996, medidas infra-constitucionais que deverão impactar positivamente as contas públicas.

23. A arrecadação tributária deverá aumentar em 1997, em decorrência de medidas como a alteração da legislação tributária, a mudança na base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, a criação da CPMF e a prorrogação, até 31 de dezembro de 1999, do Fundo de Estabilização Fiscal, já aprovada pela Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados. Outro fator que tende a ser significativo é a elevação de receitas associada a mudanças de patamar no nível da atividade econômica. Do lado das despesas, destaca-se a adoção de uma série de medidas visando a redução de gastos com pessoal e o corte de R\$ 3,2 bilhões realizado no orçamento. Além disso, foi estabelecido teto para a liberação de recursos, equivalente a 85% das despesas previstas no orçamento, com a liberação do restante condicionada ao alcance das metas estabelecidas para a arrecadação.

24. A recuperação das finanças estaduais conta com o estímulo proporcionado pelo acordo de reestruturação de dívidas dos estados junto ao governo

federal, em condições de prazo e juros mais vantajosas, acompanhado de compromissos efetivos com o ajuste de gastos públicos e com a privatização de empresas estaduais.

25. O balanço de pagamentos deverá apresentar relativo equilíbrio em 1997. Espera-se reação por parte das exportações diante das medidas de incentivo e do próprio processo de reestruturação e modernização sob o qual a indústria doméstica está submetida, dado o ambiente de maior competição proporcionado pela abertura da economia. Além disso, as medidas recentes visando disciplinar as condições de financiamento das importações também deverão contribuir para amenizar o desequilíbrio da balança comercial.

26. Espera-se, ainda, que o ingresso de recursos externos seja mais acentuado em 1997, em função do aprofundamento do processo de estabilização e da desestatização de setores pelos quais o capital estrangeiro tem demonstrado elevado interesse, o que será determinante para a manutenção do processo de financiamento do déficit em transações correntes, em cenário de melhoria do perfil dos capitais externos ingressados no país, no que tange a prazos e custos.

D. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários.

27. A programação dos agregados monetários para o segundo trimestre de 1997 e as suas estimativas para o final do ano levaram em consideração o cenário provável e as metas governamentais para a inflação, o PIB, as taxas de juros, os impactos monetários das operações com o setor externo, do Tesouro Nacional e de assistência de liquidez ao sistema financeiro. A introdução da CPMF sobre a movimentação de recursos financeiros exerceu forte influência sobre a trajetória dos agregados monetários restritos no primeiro trimestre de 1997, resultando em significativa

Quadro 2. Programação monetária para 1997 ^{1/}

R\$ bilhões		
Discriminação	Segundo Trimestre	Ano
M1 ^{2/}	35,1 - 41,2	36,7 - 44,9
Base restrita ^{2/}	24,0 - 28,1	26,0 - 31,8
Base ampliada ^{3/}	220,3 - 258,7	225,9 - 276,1
M4 ^{3/}	337,5 - 396,2	352,9 - 431,3

Fonte: Banco Central do Brasil

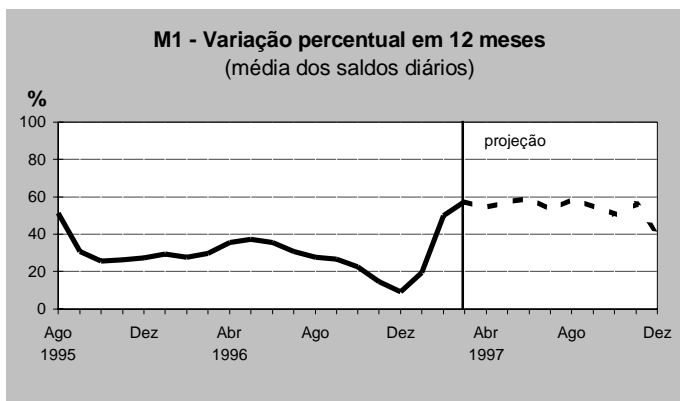
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Média dos saldos dos dias úteis no mês.

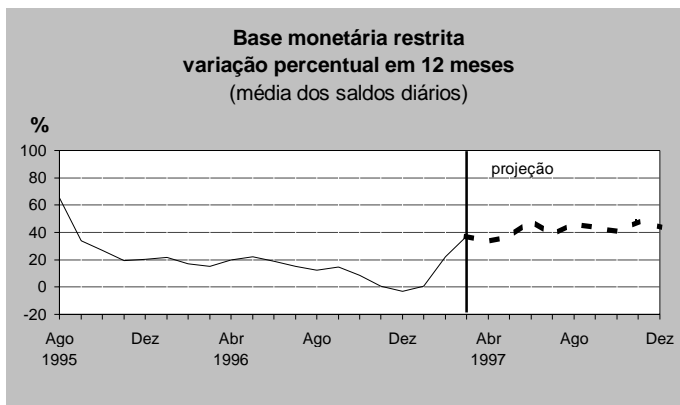
3/ Saldos em fim de período.

migração de recursos, especialmente dos FIF-CP para depósitos à vista. Estima-se que esse processo esteja praticamente encerrado, devendo resultar em impacto pouco expressivo sobre o M1 e a base restrita, nos próximos meses. O quadro 2 apresenta as faixas projetadas para os agregados monetários ao final do segundo trimestre e para o ano de 1997.

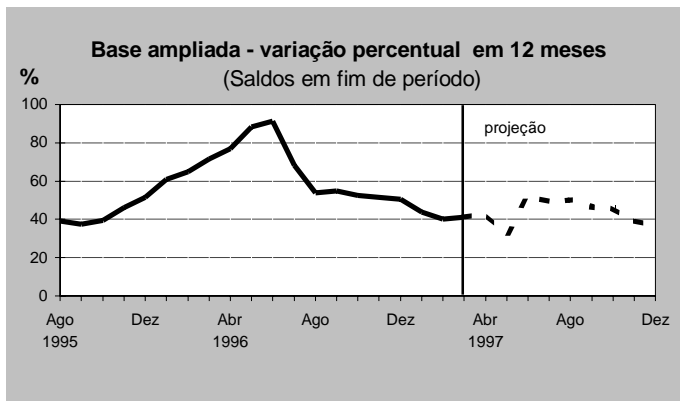
28. Com o impacto da cobrança da CPMF sobre os depósitos à vista, o agregado M1 alcançou patamar mais elevado, fazendo com que a projeção da taxa de variação em 12 meses da média mensal desse agregado apresente crescimento de 59,3% em junho e de 40,6% em dezembro de 1997.



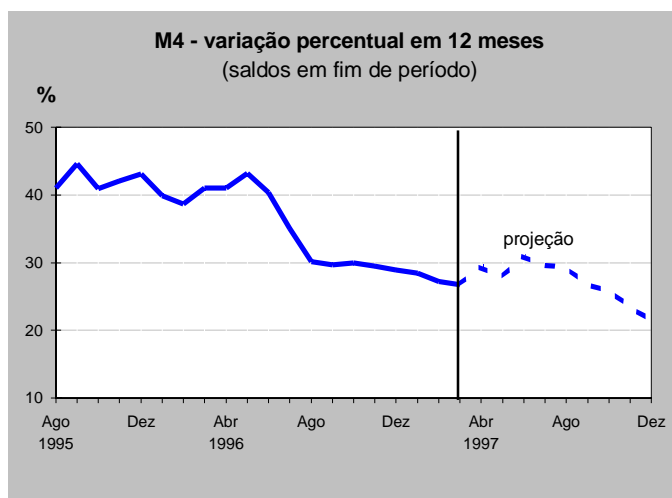
29. A partir do comportamento previsto para a demanda por moeda (M1) e baseado na trajetória esperada para o multiplicador monetário, chegou-se ao crescimento em 12 meses para a base monetária (papel-moeda emitido mais reservas bancárias) de 49,3% em junho e de 43,6% em dezembro de 1997.



30. A projeção da base ampliada, que leva em consideração a expectativa de neutralidade para 1997 no comportamento das fontes de expansão/contração da base monetária restrita, deverá ter como principal fator expansionista as operações de reestruturação das dívidas estaduais. Em função disso, projeta-se uma variação em 12 meses, nesse agregado, de 52,1% em junho e de 36,4% em dezembro de 1997.



31. Da mesma forma, e consistente com o padrão de comportamento dos demais agregados, estimou-se crescimento em 12 meses para o agregado M4 de 30,9% em junho e de 21,4% em dezembro de 1997, o que aponta tendência de desaceleração no seu crescimento.



32. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos para o ano de 1996 e para o primeiro trimestre de 1997, bem como os valores previstos para o segundo trimestre e para o ano de 1997. Os dados para o segundo trimestre e para o ano de 1997 têm como referência o ponto médio das previsões.

Quadro 3. Evolução dos agregados monetários ^{1/}

Discriminação	1996		1997					
	Ano		Primeiro trimestre		Segundo 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/}	29,0	9,2	36,9	57,4	38,1	59,3	40,8	40,6
Base restrita ^{4/}	20,1	-3,1	24,7	37,0	26,1	49,3	28,9	43,6
Base ampliada ^{5/}	184,0	50,5	194,2	41,1	239,5	52,1	251,0	36,4
M4 ^{5/}	323,0	28,9	336,4	26,8	366,9	30,9	392,1	21,4

Fonte: Banco Central do Brasil

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

^{2/} Projeção.

^{3/} Ponto médio das previsões.

^{4/} Média dos saldos dos dias úteis no mês.

^{5/} Saldos em fim de período.

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

Quadro 4. Multiplicador monetário ^{1/}

Discriminação	1996		1997					
	Ano		Primeiro trimestre		Segundo 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/}	1,444	12,7	1,494	14,9	1,462	6,6	1,414	-2,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,231	-53,6	0,383	-21,5	0,383	-3,8	0,337	45,9
Papel moeda / M1 ^{3/}	0,504	18,3	0,374	-11,6	0,374	-14,4	0,463	-8,1
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,755	-14,3	1,732	-10,2	1,532	-13,9	1,562	-11,0

Fonte: Banco Central do Brasil

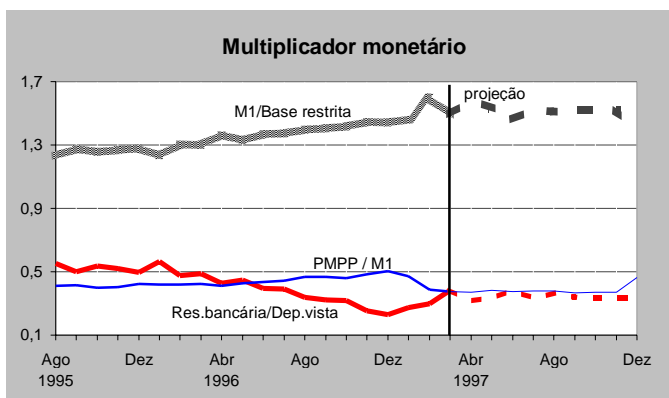
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

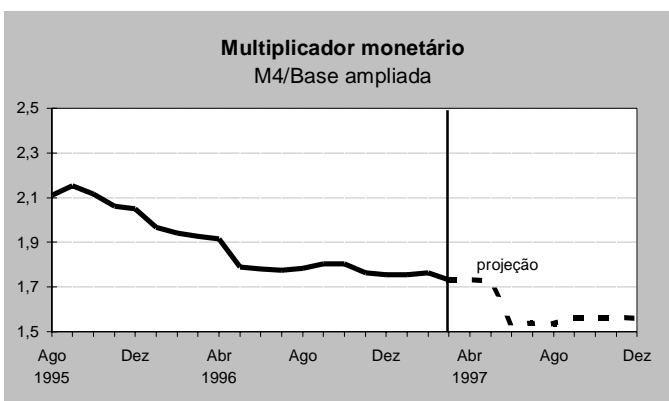
3/ Média dos saldos dos dias úteis no mês.

4/ Saldos em fim de período.

34. Não obstante a expectativa de monetização de parcela do saldo remanescente dos fundos de investimento de curto prazo, espera-se comportamento estacionário da relação papel-moeda em poder do público/M1 e manutenção das taxas de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista, o que deverá sustentar o multiplicador da base monetária restrita em um mesmo patamar ao longo do ano de 1997.



35. O multiplicador da base ampliada deverá apresentar trajetória declinante a partir do segundo trimestre de 1997, refletindo as operações associadas à reestruturação das dívidas estaduais, uma vez que parte delas não deverá ter impacto sobre o M4, embora influenciando a base ampliada.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados ocorridos e previstos pela programação monetária no primeiro trimestre de 1997

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses 1/	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 2/	33,2 - 39,0	54,0	36,9	57,4
Base restrita 2/	23,3 - 27,3	40,2	24,7	37,0
Base ampliada 3/	191,5 - 224,8	51,7	194,2	41,1
M4 3/	323,9 - 380,2	33,6	336,4	26,8

Fonte: Banco Central do Brasil

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

2/ Média dos saldos dos dias úteis no último mês do período.

3/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Programação monetária para 1997 1/

Discriminação	R\$ bilhões	
	Segundo Trimestre	Ano
M1 2/	35,1 - 41,2	36,7 - 44,9
Base restrita 2/	24,0 - 28,1	26,0 - 31,8
Base ampliada 3/	220,3 - 258,7	225,9 - 276,1
M4 3/	337,5 - 396,2	352,9 - 431,3

Fonte: Banco Central do Brasil

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Média dos saldos dos dias úteis no mês.

3/ Saldos em fim de período.

Quadro 3. Evolução dos agregados monetários ^{1/}

Discriminação	1996		1997					
	Ano		Primeiro trimestre		Segundo 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/}	29,0	9,2	36,9	57,4	38,1	59,3	40,8	40,6
Base restrita ^{4/}	20,1	-3,1	24,7	37,0	26,1	49,3	28,9	43,6
Base ampliada ^{5/}	184,0	50,5	194,2	41,1	239,5	52,1	251,0	36,4
M4 ^{5/}	323,0	28,9	336,4	26,8	366,9	30,9	392,1	21,4

Fonte: Banco Central do Brasil

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos dos dias úteis no mês.

5/ Saldos em fim de período.

Quadro 4. Multiplicador monetário ^{1/}

Discriminação	1996		1997					
	Ano		Primeiro trimestre		Segundo trimestre ^{2/}		Ano ^{2/}	
	Multipli- cador	Var. % em 12 meses	Multipli- cador	Var. % em 12 meses	Multipli- cador	Var. % em 12 meses	Multipli- cador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,444	12,7	1,494	14,9	1,462	6,6	1,414	-2,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,231	-53,6	0,383	-21,5	0,383	-3,8	0,337	45,9
Papel moeda / M1 ^{3/}	0,504	18,3	0,374	-11,6	0,374	-14,4	0,463	-8,1
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,755	-14,3	1,732	-10,2	1,532	-13,9	1,562	-11,0

Fonte: Banco Central do Brasil

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos dos dias úteis no mês.

4/ Saldos em fim de período.