

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

## 1997

Junho – 1997

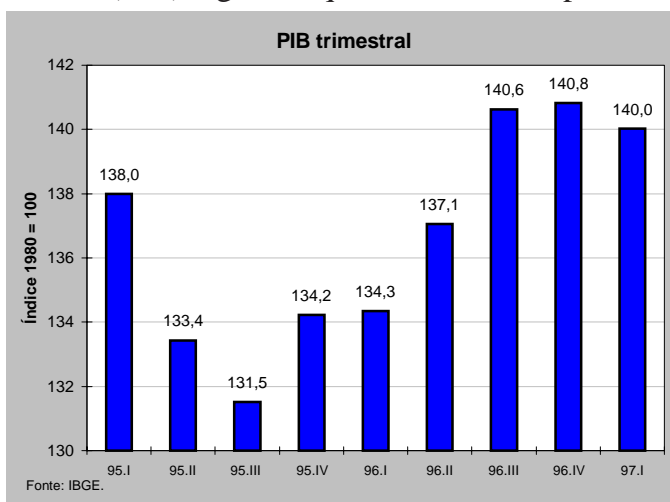


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

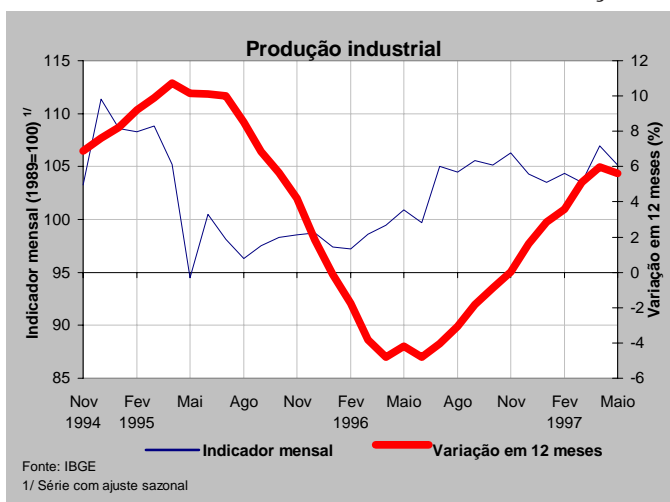
## Programação monetária para o terceiro trimestre de 1997

### A. A economia no segundo trimestre de 1997

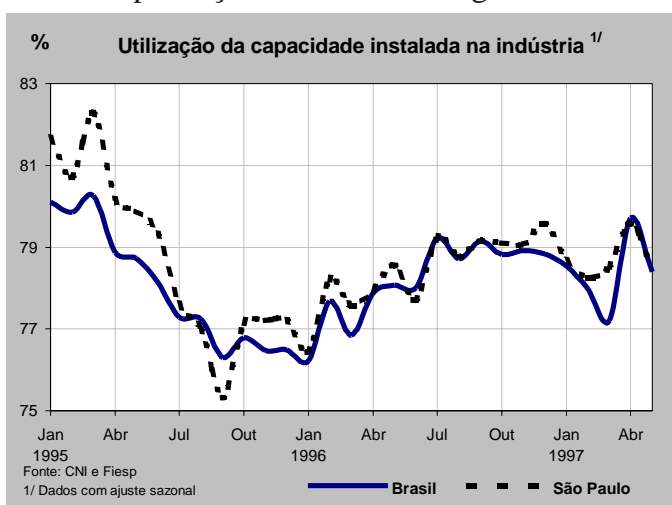
1. O Produto Interno Bruto (PIB) registrou queda de 0,6% no primeiro trimestre, relativamente ao trimestre imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. Esse resultado refletiu o desempenho da indústria de transformação (-2%), do comércio (-2,4%) e das lavouras (-4,8%). Registram-se os comportamentos favoráveis da pecuária (3,8%), dos transportes (1,9%) e dos serviços públicos (2,2%).



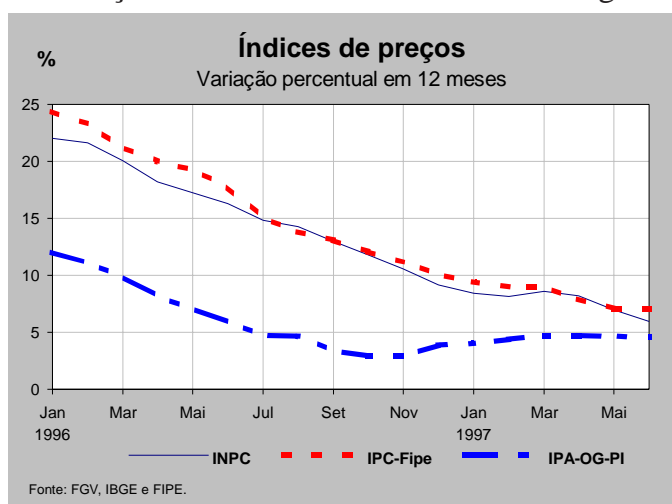
2. Os dados industriais relativos a abril e maio mostraram elevação do patamar de produção, comparativamente ao do primeiro trimestre. Na série com ajuste sazonal, a produção industrial média do bimestre foi superior em 0,8% à do segundo semestre de 1996 e em 2,2% à do primeiro trimestre de 1997.



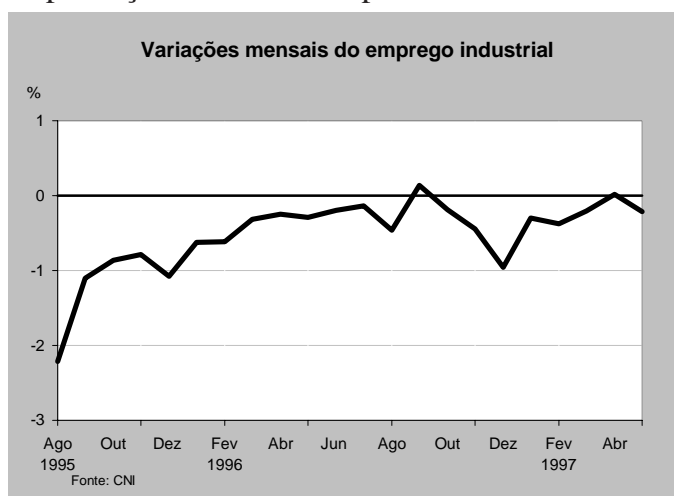
3. A elevação no patamar da produção industrial no segundo trimestre é compatível com o nível de utilização da capacidade instalada. Nos meses de abril e maio, a utilização média da indústria nacional situou-se em 79,1%, 1,2 ponto percentual acima da média do primeiro trimestre do ano e próxima à do segundo semestre do ano anterior.



4. As taxas anuais de inflação continuaram a reduzir-se no segundo trimestre do ano, principalmente pela desaceleração dos preços dos bens e serviços não comercializáveis (*nontradables*). O INPC e o IPC-Fipe declinaram de 8,56% e 8,95% em março, para 5,92% e 7,08%, respectivamente, em junho, enquanto o IPA-OG produtos industriais, que está associado aos bens *tradables*, passou de 4,69% em março para 4,56% em junho.

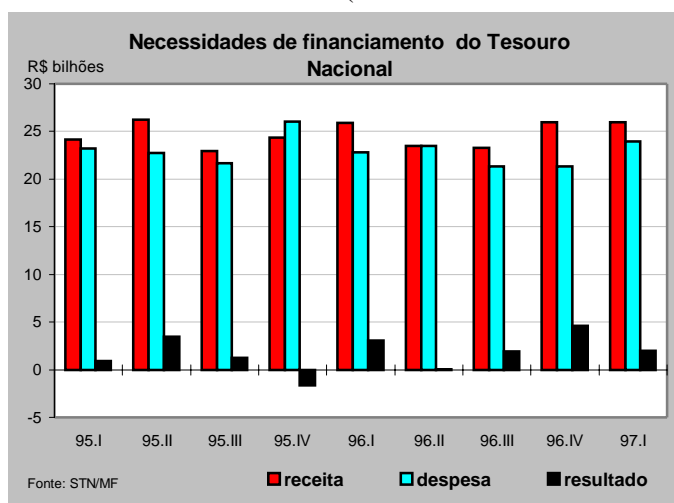


5. A recuperação da produção industrial a partir de 1996 não foi suficiente para reverter a tendência declinante do nível de emprego industrial, em virtude, principalmente, da continuidade do processo de ajustamento do setor, porém, contribuiu para o arrefecimento da sua intensidade de queda. O número de empregados na indústria, ao final de maio, foi 1,1% inferior ao registrado em dezembro de 1996. Relativamente ao emprego formal divulgado pelo Ministério

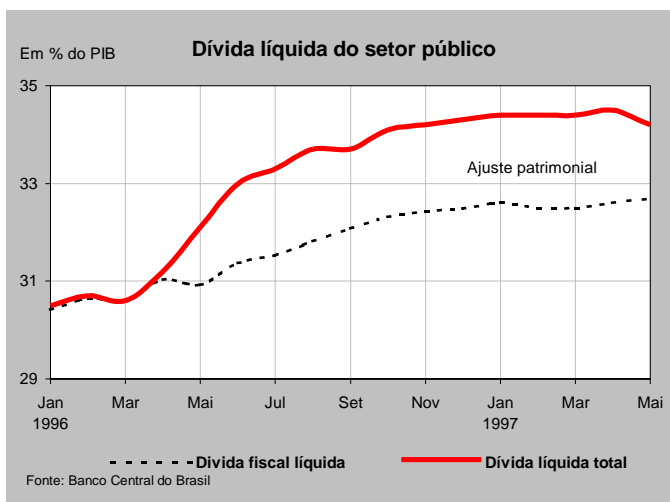


do Trabalho, que abrange também os demais setores, observou-se crescimento de 0,3%, principalmente pela evolução da ocupação na construção civil e no setor de serviços.

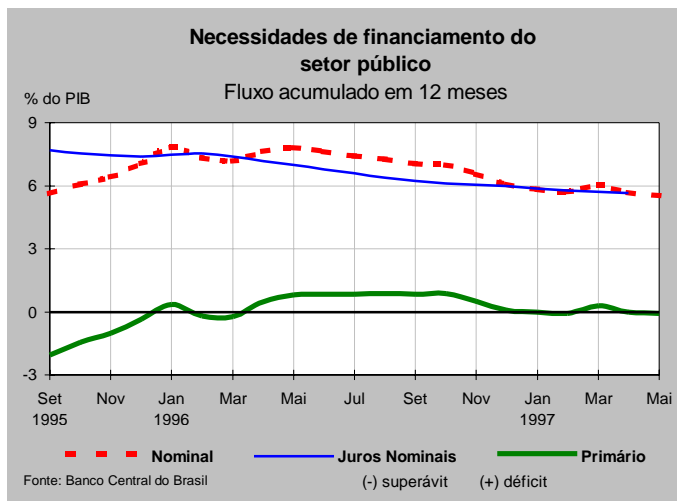
6. O superávit primário do Tesouro Nacional (conceito necessidades de financiamento) alcançou R\$ 4,1 bilhões nos primeiros seis meses do ano, ante R\$ 2,9 bilhões em igual período de 1996. As receitas, influenciadas pelos recolhimentos da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), apresentaram crescimento de 5,5% em relação ao resultado acumulado de janeiro a junho de 1996, totalizando R\$ 52,4 bilhões. As despesas registraram aumento de 3,1%, atingindo R\$ 48,3 bilhões. O resultado operacional, que inclui os gastos com juros reais (R\$ 6,4 bilhões), apresentou, no primeiro semestre, déficit de R\$ 2,2 bilhões, contra déficit de R\$ 1,7 bilhão, em igual período de 1996.



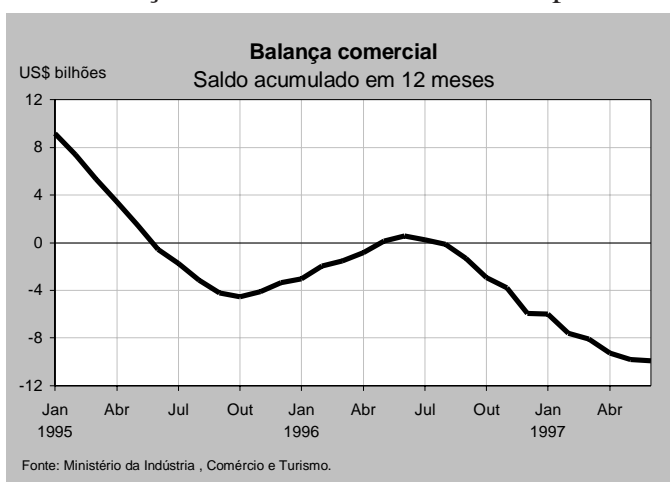
7. A dívida líquida do setor público consolidado, compreendendo o endividamento do governo federal e Banco Central, de estados e municípios e das empresas estatais, totalizou R\$ 282,1 bilhões em maio, equivalente a 34,2% do PIB, mesmo nível observado ao final de 1996. Vale observar que a manutenção da relação dívida líquida/PIB está associada aos superávits primários obtidos ao longo do ano e à redução de dívidas propiciada pela privatização da Cia. Vale do Rio Doce (CVRD). A dívida fiscal líquida, de cuja variação deriva a necessidade de financiamento do setor público, atingiu R\$ 269,5 bilhões (32,7% do PIB). Esse conceito de endividamento esteriliza as receitas provenientes da privatização.



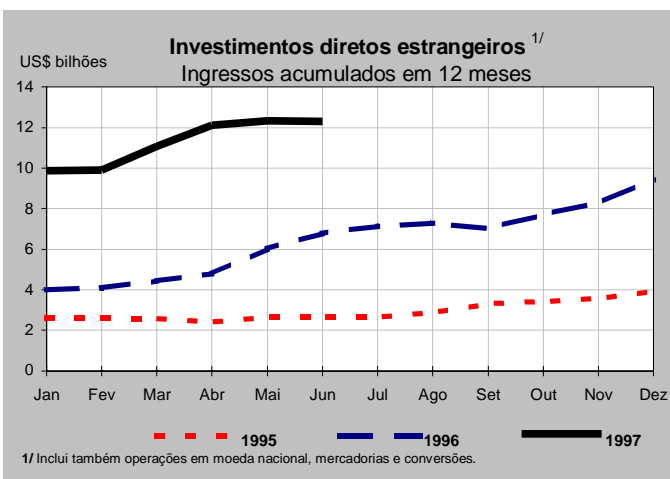
8. As necessidades de financiamento do setor público (NFSP) apresentaram déficit nominal de 5,53% do PIB no fluxo acumulado em 12 meses, encerrado em maio, ante 7,8% em igual período do ano anterior. Esse resultado decorreu da queda das despesas com juros nominais e da obtenção de superávit primário acumulado de 0,08% do PIB, ante um déficit de 0,82%, em igual período de 1996.



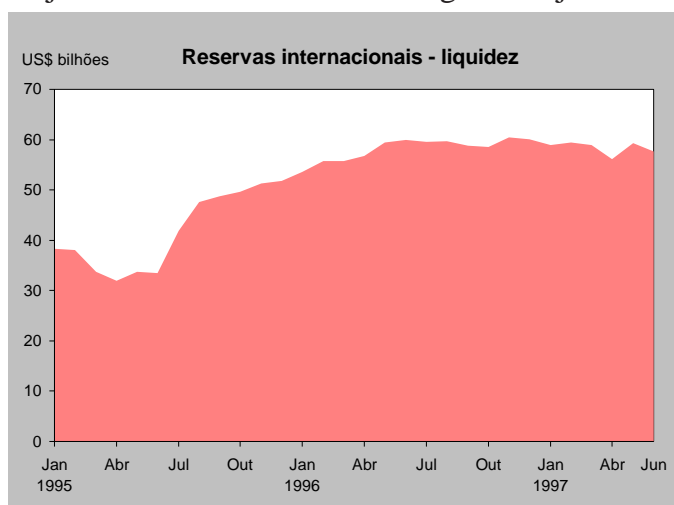
9. As exportações físicas alcançaram US\$ 30 bilhões nos sete primeiros meses do ano, 9,7% acima das observadas em igual período do ano anterior. As importações atingiram US\$ 35,4 bilhões, representando expansão de 26,3%, comparativamente às efetivadas no período de janeiro a julho de 1996. O déficit comercial, até julho de 1997, situou-se em US\$ 5,4 bilhões.



10. O saldo em transações correntes foi deficitário em US\$ 15,6 bilhões, no primeiro semestre, representando 4,2% do PIB. Esse resultado foi decorrente do déficit comercial de US\$ 4,7 bilhões, e do saldo negativo de US\$ 12,1 bilhões observado nas transações com serviços, com destaque para as despesas líquidas com juros, US\$ 4,6 bilhões, e com lucros e dividendos, US\$ 2,4 bilhões. Parte expressiva desse déficit foi financiada pelo ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos (47,3%). O influxo líquido destes investimentos diretos atingiu US\$ 7,4 bilhões, no semestre, tendo acumulado US\$ 12,4 bilhões em 12 meses, até junho. O ingresso líquido de investimentos direcionados ao mercado de capitais alcançou US\$ 6,2 bilhões e a captação de empréstimos em moeda somou US\$ 13,2 bilhões, no primeiro semestre de 1997.



11. Os pagamentos de juros da dívida externa renegociada junto aos bancos credores e ao Clube de Paris e as remessas de amortizações de créditos contratados têm sido compensados pelos ingressos de recursos externos, apresentando efeitos pontuais sobre o nível das reservas internacionais. Em junho, essas reservas, no conceito caixa, atingiram US\$ 56,8 bilhões, e no conceito liquidez internacional, US\$ 57,6 bilhões, correspondendo a 12 meses de importações.



12. O intervalo de flutuação da taxa de câmbio não foi alterado no segundo trimestre de 1997, mantendo-se os níveis fixados em fevereiro, de R\$ 1,05/US\$ para compra e R\$ 1,14/US\$ para venda. A taxa de câmbio no segmento livre desvalorizou-se em 1,66% no trimestre, acumulando desvalorização de 3,6% no primeiro semestre de 1997. A contratação de câmbio no segmento de taxas livres, acumulada entre janeiro e junho, apresentou ingresso líquido de divisas no montante de US\$ 7,2 bilhões, registrando superávit de US\$ 8 bilhões nas transações financeiras e déficit de US\$ 0,9 bilhão nas transações comerciais.

## B. Política monetária no segundo trimestre de 1997

13. As metas monetárias para o segundo trimestre de 1997 foram alcançadas sem dificuldades, tanto as definidas para os agregados restritos quanto aquelas definidas para os agregados mais amplos. No que diz respeito às taxas de juros, o período foi marcado pela interrupção da trajetória de queda das taxas básicas e pela maior volatilidade da taxa *over*/Selic.

14. A base monetária restrita, média nos dias úteis do mês, atingiu R\$ 24,7 bilhões em junho, situando-se no intervalo previsto pela programação monetária para o segundo trimestre de 1997 (R\$ 24 bilhões - R\$ 28,1 bilhões), representando expansão de 22,9% no ano e de 41,6% em relação ao correspondente mês do ano anterior. Dentre os componentes da base, as reservas bancárias apresentaram taxa de crescimento em 12 meses de 69,6%, ante 29,2% do papel-moeda emitido. A expansão das reservas bancárias está relacionada com o aumento dos depósitos à vista, observado a partir da cobrança da CPMF.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses 1/	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 2/	35,1 - 41,2	59,3	36,8	53,6
Base restrita 2/	24,0 - 28,1	49,3	24,7	41,6
Base ampliada 3/	220,3 - 258,7	52,1	203,6	29,3
M4 3/	337,5 - 396,2	30,9	351,3	25,4

Fonte: Banco Central do Brasil

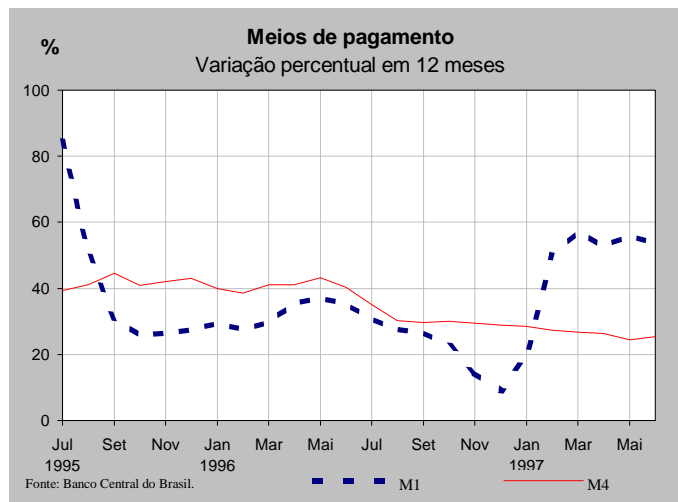
1/ Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

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

3/ Saldo em fim de período.

15. A base monetária ampliada, que compreende a base monetária restrita, os depósitos compulsórios em espécie e os títulos públicos federais em poder do público, alcançou R\$ 203,6 bilhões em junho, situando-se abaixo do limite inferior do intervalo da programação monetária para o segundo trimestre (R\$ 220,3 bilhões - R\$ 258,7 bilhões). Esse resultado foi devido à não-efetivação, no trimestre, da reestruturação de dívidas estaduais, fator de caráter expansionista sobre a base monetária ampliada, cujos processos já se encontram em tramitação no Congresso Nacional. Com isso, a taxa de crescimento da base ampliada atingiu 10,6% no semestre e 29,3% em relação a igual mês do ano anterior.

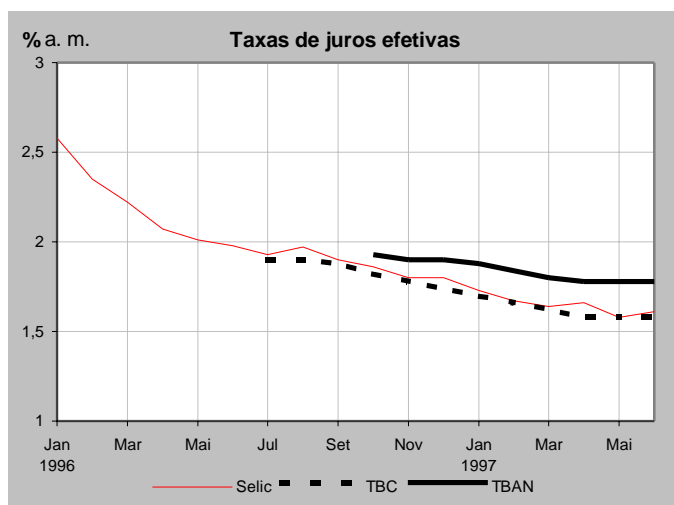
16. Os meios de pagamento (M1), no conceito de média dos saldos diários, situaram-se em R\$ 36,8 bilhões em junho, dentro do intervalo fixado pela programação monetária (R\$ 35,1 bilhões - R\$ 41,2 bilhões), equivalendo à variação anual de 26,8% e de 53,6% em 12 meses. A variação em 12 meses do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista situou-se em 30,7% e 71,5%, respectivamente.



17. O conceito de liquidez mais amplo da economia, M4, somou R\$ 351,3 bilhões ao final de junho, situando-se dentro do intervalo delimitado pela programação monetária (R\$ 337,5 bilhões - R\$ 396,2 bilhões), expandindo-se 9,05% no semestre e 25,38% em 12 meses.



18. O processo de queda gradual e contínua das taxas de juros básicas da economia foi interrompido no segundo trimestre, com a TBC e a TBAN mantendo-se inalteradas nos níveis de 1,58% a.m. e 1,78% a.m., respectivamente, durante o período. Esse trimestre caracterizou-se também pela maior volatilidade da taxa *over*/Selic efetiva média, notadamente em abril, quando distanciou-se da TBC, atingindo 1,66% ao mês. Em maio, a taxa Selic situou-se no mesmo nível da TBC (1,58%), elevando-se para 1,61% em junho.



### C. Perspectivas para o terceiro trimestre e para o ano de 1997

19. A política monetária permanece condicionada ao comportamento do nível da atividade econômica, em regime de baixa inflação, e adequada às restrições determinadas pelo setor externo. O processo de redução gradual das taxas de juros verificado no primeiro trimestre de 1997, foi contido no segundo trimestre diante da indefinição quanto ao comportamento das principais variáveis indicativas do nível de atividade econômica e da conveniência de assegurar nível confortável de reservas, frente a possíveis mudanças nas taxas de juros internacionais.

20. A taxa de crescimento do PIB em 1997 deverá ser superior à do ano anterior (3%), com melhor desempenho esperado nos três setores (agropecuária, indústria e serviços), destacando-se a recuperação das lavouras, o melhor desempenho da construção civil, associado em parte ao processo de privatização, e os resultados favoráveis de comunicações e transportes.

21. A expectativa de que a taxa de investimento supere a registrada no ano anterior é sustentada, principalmente, pela continuidade do programa de privatização, manutenção da estabilidade econômica e pelo crescimento observado nas importações de bens de capital. Ressalta-se, também, a trajetória de queda da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) praticada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, que em junho de 1997 situava-se em 10,15% a.a. ante 15,44% a.a. no mesmo mês do ano anterior.

22. Dentro do escopo de aperfeiçoamento dos instrumentos de política monetária, o Banco Central passará a divulgar, a partir de janeiro de 1998, as taxas básicas por ele administradas de forma anualizada, com base nos dias úteis. A nova sistemática evitará as oscilações bruscas observadas na formação das taxas na virada do mês e as conseqüentes operações de arbitragem. Ao mesmo tempo, aponta para o alongamento dos prazos das aplicações no mercado financeiro e para a maior estabilidade dos indicadores monetários.

23. O patamar de um dígito alcançado pela inflação anual deverá ser sustentado, mantendo-se a tendência de queda. Esse comportamento é determinado pelo processo de acomodação dos preços relativos, em virtude do menor impacto dos preços dos bens *nontradables*.

24. Quanto às finanças públicas, os recursos provenientes da CPMF, da prorrogação do Fundo de Estabilização Fiscal, bem como do processo de reestruturação do sistema financeiro e das dívidas estaduais contribuem para a continuidade do processo de ajuste. No entanto, deve-se ter presente que os ganhos auferidos com as medidas infra-constitucionais implementadas em 1996 (gastos com pessoal e previdência), tende a se esgotar no curto prazo. Igualmente, o desempenho das receitas deverá ser afetado pela postergação, para 1998, dos ganhos relativos às alterações no regulamento do imposto de renda.

25. Nesse contexto, prevalece a necessidade de promover as mudanças estruturais pendentes que concorrem para o efetivo equilíbrio fiscal e a conseqüente consolidação da estabilização econômica. Assim, faz-se imprescindível a conclusão das reformas administrativa e previdenciária, bem como a continuidade do programa de desestatização.

26. A magnitude do programa de desestatização e as suas perspectivas favoráveis devem ser destacadas não só pela contribuição à redução da dívida pública e a conseqüente desoneração do Estado, mas também pela canalização de importante fluxo de capitais estrangeiros. Esses recursos propiciam a incorporação de novas tecnologias, a ampliação da competitividade externa e a geração de novos empregos, ao mesmo tempo em que complementam o financiamento das contas externas.

27. Em relação ao setor externo, após os déficits comerciais observados nos primeiros meses de 1997, o comportamento das exportações e das importações no segundo trimestre aponta para relativa estabilização do saldo comercial. As exportações passaram a refletir as medidas de incentivos adotadas, devendo apresentar crescimento nas vendas de produtos industrializados a partir do segundo semestre, enquanto as taxas de crescimento das importações começam a apresentar sinais de arrefecimento.

28. Nesse contexto, o financiamento do déficit em transações correntes continua a se processar de forma confortável, tendo em vista as condições favoráveis de liquidez no mercado internacional, observando-se, inclusive, alteração qualitativa substancial nos fluxos de recursos externos, com a crescente participação de investimentos diretos.

#### D. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários

29. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre de 1997 e as suas estimativas para o final do ano levaram em consideração o cenário provável de comportamento e as metas governamentais para a inflação, o PIB, as taxas de juros, os impactos monetários decorrentes das operações do Tesouro Nacional, das intervenções do Banco Central no mercado de câmbio e das operações de redesconto ao sistema financeiro. A introdução da CPMF exerceu forte influência sobre a trajetória dos agregados monetários restritos no primeiro trimestre de 1997, resultando em significativa migração de recursos, especialmente dos FIF-CP para os depósitos à vista. Os resultados dos últimos meses indicam que o processo ficou restrito àquele trimestre. O quadro 2 apresenta as faixas projetadas para os agregados monetários ao final do terceiro trimestre e para o ano de 1997.

**Quadro 2. Programação monetária para 1997 <sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões	
	Terceiro trimestre	Ano
M1 <sup>2/</sup>	33,8 - 39,7	41,0 - 50,1
Base restrita <sup>2/</sup>	22,7 - 26,7	26,8 - 32,7
Base ampliada <sup>3/</sup>	225,8 - 265,1	230,3 - 281,5
M4 <sup>3/</sup>	340,4 - 399,6	346,8 - 423,8

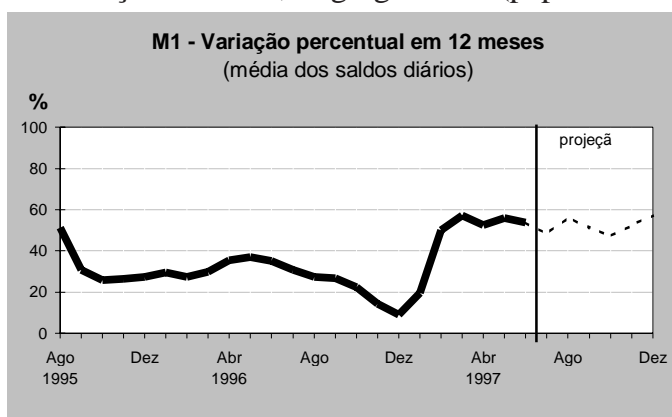
Fonte: Banco Central do Brasil

1/ Refere-se ao último mês do período.

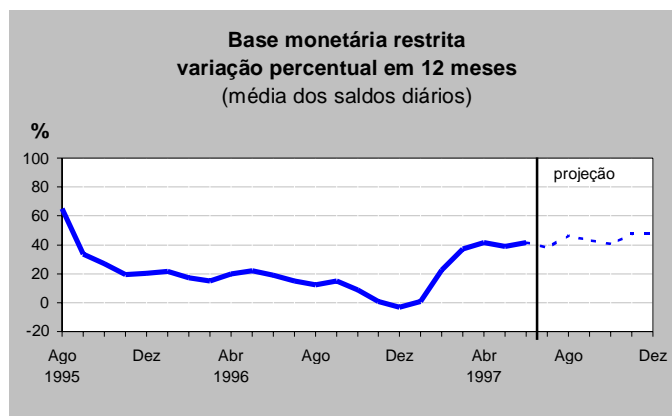
2/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

3/ Saldos em fim de período.

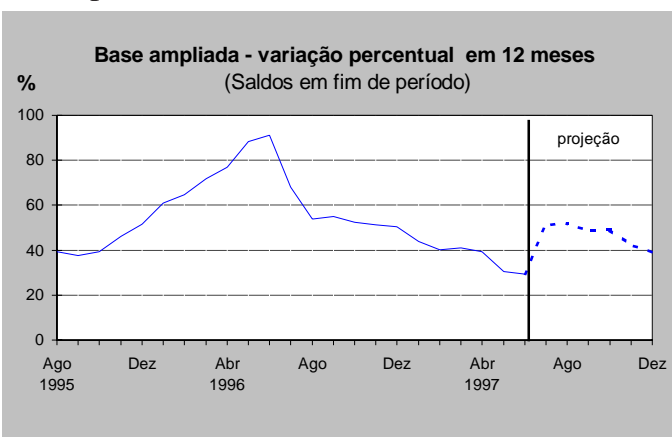
30. Com o impacto da cobrança da CPMF, o agregado M1 (papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista) alcançou patamar mais elevado, fazendo com que a projeção da taxa de variação em 12 meses da sua média mensal apresente crescimento de 51,3% em setembro e de 57,1% em dezembro de 1997.



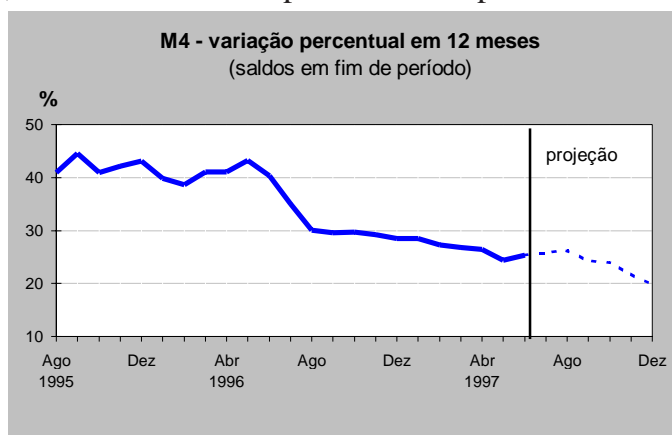
31. A partir do comportamento previsto para a demanda por moeda (M1) e para o multiplicador monetário, bem como para um cenário de estabilidade para as alíquotas dos depósitos compulsórios sobre recursos à vista, chegou-se ao crescimento em 12 meses para a base monetária (papel-moeda emitido mais reservas bancárias) de 43,2% em setembro e de 47,9% em dezembro de 1997.



32. A projeção da base ampliada (uma medida da dívida bruta interna federal em moeda e em títulos), na pressuposição de neutralidade, para o período, no comportamento dos fatores condicionantes da base monetária restrita, deverá ter como principal fator expansionista nos próximos meses as operações de reestruturação de dívidas estaduais, com implementação prevista para o período. Assim, projeta-se, para esse agregado, variação em 12 meses de 48,7% em setembro e de 39,1% em dezembro de 1997.



33. Da mesma forma, e consistente com o padrão de comportamento dos demais agregados, estimou-se crescimento em 12 meses para o agregado M4 de 24,4% em setembro e de 19,6 % em dezembro de 1997.



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

**Quadro 3. Evolução dos agregados monetários <sup>1/</sup>**

Discriminação	1996		1997					
	Ano		Segundo trimestre		Terceiro trimestre <sup>2/</sup>		Ano <sup>2/</sup>	
	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>	29,0	9,1	36,8	53,7	36,7	51,3	45,6	57,1
Base restrita <sup>4/</sup>	20,1	-3,1	24,7	41,6	24,7	43,2	29,7	47,9
Base ampliada <sup>5/</sup>	184,1	50,5	203,6	29,3	245,4	48,7	255,9	39,1
M4 <sup>5/</sup>	322,1	28,5	351,3	25,4	370,0	24,4	385,3	19,6

Fonte: Banco Central do Brasil

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.

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

#### Quadro 4. Multiplicador monetário <sup>1/</sup>

Discriminação	1996		1997					
	Ano		Segundo trimestre		Terceiro trimestre <sup>2/</sup>		Ano <sup>2/</sup>	
	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>	1,442	12,6	1,488	8,5	1,488	5,7	1,532	6,2
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,232	-53,4	0,394	-1,0	0,393	20,9	0,354	52,6
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,505	18,5	0,371	-15,1	0,371	-21,1	0,381	-24,6
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,750	-14,6	1,726	-3,0	1,507	-16,3	1,506	-13,9

Fonte: Banco Central do Brasil

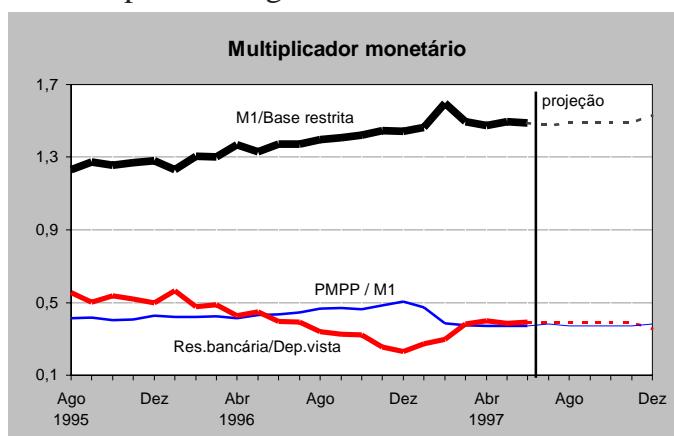
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

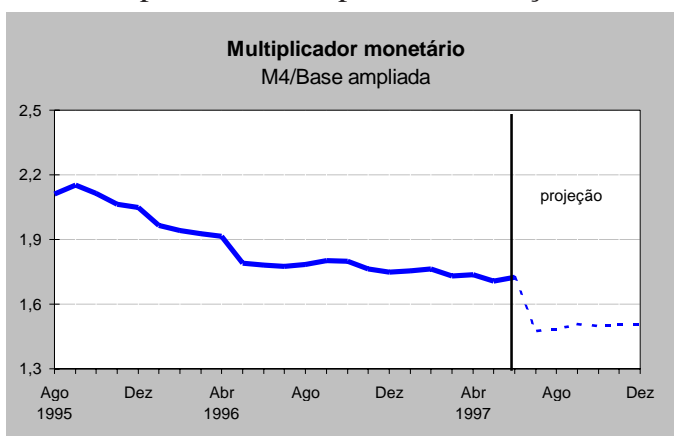
3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

36. Como resultado de um período significativo de estabilidade de preços, não se espera grande volatilidade nos valores futuros do multiplicador da base monetária restrita, embora o processo de monetização ainda não tenha se esgotado por completo.



37. O multiplicador da base ampliada deverá apresentar redução em seus níveis atuais no segundo semestre de 1997, refletindo as operações associadas à reestruturação das dívidas estaduais, uma vez que parte delas não deverá ter impacto sobre o M4, apesar de sua influência na base ampliada.



## Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses 1/	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 2/	35,1 - 41,2	59,3	36,8	53,6
Base restrita 2/	24,0 - 28,1	49,3	24,7	41,6
Base ampliada 3/	220,3 - 258,7	52,1	203,6	29,3
M4 3/	337,5 - 396,2	30,9	351,3	25,4

Fonte: Banco Central do Brasil

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

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

3/ Saldo em fim de período.

**Quadro 2. Programação monetária para 1997 1/**

Discriminação	R\$ bilhões	
	Terceiro trimestre	Ano
M1 2/	33,8 - 39,7	41,0 - 50,1
Base restrita 2/	22,7 - 26,7	26,8 - 32,7
Base ampliada 3/	225,8 - 265,1	230,3 - 281,5
M4 3/	340,4 - 399,6	346,8 - 423,8

Fonte: Banco Central do Brasil

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

3/ Saldo em fim de período.

**Quadro 3. Evolução dos agregados monetários <sup>1/</sup>**

Discriminação	1996		1997					
	Ano		Segundo trimestre		Terceiro trimestre <sup>2/</sup>		Ano <sup>2/</sup>	
	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>	29,0	9,1	36,8	53,7	36,7	51,3	45,6	57,1
Base restrita <sup>4/</sup>	20,1	-3,1	24,7	41,6	24,7	43,2	29,7	47,9
Base ampliada <sup>5/</sup>	184,1	50,5	203,6	29,3	245,4	48,7	255,9	39,1
M4 <sup>5/</sup>	322,1	28,5	351,3	25,4	370,0	24,4	385,3	19,6

Fonte: Banco Central do Brasil

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 4. Multiplicador monetário <sup>1/</sup>**

Discriminação	1996		1997					
	Ano		Segundo trimestre		Terceiro trimestre <sup>2/</sup>		Ano <sup>2/</sup>	
	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 <sup>3/</sup>	1,442	12,6	1,488	8,5	1,488	5,7	1,532	6,2
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,232	-53,4	0,394	-1,0	0,393	20,9	0,354	52,6
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,505	18,5	0,371	-15,1	0,371	-21,1	0,381	-24,6
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,750	-14,6	1,726	-3,0	1,507	-16,3	1,506	-13,9

Fonte: Banco Central do Brasil

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.