

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

1997

Dezembro – 1996

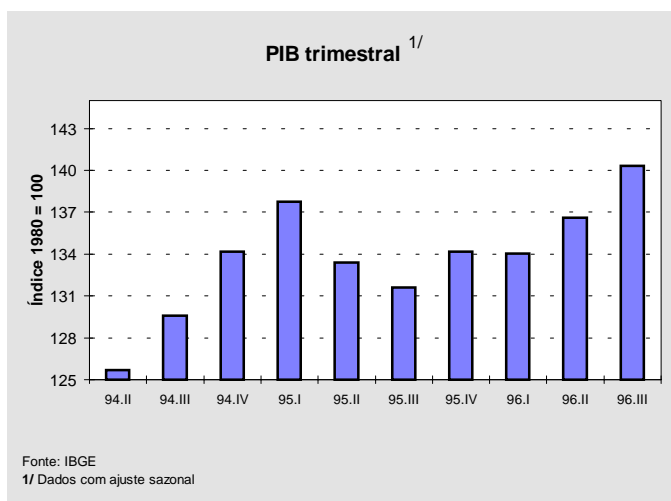


BANCO CENTRAL DO BRASIL

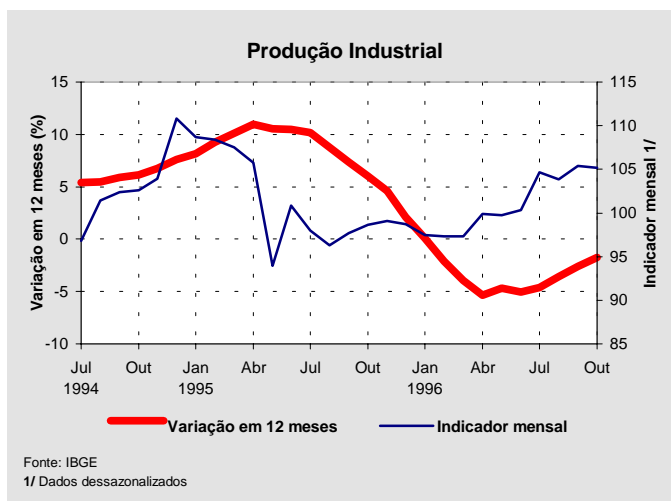
Programação Monetária para o primeiro trimestre de 1997

A. A economia no quarto trimestre e no ano de 1996

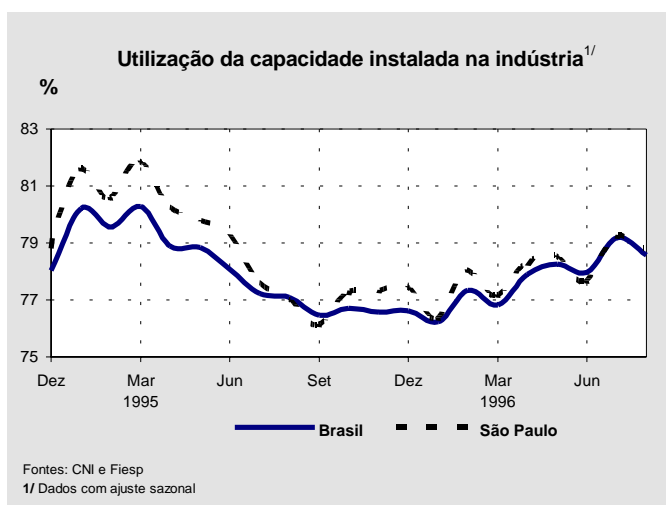
1. No terceiro trimestre de 1996, o Produto Interno Bruto (PIB) registrou crescimento de 2,73% em relação ao trimestre imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal, constituindo-se no desempenho mais significativo desde o início de 1995. O crescimento mais expressivo localizou-se no setor agropecuário (5,64%), com destaque para lavouras (9,14%). A indústria também apresentou crescimento importante (3,65%), sendo que o da indústria de transformação atingiu 4,23%.



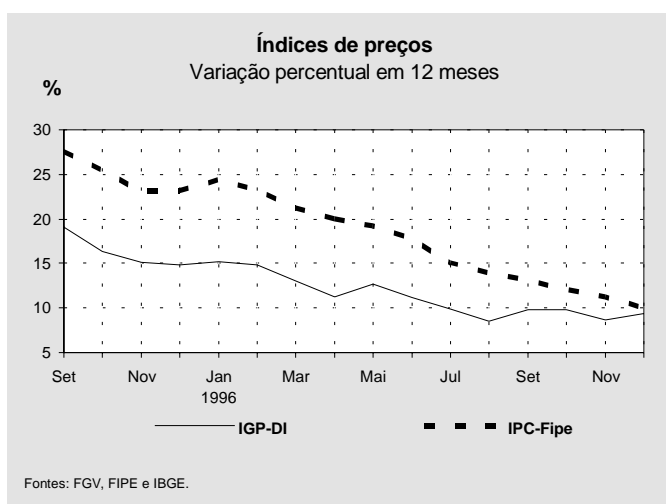
2. A produção industrial, medida pelo IBGE, mostrou queda de 0,17% em outubro sobre o mês anterior. Após o crescimento de 4,3% em julho, a série dessazonalizada tem se mantido no mesmo patamar. Indicadores do nível de atividade apontam para uma melhora em novembro de 1996: estima-se que o crescimento da produção industrial tenha atingido 2,5% naquele mês.



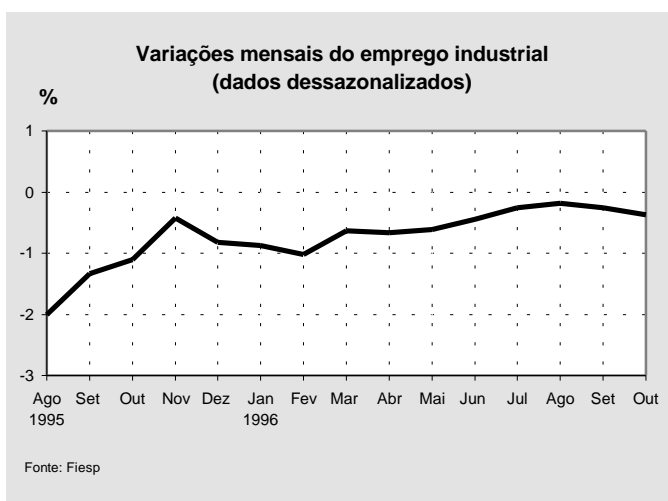
3. A utilização da capacidade instalada ao longo do segundo semestre (79%) foi nitidamente superior à do primeiro, mas não chegou a alcançar os níveis registrados ao final de 1994 e início de 1995. Muito embora o ritmo de crescimento industrial tenha se mantido em elevado patamar nos últimos meses, não se registraram problemas quanto à oferta interna ou ao nível de preços.



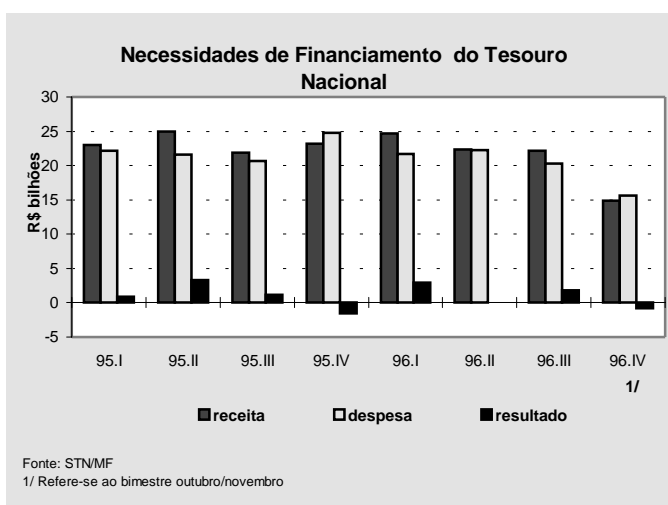
4. Os índices de preços ao consumidor continuaram a apresentar desaceleração no último trimestre de 1996, acentuando a convergência com os índices gerais, refletindo certa simetria de comportamento entre os preços dos bens *tradables* e *nontradables*. As variações percentuais em 12 meses dos índices do IPC-Fipe e do IGP-DI, que registravam taxas respectivas de 24,4% e 15,3% em janeiro de 1996, declinaram no decorrer do ano, atingindo, em dezembro, 10,0% e 9,3%. Cabe ressaltar que, mesmo nos momentos em que a economia mostrou-se mais aquecida, ao longo de 1996, a inflação foi mantida sob controle. As altas dos índices de preços registradas em alguns meses decorreram, em grande parte, de reajustes das tarifas públicas.



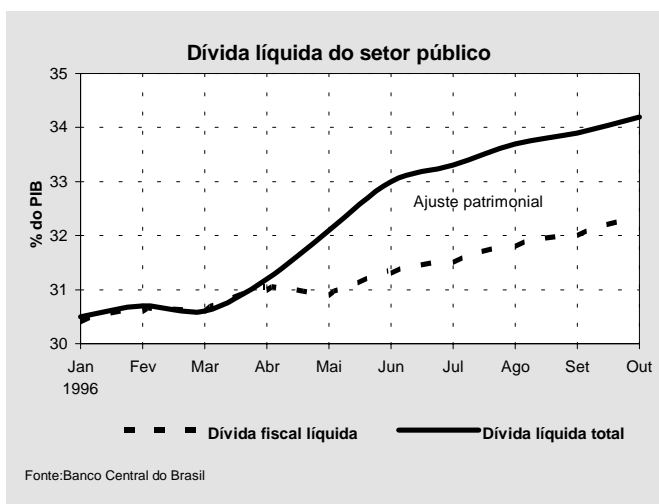
5. O indicador do nível de emprego do Ministério do Trabalho mostrou crescimento de 0,2% até outubro, principalmente pela evolução positiva da ocupação na construção civil e nos serviços. No que se refere ao emprego industrial no Estado de São Paulo, a intensidade de queda reduziu-se nos meses em que a economia apresentou melhores resultados, particularmente no terceiro trimestre, quando o indicador da Fiesp mostrou maior estabilidade. A evolução do emprego na indústria paulista também reflete o processo de descentralização industrial presente nos últimos anos.



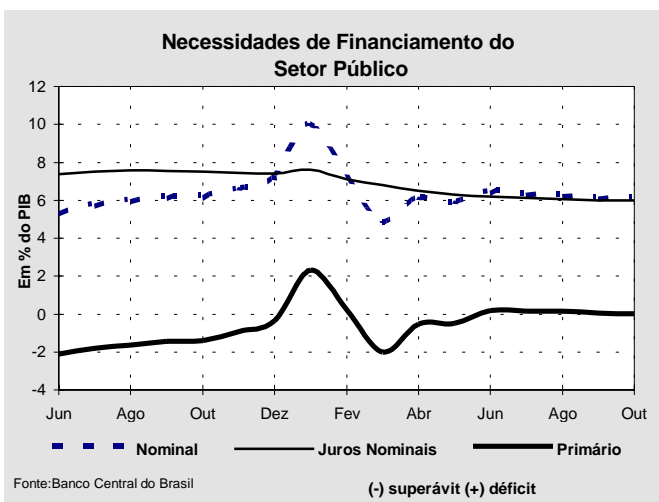
6. No bimestre outubro/novembro, a execução financeira do Tesouro Nacional, no conceito de necessidades de financiamento, apresentou déficit primário de R\$ 826 milhões, ocasionado principalmente pelo maior dispêndio com a rubrica “outros custeios e investimentos”. O fluxo acumulado de janeiro a novembro manteve-se superavitário em R\$ 4,0 bilhões, equivalente a 0,57% do PIB (0,93% em igual período de 1995). As receitas atingiram R\$ 84 bilhões, com queda de 1,1% em relação a igual período de 1995, enquanto as despesas totalizaram R\$ 80 bilhões, com crescimento de 1,8%. Apesar do pior desempenho fiscal relativamente a 1995, o Tesouro obteve déficit operacional de 1,11% do PIB, próximo do patamar de 1,01% alcançado em igual período do ano anterior, possibilitado pela redução das despesas (competência) com juros reais, que registraram queda de 11,4%. A execução de caixa do Tesouro, por sua vez, apresentou, no bimestre, déficit de R\$ 2,5 bilhões, devido à concentração de pagamentos dos juros da dívida externa em outubro, acumulando, no ano, até novembro, resultado negativo de R\$ 7,8 bilhões, sendo R\$ 2,2 bilhões referentes à rubrica “restos a pagar”.



7. A dívida líquida do setor público totalizou R\$ 260,3 bilhões em outubro de 1996, equivalendo a 34,2% do PIB, comparativamente a 29,9% ao final de 1995. Parte desse crescimento (1,9% do PIB), ocorreu em virtude da capitalização do Banco do Brasil e do reconhecimento de dívidas de exercícios anteriores. Excluindo-se esses ajustes patrimoniais da dívida líquida, obtém-se a dívida fiscal líquida, que em outubro totalizou R\$ 245,9 bilhões, equivalentes a 32,3% do PIB. A partir de junho, no entanto, observou-se certa estabilidade no crescimento da dívida total, tendo a dívida interna líquida atingido R\$ 227,3 bilhões, em outubro, enquanto o endividamento externo líquido alcançou R\$ 33,0 bilhões.

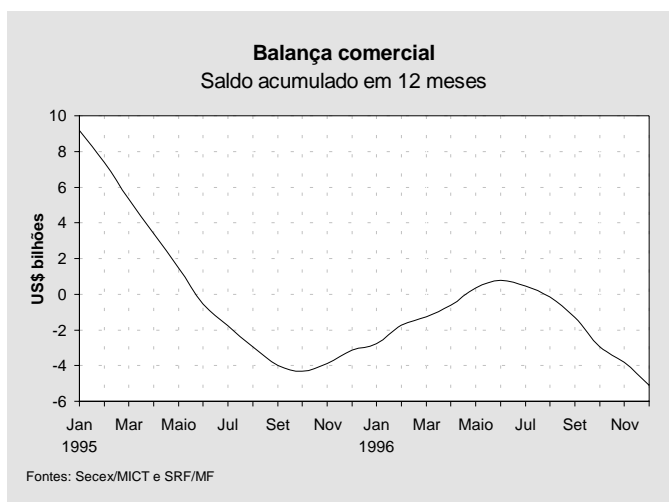


8. As necessidades de financiamento do setor público (NFSP) apresentaram déficit primário acumulado até outubro de 0,02% do PIB, ante 0,06% até setembro. Esse resultado desfavorável relativamente a igual período de 1995, quando foi registrado superávit de 1,4% do PIB, derivou da redução do superávit do governo federal e Banco Central, que passou de 1,32% do PIB em 1995 para 0,48% em 1996 e do aumento do déficit dos estados e municípios de 0,13% para 0,81% do PIB, respectivamente, enquanto o superávit das estatais aumentou de 0,21% para 0,31% do PIB.



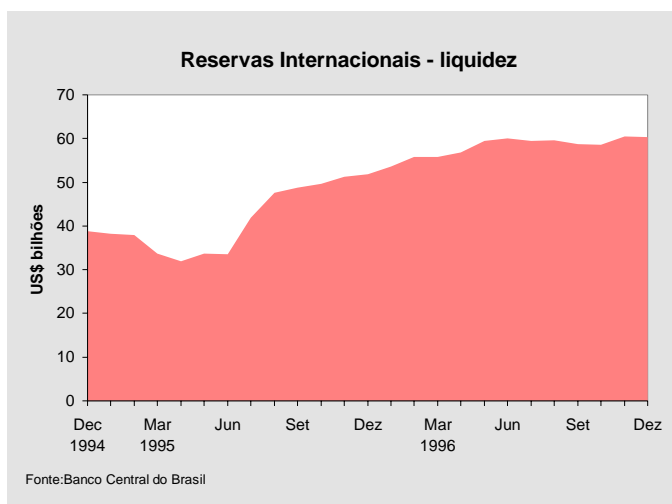
9. Os recursos arrecadados com as privatizações no âmbito federal atingiram US\$ 4,1 bilhões em 1996, destacando-se a participação dos setores elétrico e ferroviário, responsáveis por 58% e 36%, respectivamente, dessas receitas. Os programas estaduais de privatização tiveram início, praticamente, em 1996, gerando US\$ 1,3 bilhão de recursos.

10. A balança comercial apresentou déficit estimado em US\$ 5 bilhões no exercício de 1996, com as importações crescendo em ritmo mais acelerado do que as exportações, 6,4% (estimado), contra 2,7%. O crescimento da economia, especialmente no segundo semestre, determinou o aumento do déficit no ano - além da maior demanda por bens importados, a oferta para vendas externas foi deslocada em parte para o mercado interno. A participação, em conjunto, dos bens de capital e insumos (inclusive combustíveis) na pauta de importações, considerados os primeiros 11 meses, evoluiu de 78% em 1995 para 82% em 1996.



11. Em 1996, a participação estimada do déficit em transações correntes no PIB atingiu 3,1%, superior, portanto, aos 2,5% registrados ao final de 1995. No entanto, o financiamento desse déficit apresentou melhora importante no que se refere ao seu perfil, com aumento da participação relativa dos empréstimos de médio e longo prazos e, particularmente, dos investimentos diretos, cujos ingressos líquidos aumentaram de US\$ 3,9 bilhões em 1995 para US\$ 9,4 bilhões em 1996.

12. A consequência desse aumento no influxo global de capitais foi representada pelo ganho de US\$ 8,3 bilhões de reservas internacionais, cujo saldo, no conceito de liquidez internacional, atingiu US\$ 60,1 bilhões ao final de 1996. O ganho de reservas no último trimestre situou-se em US\$ 1,3 bilhão, após a estabilidade registrada ao longo do terceiro trimestre.



13. A contratação de câmbio, no segmento de taxas livres, apresentou ingresso líquido de US\$ 7,5 bilhões no quarto trimestre de 1996, com a movimentação

comercial registrando déficit de US\$ 340 milhões, enquanto as transações financeiras denotaram superávit de US\$ 7,8 bilhões, destacando-se os substanciais aportes na forma de investimentos diretos e de empréstimos em moeda.

B. Política Monetária no quarto trimestre de 1996

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, alcançou R\$ 20,0 bilhões em dezembro, ficando ligeiramente abaixo do limite inferior constante da programação monetária para o quarto trimestre de 1996, na qual foram estimados valores no intervalo de R\$ 20,6 bilhões a R\$ 24,2 bilhões. O montante apresentado por esse agregado monetário em dezembro mostrou declínio de 3,4% em relação ao correspondente mês do ano anterior e expansão de 18,9% comparativamente a novembro último. Dentre os componentes da base monetária, as reservas bancárias apresentaram declínio de 57,0% no período de 12 meses encerrado em dezembro, enquanto o papel-moeda emitido expandiu-se em 27,6%.

Quadro 1. Resultados ocorridos e previstos pela programação monetária no quarto trimestre de 1996

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{1/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{2/}	28,6 - 33,6	16,9	29,0	9,2
Base restrita ^{2/}	20,6 - 24,2	7,8	20,0	-3,4
Base ampliada ^{3/}	159,4 - 187,1	41,6	184,5	50,9
M4 ^{3/}	289,0 - 339,2	25,3	323,0	28,9

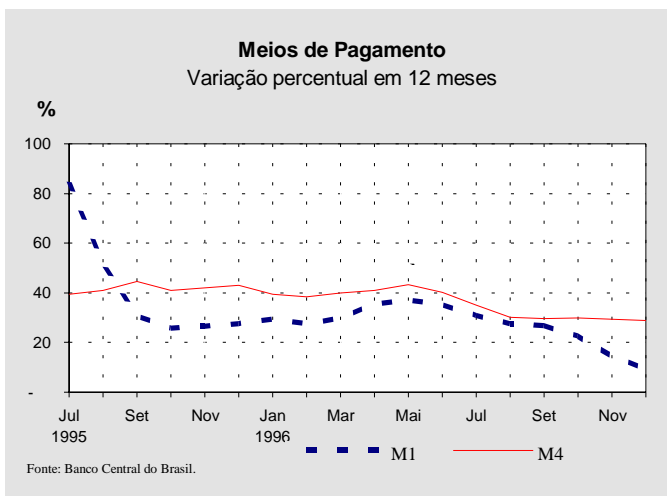
^{1/} Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

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

^{3/} Saldos em fim de período, dados preliminares.

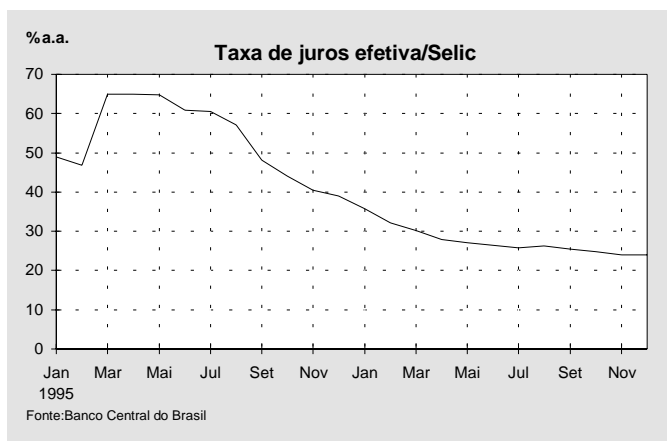
15. A base monetária ampliada, composta pela base monetária restrita acrescida dos títulos públicos federais e dos demais compulsórios em espécie, alcançou R\$ 184,5 bilhões em dezembro, situando-se dentro do intervalo estimado por meio da programação monetária (R\$ 159,4 bilhões - R\$ 187,1 bilhões) e apresentando crescimentos de 11,4% no quarto trimestre e de 50,9% em relação a dezembro de 1995.

16. A média dos saldos diários do M1 situou-se em R\$ 29 bilhões no mês de dezembro, dentro do intervalo estimado por meio da programação monetária para o quarto trimestre (R\$ 28,6 bilhões - R\$ 33,6 bilhões), com crescimento de 19,2% em relação ao mês de novembro, fruto do aumento sazonal na demanda por moeda provocado pelo período de festas de final de ano. Em 1996, esse agregado denotou expansão de 9,2%.



17. O M4, conceito de liquidez mais abrangente da economia, atingiu R\$ 323 bilhões ao final de dezembro, com crescimentos respectivos de 28,9% e de 3,2%, no ano e no mês, tendo-se mantido, também, dentro dos limites estimados na programação monetária para o quarto trimestre de 1996 (R\$ 289,0 bilhões - R\$ 339,2 bilhões).

18. Durante o ano de 1996, manteve-se a redução gradual nas taxas de juros da economia, com as perspectivas na área fiscal impedindo queda ainda mais acentuada. Ao longo do quarto trimestre, manteve-se essa política, como pode ser atestado pelo comportamento da taxa efetiva Selic, que passou de 24,75% a.a., em outubro para 23,87% a.a., ao final de 1996, enquanto em dezembro de 1995 situava-se em 38,96% a.a..



19. No ano de 1996 ocorreu o aperfeiçoamento dos instrumentos de política monetária, com o mecanismo de redesconto sendo fortalecido e o mercado passando a participar mais ativamente na determinação das taxas de juros. Foram criadas a TBC - Taxa Básica do Banco Central e a TBAN - Taxa de Assistência do Banco Central, que determinam o custo do redesconto para as instituições financeiras, sendo essas taxas fixadas em função das garantias oferecidas e da frequência com que as instituições recorrem à assistência financeira por parte da Autoridade Monetária.

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

20. A diretriz da política monetária consiste na manutenção da tendência de flexibilização que teve lugar no transcorrer de 1996, de redução gradual das taxas de juros. Essa postura deverá garantir nível de crédito suficiente para a economia crescer no próximo trimestre, período ao longo do qual o nível de atividade é tradicionalmente impulsionado pelo setor agrícola.

21. As perspectivas para o ano são de que a economia cresça a taxa superior à registrada em 1996, dada a trajetória esperada de taxas de juros cadentes.

22. Prevê-se que a inflação em 1997 deverá situar-se entre 6% e 7%, confirmando a consolidação do processo de desindexação da economia. As expectativas para o primeiro trimestre são de que os índices de preços deverão comportar-se como nos últimos meses de 1996, com taxas de crescimento da ordem de 0,5% a.m., sendo eventuais variações explicadas por fatores sazonais.

23. As perspectivas de desempenho das contas públicas para 1997 afiguram-se favoráveis. Além da aprovação das mudanças constitucionais no campo das reformas administrativa, previdenciária e tributária, o Governo conta com os resultados de medidas infraconstitucionais, adotadas no final de 1996, no sentido de promover avanços na redução do desequilíbrio fiscal do setor público. A meta para 1997 consiste na obtenção de superávit primário de 1,5% do PIB, sendo de 1% por parte do governo central, de 0,5% pelas empresas estatais e de equilíbrio nas contas dos estados e municípios.

24. Além do efeito esperado de maior arrecadação de tributos decorrente do crescimento econômico mais elevado, as receitas deverão aumentar devido a medidas como a alteração da legislação tributária, a mudança na base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido e a criação da Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira (CPMF). Do lado da contenção da despesa, destacam-se a demissão de servidores não-estáveis, a extinção da ascensão funcional para a classe superior quando da aposentadoria, a restrição do sistema de gratificação por substituições eventuais e a vedação do pagamento de horas-extras. Além disso, prevê-se a extinção de cerca de mil cargos na administração direta, cujas atividades são consideradas desnecessárias ou passíveis de terceirização.

25. Na área da desestatização, a proposta orçamentária para 1997 destina toda a receita de privatização, no âmbito federal, para a amortização da dívida pública.

Deve-se destacar, ainda, o pretendido impulso ao programa, quanto à sua abrangência e velocidade, inclusive com o incremento das vendas das empresas estatais estaduais e das concessões de serviços públicos.

26. 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 a redução de gastos públicos e com a privatização de empresas estaduais.

27. O resultado do balanço de pagamentos para 1997 deverá apresentar-se mais equilibrado, possibilitando relativa estabilidade no nível das reservas internacionais. Espera-se reação favorável por parte das exportações diante das medidas de incentivo e do processo de reestruturação e modernização da indústria nacional, dado o ambiente de maior competição proporcionado por uma economia aberta. Ademais, estimam-se maiores ingressos de capitais estrangeiros, de prazos mais longos, principalmente sob a forma de investimentos diretos.

D. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários.

28. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 1997 e a estimativa dos indicadores para o final do ano levaram em consideração cenário provável de comportamento da inflação, do PIB, das taxas de juros, do setor externo, do Tesouro Nacional e da assistência de liquidez ao sistema financeiro. A introdução de ônus sobre a movimentação de recursos, representado pela CPMF, elevou o grau de incerteza a respeito do comportamento esperado dos agentes

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

R\$ bilhões

Discriminação	Primeiro trimestre	Ano
M1 ^{2/}	33,2 - 39,0	34,6 - 42,3
Base restrita ^{2/}	23,3 - 27,3	25,2 - 30,9
Base ampliada ^{3/}	191,5 - 224,8	215,3 - 263,1
M4 ^{3/}	323,9 - 380,2	361,6 - 441,9

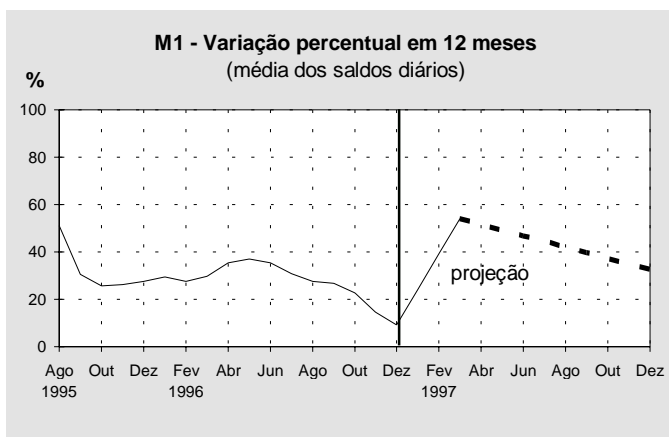
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Média dos saldos dos dias úteis no mês.

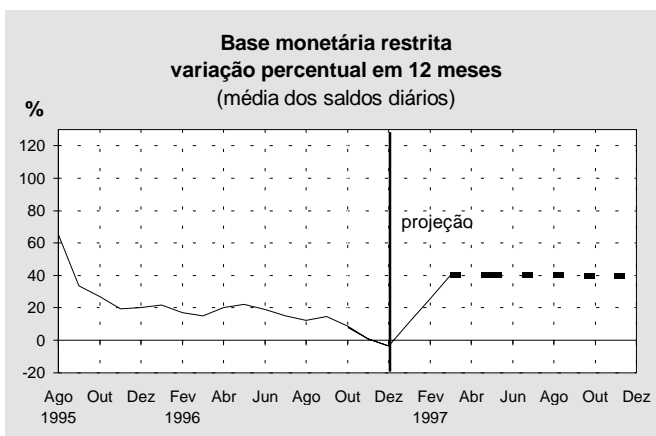
3/ Saldos em fim de período.

econômicos, resultando em dificuldade adicional para a projeção dos agregados mais líquidos. O quadro anterior apresenta as faixas projetadas para os agregados monetários ao final do primeiro trimestre e para o ano de 1997.

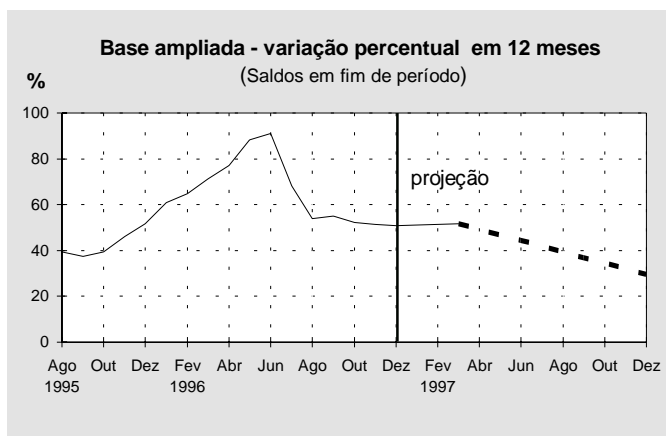
29. A cobrança da CPMF, com início previsto para 23.01.97, deverá reduzir as aplicações nos fundos de curto prazo, fazendo com que a projeção da taxa de variação em 12 meses da média mensal do agregado M1 (papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista) apresente crescimento de 54,0% em março e 32,6% em dezembro de 1997.



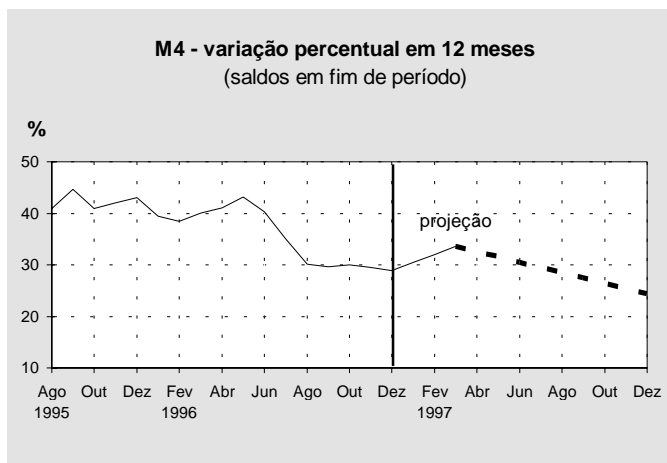
30. A partir do comportamento previsto para a demanda por moeda (M1) e baseado na trajetória esperada para o multiplicador monetário, que estima tendência de crescimento da relação PMPP/M1 e estabilidade nos recolhimentos compulsórios, chegou-se ao crescimento em 12 meses para a base monetária (papel-moeda emitido mais reservas bancárias) de 40,2% em março e de 39,9% em dezembro de 1997.



31. A projeção da base ampliada, que leva em consideração expectativa de neutralidade para 1997 no comportamento das fontes de expansão/contração da base monetária restrita, continua apontando tendência de desaceleração no crescimento, alcançando variação, em 12 meses, de 51,7% em março e de 29,6% em dezembro de 1997.



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



33. A evolução dos agregados monetários em 1997 é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores previstos e as variações em 12 meses. Os dados para o primeiro 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 ^{2/}			
	Terceiro trimestre		Quarto trimestre		Primeiro trimestre		Ano	
	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/}	24,3	26,8	29,0	9,2	36,1	54,0	38,5	32,6
Base restrita ^{4/}	17,2	14,8	20,0	-3,4	25,3	40,2	28,0	39,9
Base ampliada ^{5/ 6/}	165,9	55,7	184,5	50,9	208,2	51,7	239,2	29,6
M4 ^{5/ 6/}	296,1	28,9	323,0	28,9	352,1	33,6	401,8	24,4

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.

6/ Dados preliminares para o quarto trimestre.

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

Quadro 4. Multiplicador monetário ^{1/}

Discriminação	1996				1997 ^{2/}			
	Terceiro trimestre		Quarto trimestre		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 ^{3/}	1,408	10,4	1,448	13,0	1,428	9,8	1,373	-5,2
Res.bancárias / Dep.vista ^{3/}	0,325	-35,1	0,227	-54,3	0,235	-51,7	0,212	-6,6
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,469	12,5	0,504	18,3	0,516	22,0	0,578	14,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,800	-16,4	1,750	-14,6	1,691	-11,9	1,680	-4,0

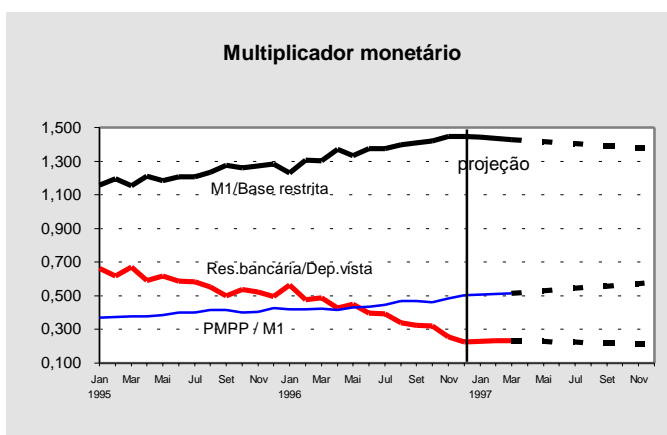
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

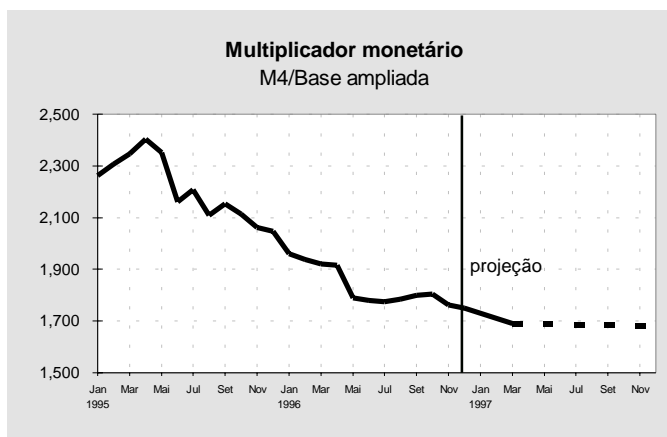
3/ Média dos saldos dos dias úteis no mês.

4/ Saldos em fim de período.

35. Não obstante as incertezas acerca dos efeitos da CPMF nos componentes dos meios de pagamento, espera-se manutenção no crescimento da relação "papel-moeda em poder do público/M1", o que deverá provocar pequena queda no multiplicador da base monetária restrita.



36. O multiplicador da base ampliada deverá apresentar relativa estabilidade ao longo do ano de 1997, refletindo a trajetória de normalização do crédito privado.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados ocorridos e previstos pela programação monetária no quarto trimestre de 1996

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{1/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{2/}	28,6 - 33,6	16,9	29,0	9,2
Base restrita ^{2/}	20,6 - 24,2	7,8	20,0	-3,4
Base ampliada ^{3/}	159,4 - 187,1	41,6	184,5	50,9
M4 ^{3/}	289,0 - 339,2	25,3	323,0	28,9

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, dados preliminares.

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

R\$ bilhões

Discriminação	Primeiro trimestre	Ano
M1 ^{2/}	33,2 - 39,0	34,6 - 42,3
Base restrita ^{2/}	23,3 - 27,3	25,2 - 30,9
Base ampliada ^{3/}	191,5 - 224,8	215,3 - 263,1
M4 ^{3/}	323,9 - 380,2	361,6 - 441,9

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 ^{2/}			
	Terceiro trimestre		Quarto trimestre		Primeiro trimestre		Ano	
	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/}	24,3	26,8	29,0	9,2	36,1	54,0	38,5	32,6
Base restrita ^{4/}	17,2	14,8	20,0	-3,4	25,3	40,2	28,0	39,9
Base ampliada ^{5/ 6/}	165,9	55,7	184,5	50,9	208,2	51,7	239,2	29,6
M4 ^{5/ 6/}	296,1	28,9	323,0	28,9	352,1	33,6	401,8	24,4

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.

6/ Dados preliminares para o quarto trimestre.

Quadro 4. Multiplicador monetário ^{1/}

Discriminação	1996				1997 ^{2/}			
	Terceiro trimestre		Quarto trimestre		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 ^{3/}	1,408	10,4	1,448	13,0	1,428	9,8	1,373	-5,2
Res.bancárias / Dep.vista ^{3/}	0,325	-35,1	0,227	-54,3	0,235	-51,7	0,212	-6,6
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,469	12,5	0,504	18,3	0,516	22,0	0,578	14,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,800	-16,4	1,750	-14,6	1,691	-11,9	1,680	-4,0

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.