

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

1997

Setembro – 1997

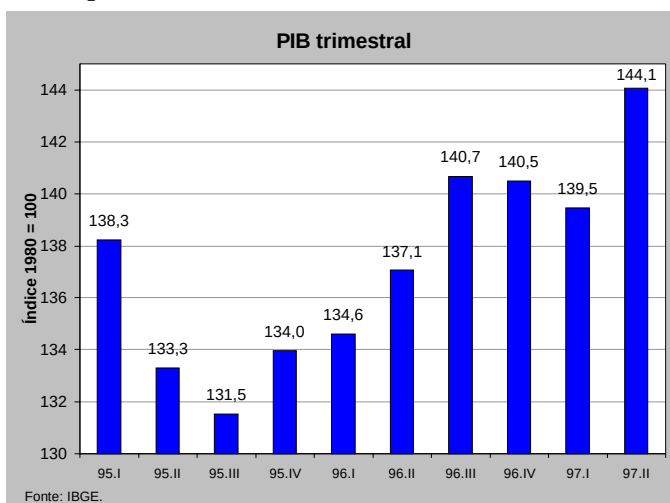


BANCO CENTRAL DO BRASIL

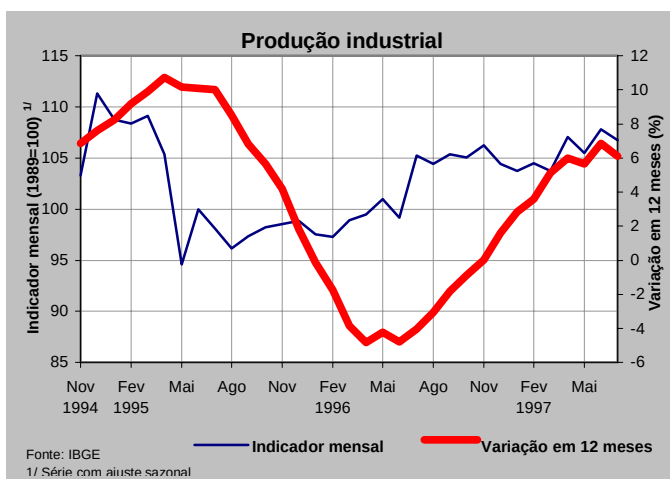
Programação monetária para o quarto trimestre de 1997

A. A economia no terceiro trimestre de 1997

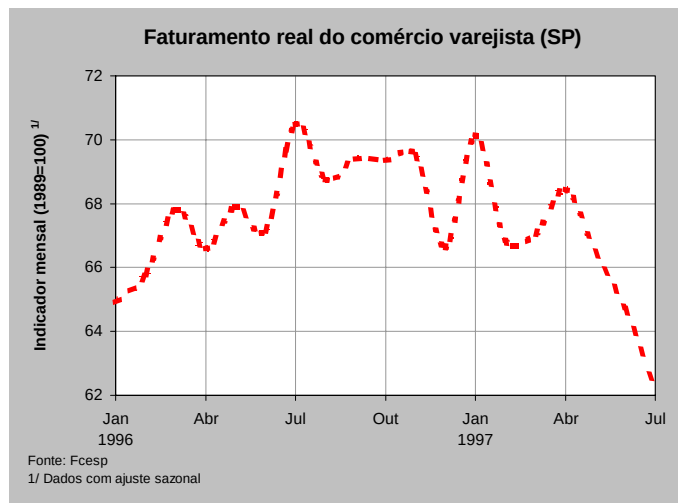
1. Após queda de 0,7% no primeiro trimestre de 1997, o Produto Interno Bruto (PIB) registrou expansão de 3,3% no segundo trimestre, na série com ajuste sazonal. Considerando a média dos últimos quatro trimestres, que corresponde ao terceiro ano do Plano Real, o crescimento do PIB atingiu 5,1%, resultado do incremento de 7,3% da indústria, de 5,8% da agropecuária e de 3,1% dos serviços.



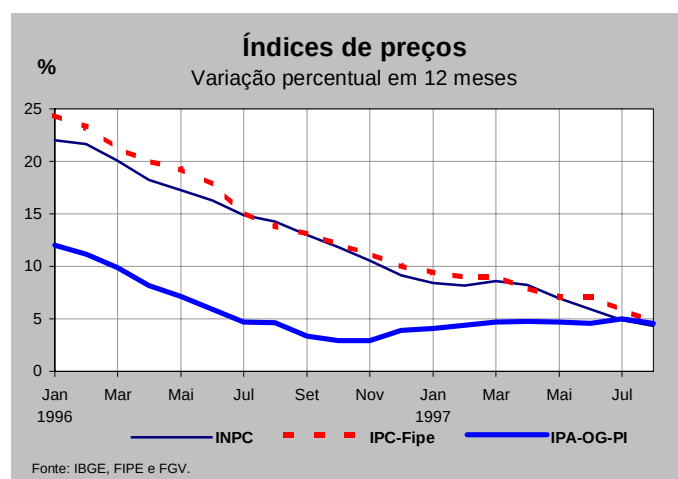
2. A produção industrial, ajustada sazonalmente, apresentou estabilidade em julho, comparativamente à média do segundo trimestre, quando havia registrado aumento de 3% em relação ao trimestre imediatamente anterior. Nos sete primeiros meses de 1997, a indústria apresentou crescimento de 5,2%, liderado pela produção de bens de consumo duráveis e de bens intermediários.



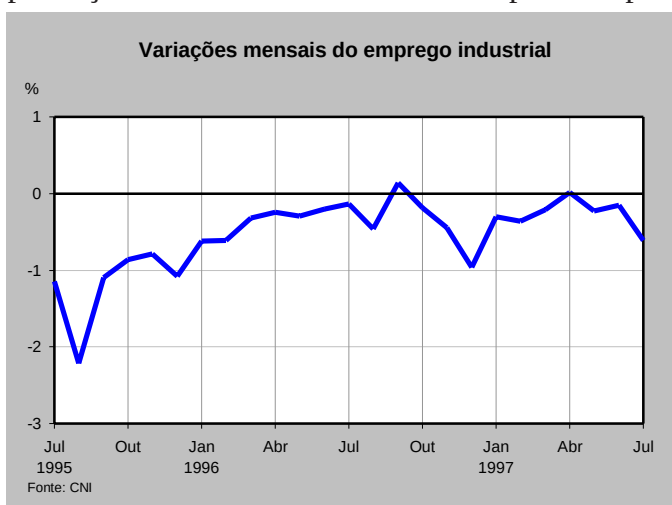
3. O faturamento real do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo apresentou comportamento oposto ao da produção industrial em julho, tendo caído 6,6% em relação à média do segundo trimestre. A redução do faturamento geral atingiu 1,4% no ano, destacando-se a queda de 9,1% no segmento de bens duráveis.



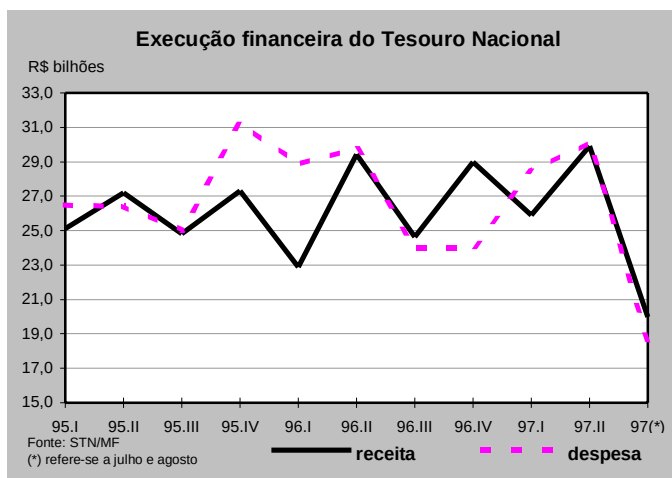
4. Os índices de preços mantiveram tendência declinante das taxas anuais nos meses de julho e agosto. As variações do INPC e do IPC-Fipe acumularam, nos 12 meses findos em agosto, 4,3% e 4,6%, respectivamente, ante 5,9% e 7,1%, até junho. O ritmo de crescimento anual dos preços industriais no atacado apresentou estabilidade, com a variação do IPA-OG - produtos industriais mantendo-se em 4,6% em junho e em agosto. Os resultados dos índices de preços evidenciaram maior convergência entre os preços dos produtos comercializáveis e não comercializáveis.



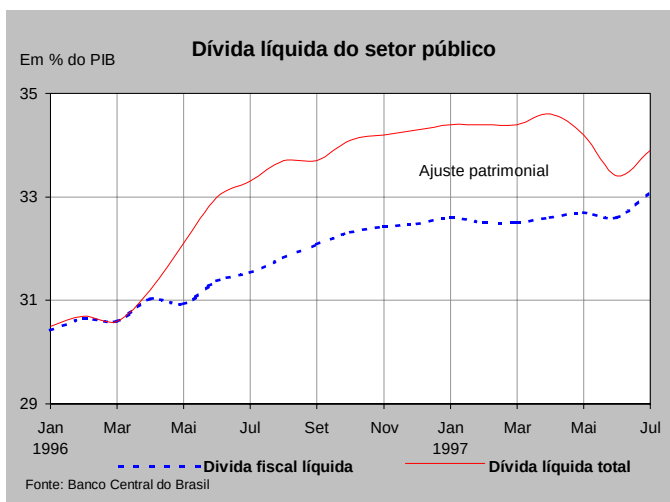
5. A recuperação da produção industrial não tem sido acompanhada pelo aumento do número de postos de trabalho, o que sugere a continuidade do processo de ajustamento do setor, principalmente devido à maior inserção externa da economia. Nesse sentido, o nível de emprego na indústria brasileira, em julho, foi 1,8% inferior ao de dezembro de 1996, segundo a Confederação Nacional da Indústria. Dados sobre o emprego formal, divulgados pelo Ministério do Trabalho, apontaram crescimento de 1,1% até junho, destacando-se o desempenho da construção civil, com expansão de 2,3%.



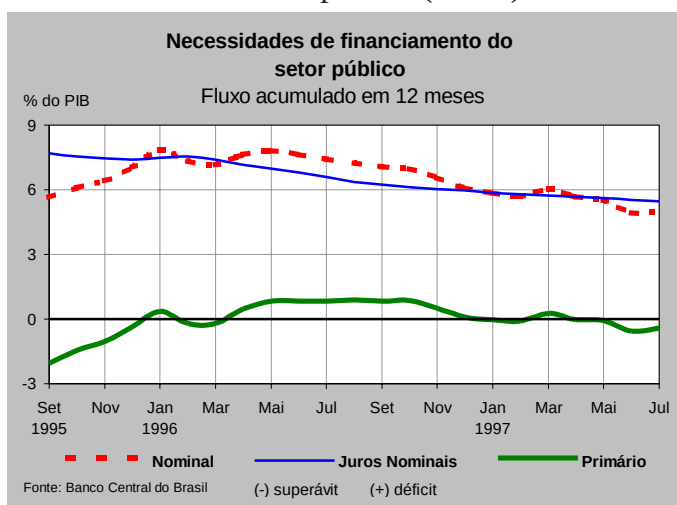
6. A execução financeira do Tesouro Nacional apresentou superávit de R\$ 1,2 bilhão, em agosto, como resultado da diferença entre receitas no valor de R\$ 10,1 bilhões e despesas de R\$ 8,9 bilhões. As receitas acumuladas no período ascenderam a R\$ 75,8 bilhões, enquanto as despesas somaram R\$ 77,2 bilhões, contabilizando-se, conseqüentemente, déficit de R\$ 1,4 bilhão. Relativamente ao período janeiro-agosto/96, as receitas apresentaram crescimento nominal de 9,8%, enquanto as despesas apresentaram variação positiva de 3,8%. Ressalte-se que no corrente exercício as receitas do Tesouro Nacional incluem R\$ 4,3 bilhões a título de cobrança da CPMF, sem correspondência no ano passado, além dos recursos obtidos com a concessão de serviços de telecomunicações, no valor de R\$ 1,5 bilhão.



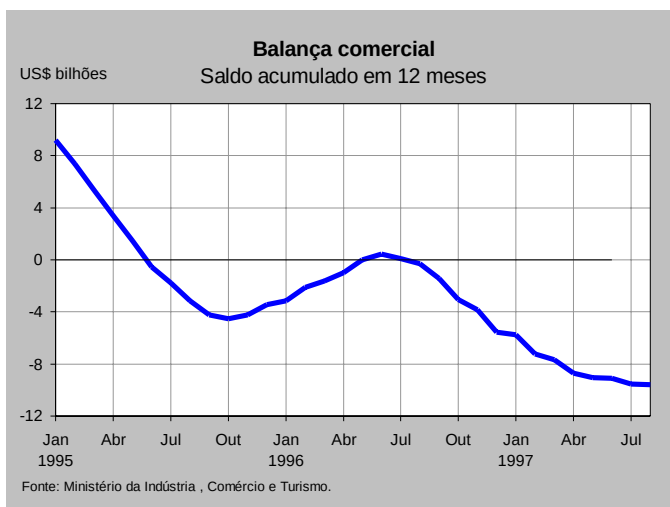
7. A dívida líquida do setor público consolidado, que compreende o endividamento do governo federal e Banco Central, de estados e municípios e das empresas estatais, totalizou R\$ 282,2 bilhões em julho, equivalente a 33,9% do PIB, valor inferior ao observado no final de 1996. A trajetória da dívida líquida apresentou inflexão em junho em razão da inclusão dos créditos dos fundos constitucionais de financiamento do Norte, Nordeste e Centro-Oeste, ao setor privado, cujo patrimônio líquido alcançava R\$ 6,3 bilhões. Em julho, a dívida fiscal líquida, que corresponde à dívida líquida do setor público deduzida do ajuste patrimonial, atingiu R\$ 276 bilhões (33,1% do PIB).



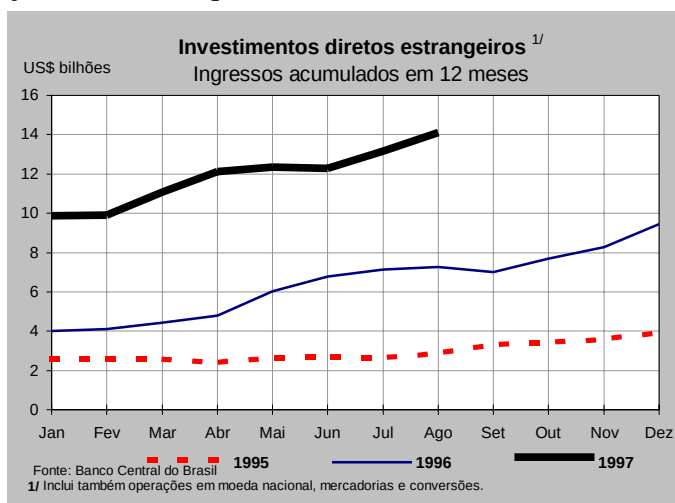
8. As necessidades de financiamento do setor público (NFSP) continuaram apresentando tendência de queda, com o déficit nominal alcançando 5,02% do PIB, no fluxo acumulado em 12 meses encerrados em julho, ante 7,42% em igual período do ano anterior. Esse resultado foi proporcionado pela elevação do superávit primário, que alcançou 0,43% do PIB nos 12 meses acumulados até julho, ante déficit de 0,84%, em igual período de 1996, e pela queda observada nas despesas com juros nominais, que passaram de 6,58% do PIB para 5,46%.



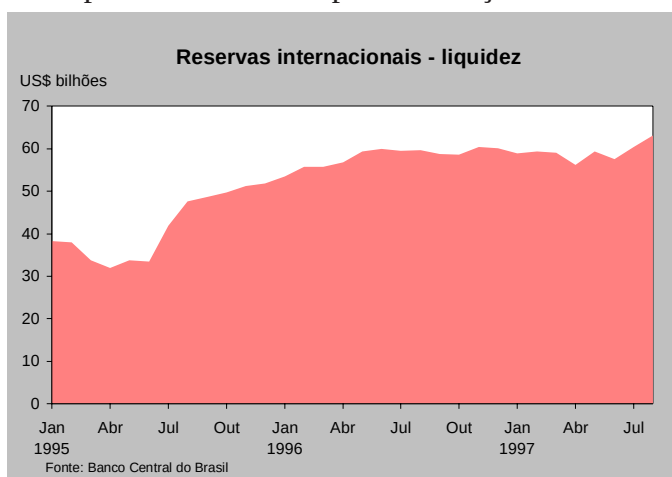
9. As exportações físicas no bimestre julho-agosto somaram US\$ 10,3 bilhões, enquanto as importações no mesmo período alcançaram US\$ 11,4 bilhões, gerando saldo comercial negativo de US\$ 1,1 bilhão. Considerando-se o desempenho da balança comercial de janeiro a agosto, as exportações alcançaram US\$ 35,1 bilhões e as importações US\$ 40,1 bilhões, valores superiores aos ocorridos em igual período do ano anterior em 10,6% e 22,6%, respectivamente. O déficit da balança comercial nos primeiros oito meses do ano atingiu US\$ 5 bilhões.



10. O saldo em transações correntes apresentou déficit acumulado nos oito primeiros meses do ano de US\$ 19,9 bilhões, correspondendo a 3,9% do PIB. Além do saldo negativo da balança comercial, alguns itens de serviços contribuíram de forma relevante para esse resultado, como o pagamento líquido de juros, US\$ 5,8 bilhões, a remessa líquida de lucros e dividendos, US\$ 3,5 bilhões, as despesas líquidas com viagens internacionais, US\$ 2,9 bilhões, e com transportes, US\$ 2,8 bilhões. O déficit em transações correntes, até agosto, foi financiado em 51,2% pelo influxo líquido de investimentos estrangeiros diretos. O ingresso líquido desses recursos no período totalizou US\$ 10,2 bilhões, enquanto o de investimentos destinados ao mercado de capitais atingiu US\$ 7,9 bilhões. A captação bruta de empréstimos de médio e longo prazos, entre janeiro e agosto, totalizou US\$ 22,4 bilhões.



11. Esses movimentos de capitais contribuíram para a elevação das reservas internacionais relativamente ao nível verificado ao final de 1996. Em agosto as reservas no conceito de liquidez internacional atingiram US\$63,1 bilhões, correspondendo a 12 meses de importações.



12. A contratação de câmbio no segmento de taxas livres, entre janeiro e agosto, registrou ingresso líquido acumulado de divisas de US\$ 14,7 bilhões, resultado de superávit de US\$ 17,1 bilhões nas transações financeiras e de déficit de US\$ 2,5 bilhões nas transações comerciais.

13. Nos meses de julho e agosto a desvalorização acumulada da taxa de câmbio no segmento livre atingiu 1,365%, totalizando 5,022% nos oito primeiros meses do ano. O intervalo de flutuação da taxa de câmbio permaneceu constante no nível fixado em fevereiro, de R\$ 1,05/US\$ para compra e de R\$ 1,14/US\$ para venda.

B. Política monetária no bimestre julho-agosto de 1997

14. A média dos saldos diários da base monetária restrita atingiu R\$ 25 bilhões em agosto, equivalendo a variações de 24,3% no ano e de 48,3% em 12 meses. Tomando-se os seus componentes, as reservas bancárias apresentaram crescimento de 115,9% e o papel-moeda emitido, de 25,7%, em relação a agosto de 1996. A forte expansão das reservas bancárias reflete o comportamento dos depósitos à vista.

15. A base monetária ampliada, definida pela base monetária restrita somada aos depósitos compulsórios em espécie e aos títulos públicos federais fora do Banco Central, totalizou R\$ 213,1 bilhões em agosto. A base ampliada expandiu-se em 15,8% nos primeiros oito meses do ano e em 31% nos últimos 12 meses terminados em agosto.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 1997 e ocorridos no bimestre julho-agosto ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido bimestre julho-agosto	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	33,8 - 39,7	51,3	37,9	61,1
Base restrita ^{3/}	22,7 - 26,7	43,2	25,0	48,3
Base ampliada ^{4/}	225,8 - 265,1	48,7	213,1	31,0
M4 ^{4/}	340,4 - 399,6	24,4	363,3	25,2

Fonte: Banco Central do Brasil

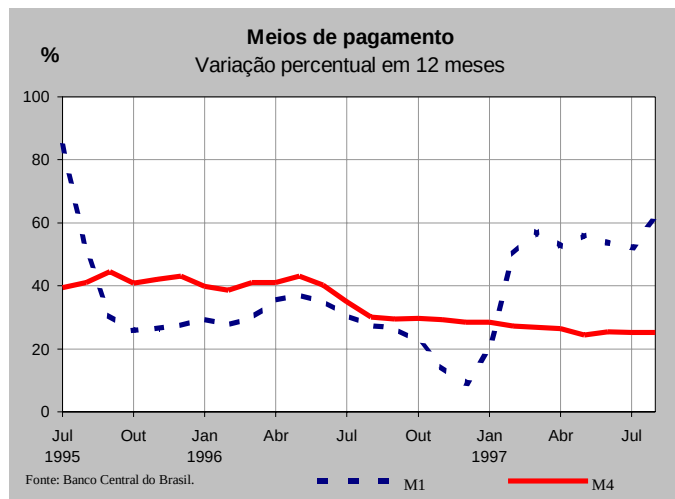
^{1/} Refere-se ao último mês do período.

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

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

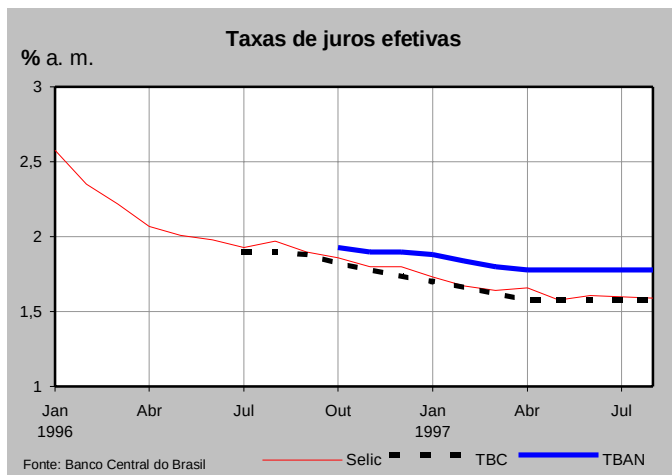
^{4/} Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), no conceito de média dos saldos diários, alcançaram R\$ 37,9 bilhões em agosto. O crescimento do M1 no ano e em 12 meses atingiu 30,7% e 61,1%, respectivamente. A evolução dos seus componentes revela crescimento de 26,2% do papel-moeda em poder do público e de 91,8% dos depósitos à vista, no período de 12 meses. Neste ano, o comportamento dos depósitos à vista tem sido fortemente influenciado pela entrada em vigor da CPMF e, mais recentemente, pela exigência de autorização prévia do titular de conta-corrente para efetuação da transferência automática de depósitos à vista para fundos de investimento.



17. A liquidez da economia em seu conceito mais abrangente, M4, somou R\$ 363,3 bilhões em agosto, o equivalente a taxas de expansão de 12,8% e de 25,2% no ano e em 12 meses, respectivamente.

18. No bimestre julho-agosto, a TBC e a TBAN mantiveram-se inalteradas em 1,58% e 1,78% a.m., níveis observados desde abril deste ano. A taxa *over-Selic* efetiva média, no entanto, apresentou trajetória levemente descendente, passando de 1,61% a.m. em junho para 1,60% e 1,59% a.m. em julho e agosto, respectivamente.



C. Perspectivas para o quarto trimestre de 1997

19. O desempenho da economia, nos sete primeiros meses de 1997, foi caracterizado pela tendência de crescimento da atividade produtiva, sem o comprometimento da trajetória descendente dos índices de inflação. As perspectivas de sustentação desse crescimento devem ser avaliadas a partir dos indicadores relativos ao comércio e ao crédito, os quais sugerem que o limite de endividamento das famílias estaria sendo alcançado, e pelo desempenho positivo da indústria de bens de capital, que estaria sinalizando a reorientação da dinâmica da produção industrial, alavancada por novos investimentos.

20. Concorrem para a expectativa de mudança na dinâmica do setor produtivo, e por consequência para a recomposição da demanda interna, os investimentos potenciais resultantes das privatizações em setores básicos, como energia elétrica, comunicações e transportes, e os associados ao crescente ingresso de recursos estrangeiros, principalmente os investimentos diretos.

21. Apesar dessas expectativas, os índices de crescimento esperados para o terceiro e quarto trimestres deste ano são inferiores aos verificados nos dois primeiros, o que pode ser atribuído à elevada base de comparação. Ainda assim, a produção em 1997 deverá situar-se em nível superior ao registrado em 1996.

22. A configuração desse cenário, em um contexto de queda na trajetória de preços, assim como a necessidade de recursos externos para o financiamento do saldo das transações correntes do balanço de pagamentos e a indefinição quanto à evolução das taxas de juros internacionais, constituem os principais fatores de balizamento da política monetária.

23. Agregam-se ainda, entre os fatores determinantes da política monetária, os reduzidos graus de liberdade na definição da política fiscal, ainda que resultados satisfatórios venham sendo alcançados nas contas públicas. A propósito, vale mencionar a provável prorrogação do Fundo de Estabilização Fiscal, importante instrumento de controle das contas públicas, e a evolução do Programa de Desestatização. Nesse sentido, destacam-se os avanços na esfera federal, com as concessões na área de telefonia móvel, e por parte dos estados, mediante a alienação de empresas dos setores elétrico e financeiro.

24. Ainda que o Programa de Desestatização nos próximos anos constitua fonte expressiva de recursos ao setor público, o efetivo equilíbrio fiscal continua condicionado às mudanças estruturais propostas. Assim, torna-se imprescindível a conclusão das reformas administrativa e previdenciária.

25. O comportamento da balança comercial a partir do segundo trimestre aponta para uma menor aceleração no crescimento das importações e expansão no crescimento das exportações, principalmente de produtos manufaturados. Os resultados da balança comercial deverão manter-se na média verificada no ano, enquanto os relativos a serviços permanecerão pressionando o resultado em transações correntes, basicamente em função dos dispêndios com juros, viagens internacionais e lucros e dividendos.

26. O déficit em transações correntes continua sendo confortavelmente financiado, permitindo inclusive elevação no nível das reservas internacionais, que em agosto atingiram US\$ 63,1 bilhões, no conceito de liquidez internacional. A consistência das políticas monetária e cambial, assim como os fundamentos da economia, asseguram a continuidade do movimento de recursos internacionais ao país, com participação crescente dos investimentos estrangeiros diretos.

D. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários.

27. A programação dos agregados monetários para o quarto trimestre de 1997 levou em consideração o cenário provável de comportamento e as metas governamentais para inflação, PIB, taxas de juros, impactos monetários decorrentes das operações do Tesouro Nacional, intervenções do Banco Central no mercado de câmbio e no sistema financeiro e operações de redesconto e de mercado aberto. O quadro 2 apresenta as faixas projetadas para os agregados monetários ao final do quarto trimestre de 1997.

Quadro 2. Programação monetária para o quarto trimestre de 1997 ^{1/}

R\$ bilhões		
Discriminação	Quarto trimestre	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{2/}	48,6 - 57,1	82,2
Base restrita ^{2/}	31,7 - 37,2	71,2
Base ampliada ^{3/}	257,7 - 302,5	52,2
M4 ^{3/}	371,4 - 436,0	25,3

Fonte: Banco Central do Brasil

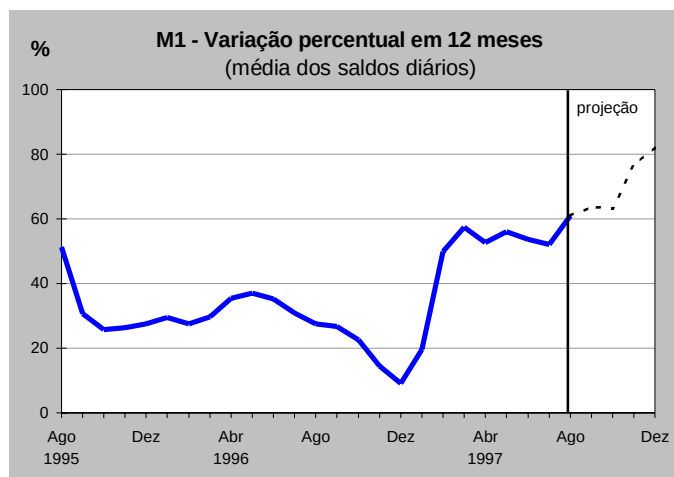
^{1/} Refere-se ao último mês do período.

^{2/} Média dos saldos nos dias úteis do mês.

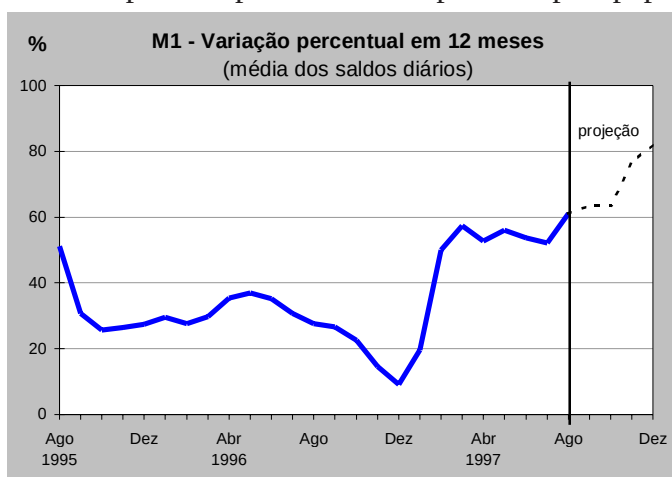
^{3/} Saldos em fim de período.

28. Após a migração de recursos resultante da introdução da CPMF, com efeitos expansionistas sobre os agregados restritos, a proibição das transferências automáticas dos recursos à vista dos clientes do sistema bancário, a partir de agosto deste ano, vem também exercendo forte influência sobre a trajetória desses agregados monetários e deverá provocar significativo crescimento nos meios de pagamento, afetando, por extensão, a base monetária.

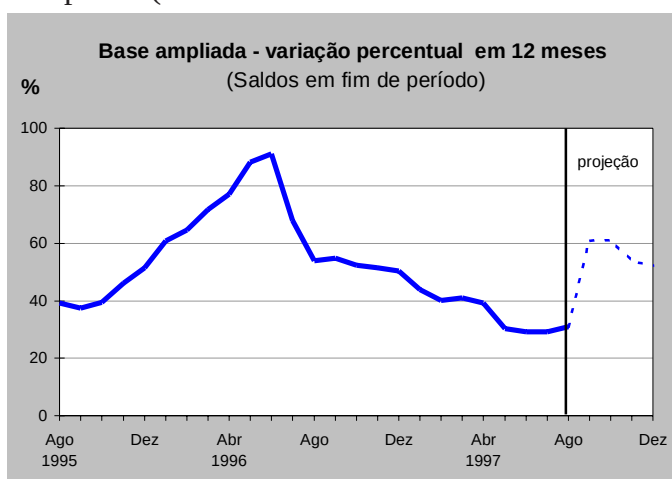
29. Tal proibição fez com que a projeção da média dos saldos diários do agregado M1 (papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista) crescesse mais que o esperado devido ao comportamento sazonal resultante das festas de final de ano, o que elevou a projeção de sua variação em 12 meses para 82,2%, em dezembro de 1997.



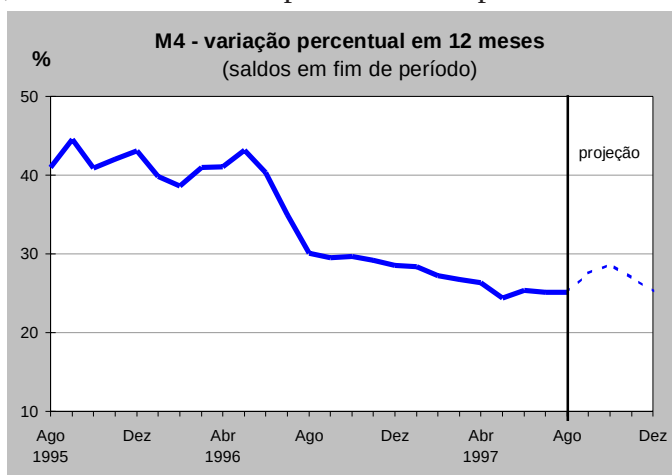
30. A partir do comportamento previsto para a demanda por M1 e pelo papel moeda em poder do público, bem como de um cenário de estabilidade para as alíquotas dos depósitos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se crescimento em 12 meses para o saldo médio da base monetária (papel-moeda emitido mais reservas bancárias) de 71,2% em dezembro de 1997.



31. A projeção da base ampliada (uma medida da dívida interna federal em moeda e em títulos), que pressupõe a neutralidade dos fatores condicionantes da base monetária restrita, deverá ter como principais fatores expansionistas nos próximos meses parte das operações de reestruturação das dívidas estaduais e de substituição de títulos do Tesouro Nacional recebidos nos leilões de privatização. Em função disso, projeta-se para a base ampliada variação em 12 meses de 52,2% 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 M4 de 25,3 % em dezembro de 1997.



33. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no ano de 1996 e no bimestre julho-agosto de 1997, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 1997. Os dados não ocorridos têm como referência o ponto médio das previsões.

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

Discriminação	1996		1997			
	Ano		Bimestre julho-agosto		Quarto trimestre ^{2/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	29,0	9,1	37,9	61,1	52,8	82,2
Base restrita ^{4/}	20,1	-3,1	25,0	48,3	34,4	71,2
Base ampliada ^{5/}	184,1	50,5	213,1	31,0	280,1	52,2
M4 ^{5/}	322,1	28,5	363,3	25,2	403,7	25,3

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.

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

Quadro 4. Multiplicador monetário ^{1/}

Discriminação	1996		1997			
	Ano		Bimestre (julho-agosto)		Quarto trimestre ^{2/}	
	Multipli- cador	Var. % em 12 meses	Multipli- cador	Var. % em 12 meses	Multipli- cador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,442	12,6	1,517	8,7	1,535	6,4
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,232	-53,4	0,380	12,4	0,376	62,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,505	18,5	0,367	-21,6	0,355	-29,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,750	-14,6	1,705	-4,4	1,442	-17,6

Fonte: Banco Central do Brasil

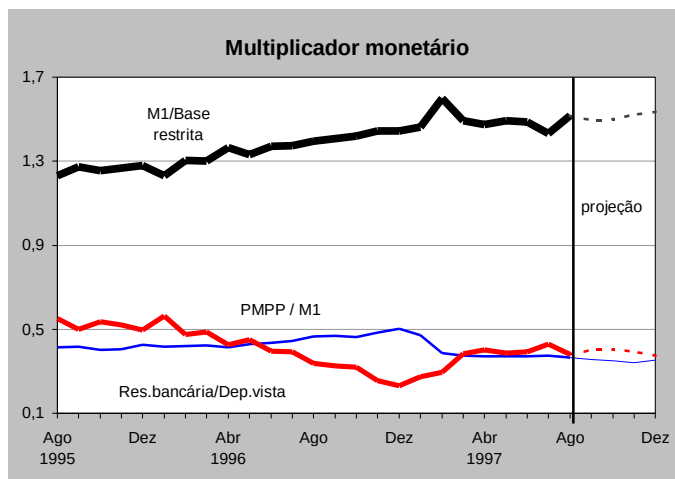
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

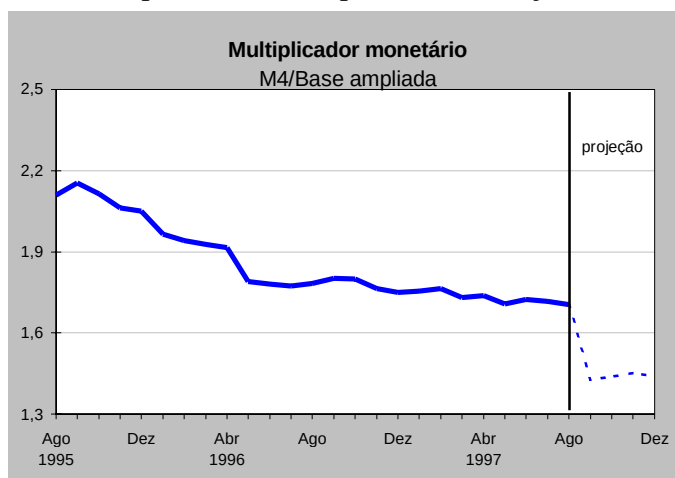
3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

35. 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 se tenha esgotado por completo.



36. O multiplicador da base ampliada deverá apresentar redução em seus níveis atuais nos próximos meses, refletindo as operações associadas à reestruturação das dívidas estaduais e à substituição de títulos recebidos nos leilões de privatização, 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 previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 1997 e ocorridos no bimestre julho-agosto ^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido bimestre julho-agosto	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{4/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	33,8 - 39,7	51,3	37,9	61,1
Base restrita ^{3/}	22,7 - 26,7	43,2	25,0	48,3
Base ampliada ^{4/}	225,8 - 265,1	48,7	213,1	31,0
M4 ^{4/}	340,4 - 399,6	24,4	363,3	25,2

Fonte: Banco Central do Brasil

^{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. Programação monetária para o quarto trimestre de 1997 ^{1/}

Discriminação	Quarto trimestre	R\$ bilhões
		Variação percentual em 12 meses
M1 ^{2/}	48,6 - 57,1	82,2
Base restrita ^{2/}	31,7 - 37,2	71,2
Base ampliada ^{3/}	257,7 - 302,5	52,2
M4 ^{3/}	371,4 - 436,0	25,3

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.

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

Discriminação	1996		1997			
	Ano		Bimestre julho-agosto		Quarto trimestre ^{2/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	29,0	9,1	37,9	61,1	52,8	82,2
Base restrita ^{4/}	20,1	-3,1	25,0	48,3	34,4	71,2
Base ampliada ^{5/}	184,1	50,5	213,1	31,0	280,1	52,2
M4 ^{5/}	322,1	28,5	363,3	25,2	403,7	25,3

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.

Quadro 4. Multiplicador monetário ^{1/}

Discriminação	1996		1997			
	Ano		Bimestre (julho-agosto)		Quarto trimestre ^{2/}	
	Multipli- cador	Var. % em 12 meses	Multipli- cador	Var. % em 12 meses	Multipli- cador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,442	12,6	1,517	8,7	1,535	6,4
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,232	-53,4	0,380	12,4	0,376	62,1
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,505	18,5	0,367	-21,6	0,355	-29,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,750	-14,6	1,705	-4,4	1,442	-17,6

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.