

Mensagem nº 530

Senhores Membros do Senado Federal,

Nos termos do art. 6º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, encaminho a Vossas Excelências a Programação Monetária, de conformidade com a inclusa Exposição de Motivos do Banco Central do Brasil, destinada à Comissão de Assuntos Econômicos dessa Casa.

Brasília, 7 de outubro de 2016.

EM nº 00043/2016 BACEN

Brasília, 4 de Outubro de 2016

Excelentíssimo Senhor Presidente da República,

Encaminho à consideração de Vossa Excelência, de acordo com o que estabelece o art. 6º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a Programação Monetária para o 4º trimestre de 2016, contendo estimativas das faixas de variação dos principais agregados monetários, análise da evolução da economia nacional e justificativa da programação monetária, aprovada pelo Conselho Monetário Nacional em sessão de 29 de setembro de 2016, para que seja enviada à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

Respeitosamente,

*Assinado eletronicamente por: Ilan Goldfajn*

Aviso nº 615 - C. Civil.

Em 7 de outubro de 2016.

A Sua Excelência o Senhor  
Senador VICENTINHO ALVES  
Primeiro Secretário do Senado Federal

Assunto: Programação Monetária.

Senhor Primeiro Secretário,

Encaminho a essa Secretaria Mensagem do Excelentíssimo Senhor Presidente da República destinada à Comissão de Assuntos Econômicos, contendo a Programação Monetária.

Atenciosamente,

ELISEU PADILHA  
Ministro de Estado Chefe da Casa Civil  
da Presidência da República

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# **Programação Monetária**

2016

Setembro – 2016

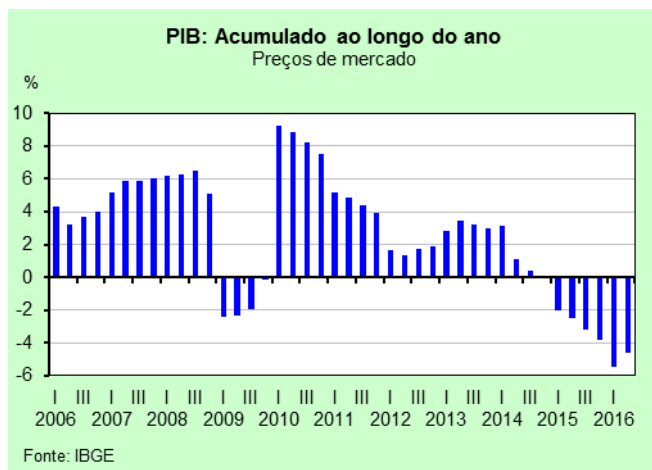


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

## Programação Monetária para o quarto trimestre de 2016

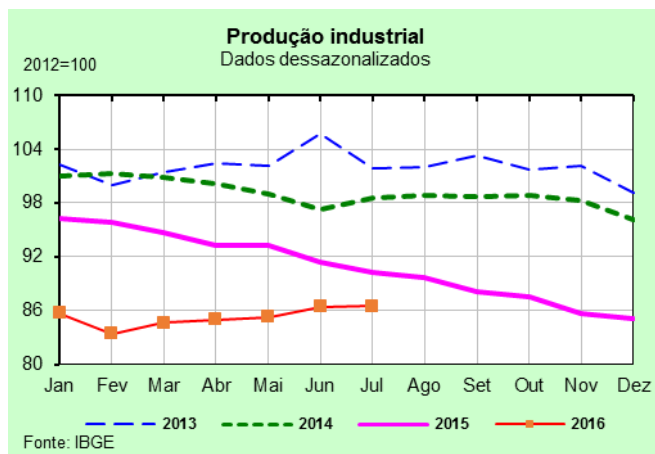
### A. A economia brasileira no terceiro trimestre de 2016

1. O PIB recuou 0,6% no segundo trimestre de 2016, em relação ao primeiro, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. No âmbito da oferta, houve retrações na atividade agropecuária (2,0%) e no setor de serviços (0,8%), e crescimento de 0,3% do setor industrial, que refletiu, em especial, os crescimentos da indústria extrativa (0,7%) e da produção e distribuição de eletricidade, gás e água (1,1%). Sob a ótica da demanda,



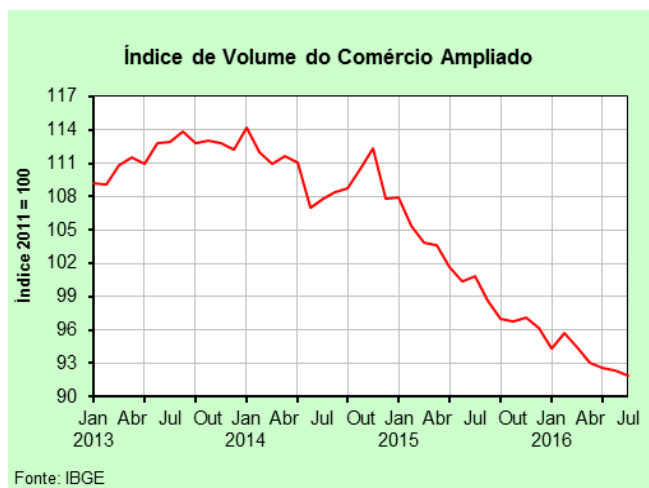
destacaram-se a queda no consumo das famílias (0,7%), sexta consecutiva, e o crescimento de 0,4% da formação bruta de capital fixo (FBCF), após dez trimestres com variação negativa. As exportações e as importações variaram 0,4% e 4,5%, respectivamente, no período. O PIB recuou 3,8% em relação ao segundo trimestre de 2015, resultado de recuos, segundo a ótica da produção, de 3,1% na agropecuária, 3,3% no setor de serviços e de 3,0% na indústria, segmento que registrou recuos na indústria extrativa (4,9), na construção civil (2,2%) e na indústria de transformação (5,4%), e expansão de 7,9% na produção e distribuição de eletricidade, gás e água. No âmbito da demanda agregada, o componente interno contribuiu com -5,9 p.p. para o crescimento interanual do PIB (-5,5 p.p. no trimestre encerrado em junho de 2015), resultado de retrações no consumo do governo (2,2%), no consumo das famílias (5,0%) e na FBCF (8,8%). O setor externo, repercutindo variações respectivas de 4,3% e -10,6% nas exportações e nas importações, contribuiu com 2,1 p.p. no período.

2. A produção física da indústria cresceu 2,1% no trimestre terminado em julho, relativamente ao encerrado em abril, quando havia diminuído 1,4%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa expandiu 2,8% e a da transformação, 2,2%, reflexo de crescimento em dezessete das 23 atividades pesquisadas (veículos

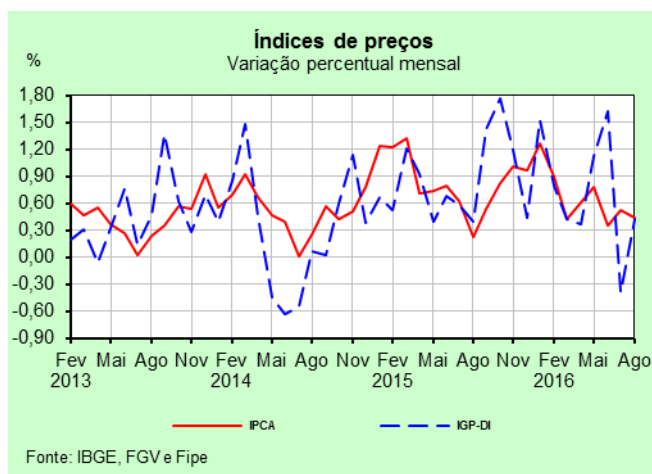


automotores, 8,7%; equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos, 8,4%; e metalurgia, 6,1%). Em sentido oposto, sobressaíram as quedas nas indústrias de fumo (25,7%), coque, derivados de petróleo e biocombustíveis (7,6%) e farmoquímicos e farmacêuticos (5,4%). A análise por categorias de uso mostra crescimentos trimestrais nas indústrias de bens de consumo duráveis (5,6%), bens de capital (4,8%) e de bens intermediários (1,3%) e queda de 1,7% na de bens de consumo semi e não-duráveis.

3. As vendas do comércio ampliado recuaram 2,2% no trimestre finalizado em julho, em relação ao terminado em abril, quando decresceram 1,6%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. Houve reduções nas vendas em oito dos dez segmentos pesquisados (veículos e motos, partes e peças, 5,6%; equipamentos e material para escritório e comunicação, 5,3%). As vendas de materiais de construção recuaram 2,9% no trimestre. As vendas do comércio varejista<sup>1</sup> decresceram 0,8% no trimestre. Ocorreram retrações em todas as regiões do país, com ênfase nas registradas no Norte (5,0%) e no Nordeste (4,0%).



4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 1,32% no trimestre encerrado em agosto (1,83%, no terminado em maio), resultado de desacelerações dos preços monitorados (de 1,73% para 0,40%) e dos livres (de 1,85% para 1,62%). A trajetória dos preços livres no trimestre decorreu de reduções nas variações dos preços dos bens não comercializáveis, de 1,66% para 1,24%, e dos bens comercializáveis, de 2,09% para 2,04. A desaceleração trimestral dos preços monitorados refletiu, em grande parte, a redução do impacto de aumentos nos itens produtos farmacêuticos e taxa de água e esgoto, além da intensificação da deflação de gasolina. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 9,32%, em maio, para 8,97%, em agosto, reflexo de desaceleração dos preços monitorados, de 10,90% para 8,49%, e aceleração dos livres, de 8,82% para 9,13%. A variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade

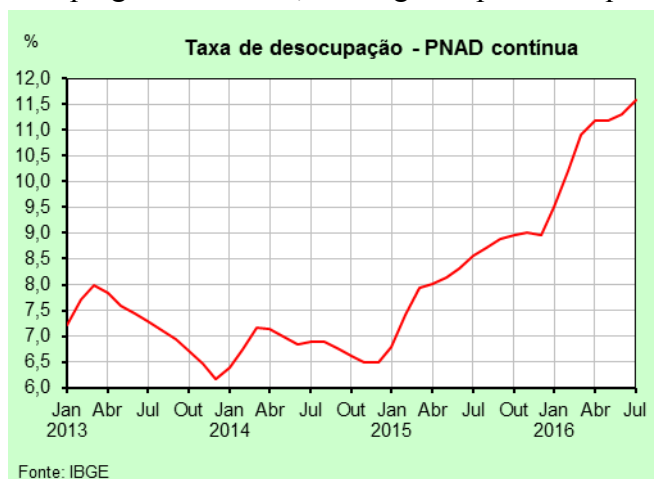


<sup>1</sup> Conceito que exclui do comércio ampliado os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção.

Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, atingiu 1,68% no trimestre terminado em agosto de 2016 (1,94% no finalizado em maio). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) recuou de 2,16% para 1,78% e a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 1,63% para 0,95%, contrastando com o aumento, de 1,27% para 2,73%, na variação do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC). Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI variou 11,27% em agosto (11,26% em maio de 2016 e 7,80% em agosto do ano anterior).

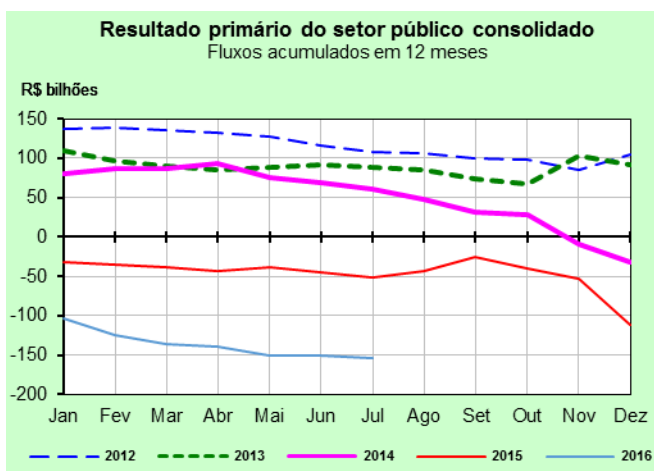
## 5. A taxa de desemprego no Brasil, divulgada pela Pesquisa

Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, que abrange os setores formal e informal da economia, atingiu 11,6% no trimestre encerrado em julho de 2016 (11,2% no trimestre encerrado em abril e 8,6% em igual período de 2015). O rendimento médio habitual de todos os trabalhos registrou, no trimestre, reduções reais de 0,6% e 3,1% em relação



aos trimestres encerrados em abril de 2016 e em julho de 2015, respectivamente. Com estabilidade no trimestre e redução anual de 1,0% da população ocupada com rendimento, a massa salarial real habitual de todos os trabalhos recuou 0,6% e 4,0%, nas mesmas bases de comparação. A economia do país eliminou 258,4 mil postos de trabalho formais no trimestre encerrado em julho de 2016 (384,7 mil em igual período de 2015), segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho. Destacaram-se os cortes no setor de serviços (119,8 mil), na construção civil (84,6 mil), no comércio (72,0 mil) e na indústria de transformação (65,6 mil).

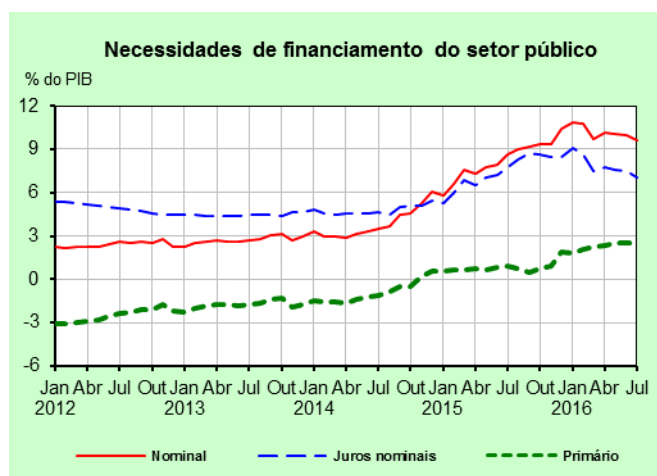
6. O setor público registrou *deficit* primário de R\$36,6 bilhões nos sete primeiros meses de 2016, ante *superavit* de R\$6,2 bilhões em igual período de 2015. Os governos regionais registraram *superavit* de R\$11 bilhões e o Governo Central e as empresas estatais, *deficits* respectivos de R\$45,8 bilhões e R\$1,7 bilhão. A receita não financeira do Tesouro Nacional<sup>2</sup> aumentou 3,2%, para R\$554,9 bilhões, no período, destacando-se o crescimento de



<sup>2</sup> Incluindo as receitas primárias do Banco Central do Brasil.

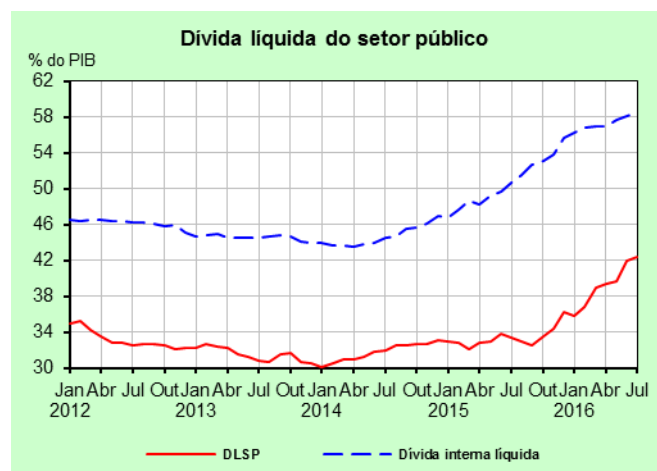
279,0% nas receitas de concessões e permissões, em função do recolhimento de bônus de outorga referente à concessão de usinas hidrelétricas, sem contrapartida em 2015, e as reduções de 15,0% na arrecadação do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e de 20,6% na relativa ao Imposto de Importação. As despesas não financeiras do Tesouro Nacional<sup>3</sup> aumentaram 7,0%, para R\$412,3 bilhões, no período, reflexo de aumentos nos gastos com pessoal e encargos (6,1%) e nas despesas obrigatórias (13,4%) e discricionárias (3,3%). Entre as despesas obrigatórias, destacaram-se os crescimentos nos gastos com subsídios, subvenções e Proagro (40,9%), decorrente da nova sistemática de pagamento estabelecida em conformidade com os Acórdãos TCU nº 825/2015 e nº 3.297/2015, e nos pagamentos de Abono e seguro desemprego (29,5%), refletindo, em especial, o calendário de pagamento do Abono salarial definido na Resolução Codefat nº 748/2015.

7. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$213,9 bilhões nos sete primeiros meses do ano, ante R\$288,6 bilhões no mesmo período de 2015. A redução repercutiu, em especial, o resultado favorável de R\$67,9 bilhões das operações de *swap* cambial, ante resultado desfavorável de R\$57 bilhões no



mesmo período do ano anterior. O resultado nominal do setor público - soma do resultado primário e dos juros nominais apropriados - foi deficitário em R\$250,5 bilhões no período (R\$282,4 bilhões em igual intervalo de 2015). O financiamento do *deficit* ocorreu por meio da expansão da dívida mobiliária interna, neutralizada, em parte, por reduções da dívida bancária líquida, do financiamento externo líquido e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

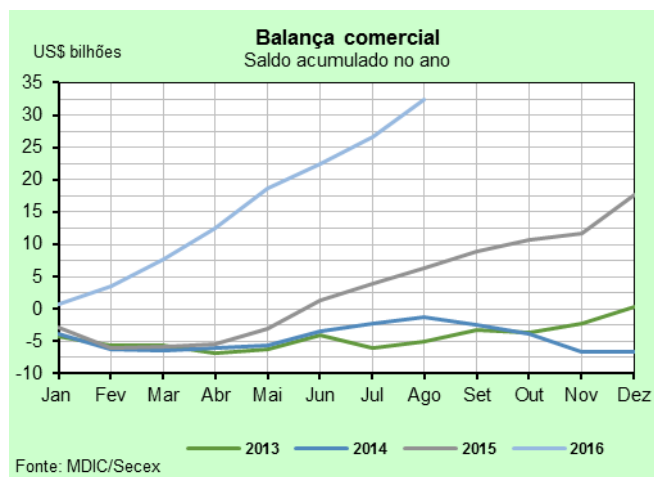
8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$2.571,9 bilhões em julho (42,4% do PIB). A elevação de 6,2 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2015 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais (3,5 p.p.), da apreciação cambial de 17,1% acumulada no ano (3,4 p.p.), do *deficit* primário (0,6 p.p.), do ajuste de paridade da cesta de moedas da dívida externa líquida (-0,3 p.p.) e do crescimento do PIB nominal (-0,9 p.p.). As principais alterações na



<sup>3</sup> Incluindo as despesas primárias do Banco Central do Brasil.

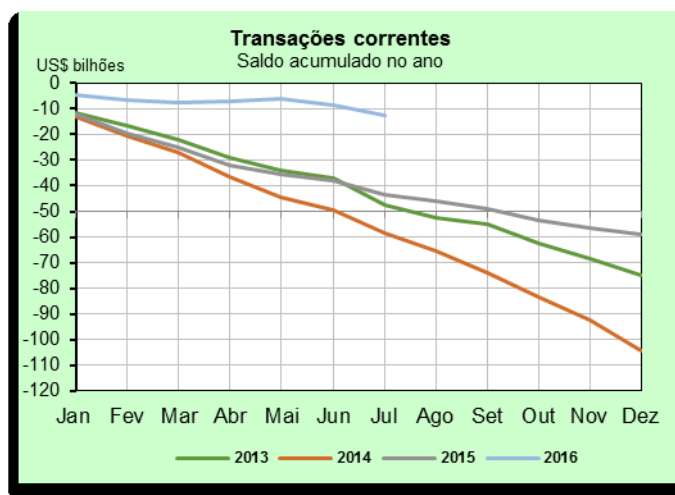
composição da DLSP nos sete primeiros meses de 2016 ocorreram na parcela credora vinculada ao câmbio (17,1 p.p.), na parcela pré-fixada (-10,9 p.p.) e na parcela vinculada à TJLP (4,6 p.p.). A taxa de juros implícita da DLSP, acumulada em doze meses, atingiu 22,3% em julho (29,7% em dezembro de 2015).

9. A balança comercial registrou *superavit* de US\$29,8 bilhões nos oito primeiros meses de 2016, ante US\$7,3 bilhões em igual período de 2015. As exportações recuaram 3,7% e as importações, 24,3%, totalizando US\$123,6 bilhões e US\$91,28 bilhões, respectivamente. A corrente de comércio atingiu US\$327,9 bilhões, retração de 13,9% no período. A média diária das



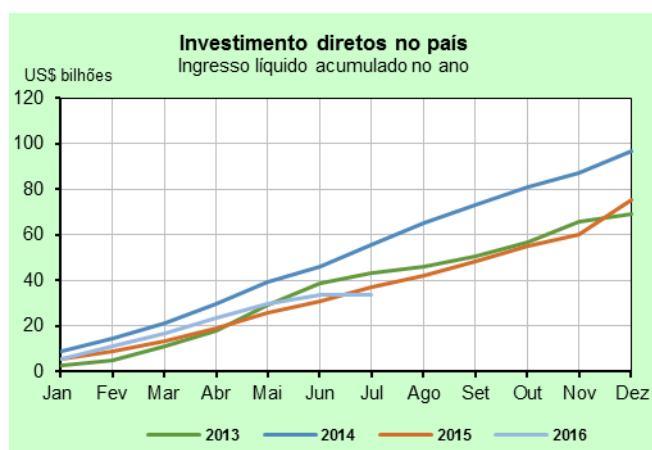
exportações repercutiu reduções de 9,2% nas de produtos básicos, impactada, em especial, pelas retrações nas cotações de soja, minério de ferro e petróleo, responsáveis por 57,1% das vendas dessa categoria de fator agregado no período. Os embarques de manufaturados decresceram 1,1% e os de semimanufaturados aumentaram 2,0%, com destaque para as vendas externas de açúcar em bruto e celulose. A média diária das importações recuou 25,5%, reflexo de reduções em todas as categorias de produto: bens de consumo duráveis, 47,2%; combustível e lubrificantes, 45,6%; bens intermediários, 22,1%; bens de capital, 21,6%; e bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 17,8%. Destaque, no período, para a redução de 3,3 p.p., para 9,1%, na participação das aquisições de combustíveis e lubrificantes, evolução compatível com a trajetória das cotações do petróleo. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 3,7% registrado pelas exportações nos oito primeiros meses de 2016, em relação a igual período de 2015, refletiu, variações de -12,0% nos preços e de 9,1% no *quantum*. Destacaram-se as reduções nos preços de produtos básicos, 13,3%, e de semimanufaturados, 11,1%; e os aumentos respectivos de 15,8% e 12,0% no *quantum* exportado de produtos semimanufaturados e de manufaturados. Na mesma base de comparação, o recuo de 24,7% nas importações decorreu de retrações de 9,9% nos preços e de 16,4% no *quantum*. Destacaram-se as reduções nos preços de combustíveis e lubrificantes, 33,0%, e de bens intermediários, 7,9%; e os recuos no volume importado de bens de consumo duráveis, 43,5%; bens de capital, 17,9%; e combustíveis e lubrificantes, 16,9%.

10. O *deficit* em transações correntes somou US\$12,5 bilhões nos sete primeiros meses de 2016 (US\$43,6 bilhões em igual período do ano anterior). As despesas líquidas de serviços atingiram US\$17,1 bilhões. O recuo de 27,8%, em relação a igual intervalo de 2015, repercutiu, especialmente, as reduções nos *deficits* das contas transportes (53,0%) e viagens internacionais (47,9%). Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e de turistas



estrangeiros em viagens ao Brasil somaram, na ordem, US\$7,9 bilhões e US\$3,6 bilhões, variando, na ordem, -32,0% e 6,2% em relação a igual intervalo de 2015. Os gastos com aluguel de equipamentos diminuíram 8,9%, no período. As remessas líquidas com juros atingiram US\$14,4 bilhões, reduzindo-se 4,8% no período. Os pagamentos de juros ao exterior recuaram 3,0%, para US\$17,1 bilhões, e as receitas de juros aumentaram 8,7%, para US\$2,6 bilhões. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais aumentaram 17,7%. A renda secundária líquida totalizou US\$1,7 bilhão nos sete primeiros meses, aumento de 27,8% em relação a igual intervalo de 2015. Os ingressos líquidos de transferências pessoais, apesar do cenário de crescimento moderado das economias dos principais países de destinos de emigrantes brasileiros, foram impulsionados pela depreciação do real e aumentaram 30,2% no período. Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* em transações correntes totalizou US\$27,9 bilhões em julho (1,6% do PIB).

11. A conta financeira registrou ingressos líquidos de US\$8,2 bilhões nos sete primeiros meses de 2016 (US\$42,8 bilhões em igual período de 2015). As concessões líquidas de capital sob a forma de investimentos diretos no exterior atingiram US\$6,6 bilhões (US\$12,7 bilhões nos sete primeiros meses de 2015). As captações líquidas de investimento



direto no país somaram US\$33,9 bilhões no período, dos quais US\$23,0 bilhões referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$10,9 bilhões a operações intercompanhias. O ingresso de investimento direto no país acumulado em doze meses atingiu US\$72,0 bilhões em julho (4,1% do PIB). Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram saída líquida de US\$14 milhões (entrada

líquida de US\$1,6 bilhão nos sete primeiros meses de 2015). As saídas líquidas de investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$5,4 bilhões (aplicação líquida de US\$23,1 bilhões nos sete primeiros meses de 2015), com ênfase nos ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações e em cotas de fundos de investimento, US\$8,9 bilhões, e nas saídas líquidas em títulos de renda fixa negociados no país, US\$11,7 bilhões (ingressos líquidos de US\$11,0 bilhões e de US\$18,0 bilhões, respectivamente, nos sete primeiros meses de 2015).

12. Ao final de julho, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$369,3 bilhões no conceito caixa e US\$377,5 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$12,9 bilhões e US\$8,8 bilhões em relação a dezembro de 2015). No período, a liquidação de operações de linhas com recompra proporcionou elevação de US\$4,1



bilhões no estoque de reservas internacionais no conceito caixa. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$1,7 bilhão e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$3,5 bilhões e US\$2,5 bilhões. Incorporados os impactos de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$378,8 bilhões ao final de 2016. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3 bilhões.

## B. Política Monetária no segundo trimestre de 2016

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o segundo trimestre de 2016.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$236,5 bilhões em junho, variando -0,8% no mês e 1,4% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$202,9 bilhões, variando -0,5% e 3,1%, respectivamente. As reservas bancárias atingiram R\$33,6 bilhões, retraindo 2,5% no mês e 7,6% em doze meses.

15. O saldo da base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, totalizou R\$4,4 trilhões em junho. O crescimento de 14,7% em doze meses refletiu aumentos de 1,2% na base restrita, de 14,8% no saldo dos títulos públicos federais e de 24% nos depósitos compulsórios em espécie.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2016<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	277,8	- 326,1	-0,8	299,1	-1,7
Base restrita <sup>3/</sup>	203,9	- 275,9	2,9	236,5	1,4
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.189,8	- 4.918,4	19,8	4.358,7	14,7
M4 <sup>4/</sup>	4.983,7	- 6.742,7	11,1	5.836,6	10,6

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), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$299,1 bilhões em junho, com reduções de 1,2% no mês e de 1,7% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$170,1 bilhões, variando -0,4% e 3,8%, respectivamente, e os depósitos à vista situaram-se em R\$129 bilhões, com recuos de 2,2% no mês e de 8,2% em doze meses.

**17.** O agregado monetário M4 totalizou R\$5,8 trilhões em junho, elevando-se 1,0% no mês e 10,6% em doze meses.

**18.** As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$12 bilhões no segundo trimestre de 2016, resultante de resgates líquidos de R\$9,6 bilhões no mercado primário e de R\$306 milhões no extramercado, e de colocações líquidas de R\$21,9 bilhões no mercado secundário.

**19.** O Copom considerou, nas reuniões de abril e junho, que o ainda elevado patamar da inflação em doze meses refletia os processos de ajustes de preços relativos ocorridos em 2015, bem como o processo de recomposição de receitas tributárias observado nos níveis federal e estadual, no início deste ano, além dos choques temporários de oferta no segmento de alimentação, que fazem com que a inflação mostre resistência. Ao tempo em que reconheceu que esses processos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirmou sua visão de que a política monetária pode, deve e está contendo os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. O Comitê reconheceu os avanços na política de combate à inflação, em especial a contenção dos efeitos de segunda ordem dos ajustes de preços relativos. No entanto, considerou que o nível elevado da inflação em doze meses e as expectativas de inflação distantes dos objetivos do regime de metas não oferecem espaço para flexibilização da política monetária. Dessa forma, o Copom decidiu, por unanimidade, nas duas reuniões, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés.

### C. Política Monetária no bimestre julho-agosto de 2016

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$237,2 bilhões em agosto, variando -0,1% no mês e 3,4% em doze meses. As reservas bancárias aumentaram 0,5% e 1,3%, respectivamente, situando-se em R\$33,7 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$203,5 bilhões, com retração de 0,2% no mês e elevação de 3,7% em doze meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$4,5 trilhões em agosto. A expansão de 14,1% em doze meses refletiu elevações de 1,7% na base restrita, de 14,3% no saldo de títulos públicos federais e de 21,7% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, atingiram R\$301,4 bilhões em agosto, decrescendo 0,9% no mês e elevando-se 0,6% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público somou R\$170,1 bilhões, com variações respectivas de -0,6 % e 4,1%, e os depósitos à vista atingiram R\$131,4 bilhões, com declínios de 1,3% no mês e de 3,6% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$5,9 trilhões em agosto, aumentando 1,0% no mês e 11,6% em doze meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2016 e ocorridos em julho/agosto<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	279,0 - 327,5	1,9	301,4	0,6
Base restrita <sup>3/</sup>	204,6 - 276,8	4,2	237,2	3,4
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.155,1 - 4.877,7	12,4	4.505,1	14,1
M4 <sup>4/</sup>	5.166,5 - 6.990,0	14,3	5.931,5	11,6

<sup>1/</sup> Refere-se ao último mês do período.

<sup>2/</sup> Para o cálculo das variações percentuais considera-se o ponto médio das previsões.

<sup>3/</sup> Média dos saldos nos dias úteis do último mês do período.

<sup>4/</sup> Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em contração monetária de R\$54,3 bilhões no bimestre julho-agosto. Houve resgates líquidos de R\$67,9 bilhões no mercado primário, colocação líquida de R\$122,4 bilhões no mercado secundário e expansão de R\$193 milhões no extramercado.

25. Na reunião de julho, todos os membros do Comitê reconheceram progressos em relação às perspectivas de desinflação da economia brasileira, mas demonstraram preocupação com medidas de expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus para a meta de 2017 e com projeções do Comitê para a inflação que se situavam acima da meta em horizontes de 18 ou mais meses, sob as hipóteses do

cenário de mercado. Nesse contexto, o Copom concluiu que o cenário básico e o atual balanço de riscos indicavam não haver espaço para flexibilização da política monetária e decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés. Na reunião de agosto, considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom avaliou que uma flexibilização das condições monetárias depende de fatores que permitam maior confiança no alcance das metas para

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) <sup>1/</sup>
19.1.2011	-	11,25
2.3.2011	-	11,75
20.4.2011	-	12,00
8.6.2011	-	12,25
20.7.2011	-	12,50
31.8.2011	-	12,00
19.10.2011	-	11,50
30.11.2011	-	11,00
18.1.2012	-	10,50
7.3.2012	-	9,75
18.4.2012	-	9,00
30.5.2012	-	8,50
11.7.2012	-	8,00
29.8.2012	-	7,50
10.10.2012	-	7,25
28.11.2012	-	7,25
16.01.2013	-	7,25
06.03.2013	-	7,25
17.04.2013	-	7,50
29.05.2013	-	8,00
10.07.2013	-	8,50
28.08.2013	-	9,00
09.10.2013	-	9,50
27.11.2013	-	10,00
15.1.2014	-	10,50
26.2.2014	-	10,75
2.4.2014	-	11,00
28.5.2014	-	11,00
16.7.2014	-	11,00
3.9.2014	-	11,00
29.10.2014	-	11,25
3.12.2014	-	11,75
21.1.2015	-	12,25
4.3.2015	-	12,75
29.4.2015	-	13,25
3.6.2015	-	13,75
29.7.2015	-	14,25
2.9.2015	-	14,25
21.10.2015	-	14,25
25.11.2015	-	14,25
20.1.2016	-	14,25
2.3.2016	-	14,25
27.4.2016	-	14,25
8.6.2016	-	14,25
20.7.2016	-	14,25
31.8.2016	-	14,25

1/ Vigência a partir do primeiro dia útil seguinte à reunião ou à aplicação do viés.

a inflação nos horizontes relevantes para a condução da política monetária, em particular da meta de 4,5% em 2017. Nestas condições, o Comitê decidiu, por unanimidade, pela manutenção da taxa básica de juros em 14,25% a.a., sem viés.

#### **D. Perspectivas para o quarto trimestre de 2016**

26. A dinâmica da recuperação da economia global permaneceu frágil e heterogênea nos meses recentes, com incertezas associadas ao ritmo de crescimento e a riscos deflacionários em importantes economias globais. Nos EUA, a evolução favorável do mercado de trabalho, das bolsas de valores e dos preços ao consumidor impulsionou os gastos com consumo, que exerceram impacto relevante sobre a trajetória do PIB, no período. A atividade econômica registrou aceleração no Reino Unido, sustentada, em grande parte, pelo desempenho da indústria, contrastando com o arrefecimento observado na Área do Euro e no Japão.

27. Nesse contexto, a despeito da ocorrência de instabilidades pontuais, os mercados financeiros globais operaram em ambiente de menor aversão ao risco no trimestre finalizado em agosto, refletindo, em especial, expectativas de manutenção dos juros básicos, em nível reduzido, nas principais economias maduras. Ressalte-se que a instabilidade derivada do Brexit foi revertida conforme se consolidou a percepção de seu impacto contido sobre o crescimento da economia global.

28. A expectativa de persistência da elevada liquidez internacional contribuiu para o recuo nos rendimentos dos títulos públicos de longo prazo de importantes economias maduras e favoreceu o alongamento dos prazos de novas emissões soberanas. Adicionalmente, os principais índices acionários das economias maduras registraram ganhos no trimestre encerrado em agosto.

29. No Brasil, as trajetórias favoráveis da balança comercial e das despesas líquidas de serviços e de rendas registradas no decorrer de 2016 implicaram redução expressiva do *deficit* nas transações correntes – de 4,42% do PIB em maio de 2015, para 1,5% do PIB em agosto de 2016, considerados intervalos de doze meses. Esse desempenho, refletindo os efeitos defasados da desvalorização cambial e a retração ora observada na atividade econômica doméstica, tende a continuar nos próximos trimestres, em especial no âmbito da balança comercial.

30. As captações líquidas superaram as concessões líquidas nos oito primeiros meses de 2016, destacando-se o aumento nos ingressos líquidos de investimento direto no país, que persistiram, portanto, em patamar confortável para o financiamento do *deficit* em transações correntes.

31. Embora o somatório dos fluxos líquidos de capitais estrangeiros permaneça positivo, persistem saídas líquidas em títulos de renda fixa negociados no

país e em títulos e empréstimos diretos de longo prazo, negociados no exterior. Parte das saídas de empréstimos ocorridas ao longo do ano deve-se a operação de longo prazo roladas no curto prazo. Em agosto, pela primeira vez no ano, empréstimos de curto prazo foram rolados no longo prazo inversão de comportamento possivelmente relacionada à redução dos prêmios de risco país.

**32.** Ressalte-se adicionalmente que, em agosto, o estoque de reservas internacionais, no conceito de liquidez, representou 32 meses de importações de bens e 3,3 vezes o valor das amortizações da dívida externa vincendas nos próximos doze meses. O estoque de dívida externa emitida no exterior, excetuando operações entre empresas de mesmo grupo econômico, atingiu 19,1% do PIB e, incluídos os passivos de títulos de renda fixa no país em posse de investidores não residentes, e operações intercompanhia, ambos com níveis de risco menores, 39% do PIB.

**33.** Em relação à atividade interna, o PIB registrou a sexta retração trimestral consecutiva no segundo trimestre de 2016 (0,6%). Ressalte-se que o ciclo contracionista repercute impactos do ajuste macroeconômico em curso no país sobre os mercados de trabalho e de crédito; e do patamar reduzido das expectativas dos agentes econômicos sobre decisões de consumo. É importante notar que os resultados do PIB no primeiro semestre do ano, embora negativos, sugerem perspectivas mais favoráveis para o desempenho da economia do país do que os assinalados em igual período de 2015.

**34.** No âmbito da oferta sobressaíram os recuos na produção da agricultura e no setor de serviços, contrastando com a expansão de 0,3% do setor secundário da economia, impulsionado por crescimentos na indústria extrativa (0,7%) e na produção e distribuição de eletricidade, gás e água (1,1%). Sob a ótica da demanda, destacou-se o impacto negativo da retração no consumo das famílias - sexta consecutiva nessa base de comparação -, sensibilizada pelo aprofundamento do processo de distensão no mercado de trabalho e pela continuidade da desaceleração no mercado de crédito; e a recuperação, ainda que modesta, na formação bruta de capital fixo (FBCF).

**35.** Em relação ao componente externo da demanda, as importações variaram 4,5% e as exportações, 0,4%, no trimestre, trajetória condicionada, em parte, pelo melhor desempenho da indústria e da FBCF.

**36.** Importante ressaltar, portanto, que o resultado do PIB do segundo trimestre revelou sinais de estabilização da atividade, entre os quais, as expansões, na margem, da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e da indústria. Prospectivamente, alguns indicadores de alta frequência mostram sinais, embora ainda incipientes, de retomada gradual da atividade. Destaque-se, nesse contexto, o crescimento da produção industrial em cinco dos sete primeiros meses do ano e a alta consistente dos indicadores de confiança.

**37.** Dados divulgados mais recentemente ratificam a reação moderada na atividade industrial constatada por ocasião da divulgação do PIB relativo ao segundo

trimestre de 2106. De fato, por um lado, a evolução recente dos indicadores de estoques - que situam-se próximos à média histórica, com ajuste lento e persistente - e da confiança dos empresários da indústria - com alta consistente nos últimos trimestres - sugerem condições favoráveis para a continuidade da retomada da produção, enquanto por outro lado, a fragilidade do consumo doméstico pode se constituir em vetor de restrição ao desempenho da indústria nos próximos meses.

**38.** No médio prazo, a consolidação dos ajustes macroeconômicos e a redução de impactos negativos de eventos não econômicos sobre a atividade, tendem, também, a traduzir-se em alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade.

**39.** A retração observada nos gastos com consumo é consistente com a evolução do mercado de crédito e com as reduções no rendimento médio habitual e na massa salarial real habitual de todos os trabalhos, observadas no período.

**40.** De fato, as operações de crédito permaneceram em desaceleração no trimestre encerrado em julho, em ambiente de elevação do custo médio das contratações e estabilidade da inadimplência. As condições mais restritivas no mercado de crédito podem ser observadas na evolução das taxas de juros e dos *spreads* – em especial no segmento de pessoas físicas.

**41.** Nesse contexto, taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro nacional atingiu 33,0% a.a. em julho – maior patamar da série iniciada em março de 2011 -, elevando-se 0,6 p.p. no trimestre e 4,6 p.p. em doze meses. O aumento trimestral repercutiu elevações de 0,7 p.p. nas operações com recursos livres e de 0,8 p.p. nas realizadas com recursos direcionados, que registraram taxas médias de juros de 52,7% a.a. e 11,5% a.a., respectivamente.

**42.** No âmbito da política fiscal, o Poder Executivo Federal encaminhou, em 31 de agosto, para apreciação do Congresso Nacional, o Projeto de Lei Orçamentária Anual referente ao exercício de 2017 (PLOA 2017). A proposta orçamentária, que prevê *deficit* primário de R\$139 bilhões (2,05% do PIB), foi elaborada observando o limite de crescimento da despesa definido na Proposta de Emenda Constitucional nº 241/2016<sup>4</sup>.

**43.** Nesse contexto, a evolução do resultado fiscal está condicionada tanto pela adoção de medidas de ajuste que contribuam para o reequilíbrio entre receitas e despesas, quanto pelos impactos da recuperação da confiança dos agentes econômicos sobre a trajetória da atividade econômica.

**44.** Nesse ambiente, a inflação ao consumidor manteve-se em desaceleração no trimestre encerrado em agosto, trajetória influenciada pelo

---

<sup>4</sup> Despesas do exercício anterior corrigidas pela variação do IPCA, no mesmo período.

arrefecimento dos preços de produtos *in natura* e pela dissipação dos efeitos do reajuste de medicamentos. Acumulada em doze meses, a inflação ao consumidor também apresentou desaceleração, repercutindo o arrefecimento dos preços monitorados.

## E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2016

45. A programação dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2016 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e de câmbio, e de outros indicadores pertinentes.

**Quadro 3. Programação monetária para o ano de 2016<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	316,0	- 370,9	3,3
Base restrita <sup>3/</sup>	228,3	- 308,8	4,8
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.342,5	- 5.097,7	12,9
M4 <sup>4/</sup>	5.307,4	- 7.180,6	12,4

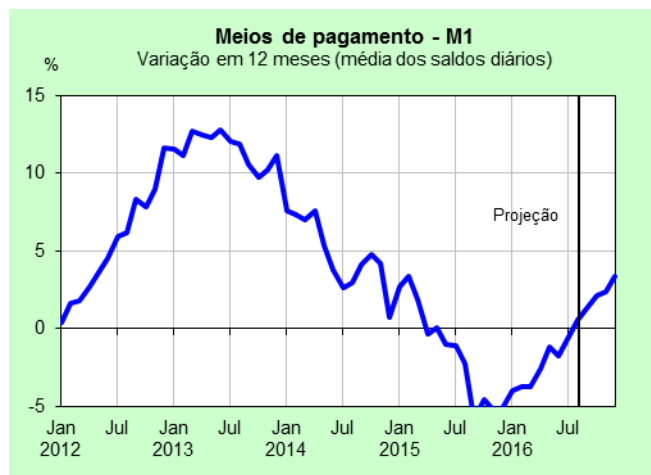
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

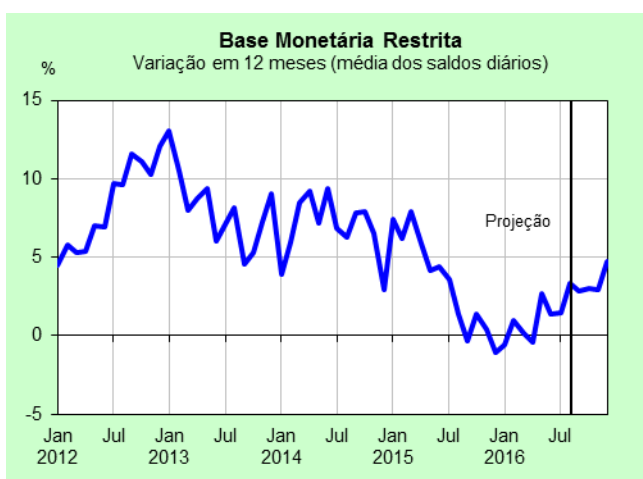
4/ Saldos em fim de período.

46. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se as trajetórias esperadas para o produto e para a taxa Selic, e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento (M1) foi estimada em 3,3% para dezembro de 2016.

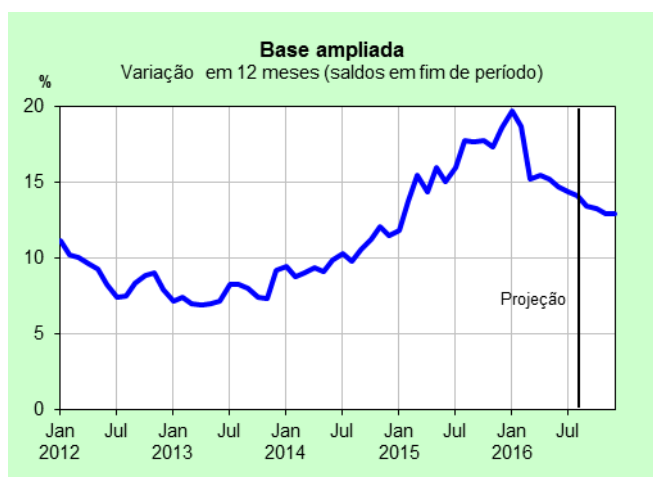


47. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e a elevação da massa salarial.

48. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em doze meses para o saldo médio da base monetária de 4,8% em dezembro de 2016.



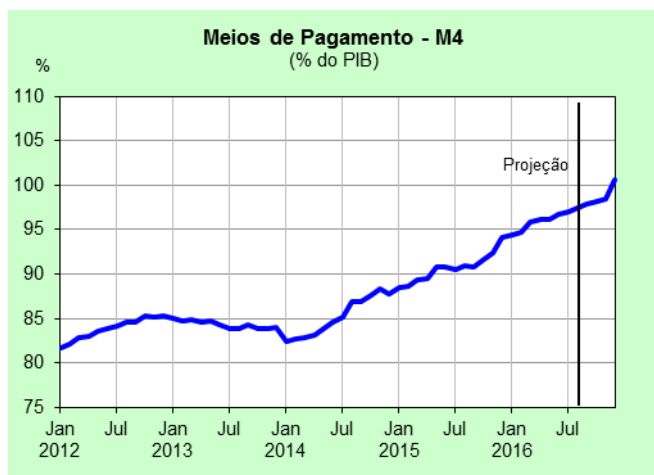
49. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para os resultados primários do governo central, para as operações do setor externo e para as emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 12,9% em dezembro de 2016.



50. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em doze meses esperado para o M4 corresponde a 12,4% em dezembro de 2016.



51. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar expansão ao longo de 2016, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis no período.



52. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho-agosto de 2016, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2016.

**Quadro 4. Evolução dos agregados monetários<sup>1/</sup>**

Discriminação	2015		2016			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	332,3	-5,2	301,4	0,6	343,5	3,3
Base restrita <sup>4/</sup>	256,4	-1,0	237,2	3,4	268,6	4,8
Base ampliada <sup>5/</sup>	4.180,5	18,6	4.505,1	14,1	4.720,1	12,9
M4 <sup>5/</sup>	5.554,3	11,2	5.931,5	11,6	6.244,0	12,4

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.

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

**Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>**

Discriminação	2015		2016			
			Julho - Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,296	-4,2	1,271	-2,7	1,279	-1,4
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,236	-6,2	0,256	5,0	0,250	6,0
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,555	9,7	0,564	3,5	0,563	1,5
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,329	-6,2	1,328	-1,3	1,352	1,7

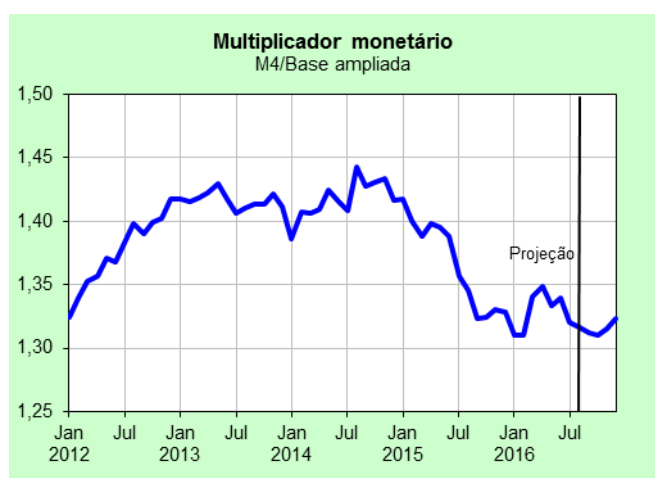
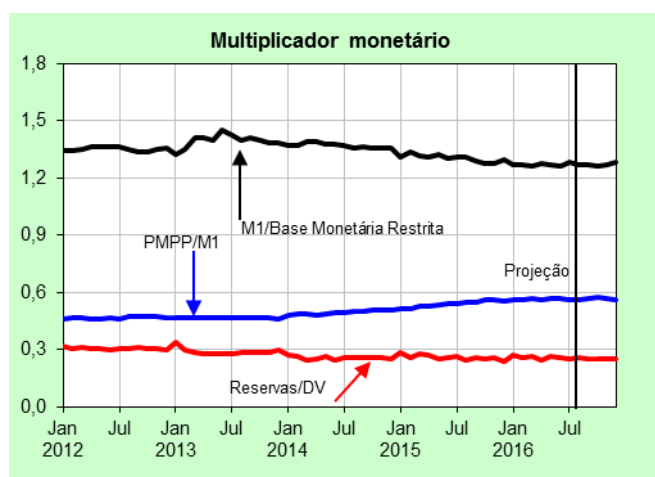
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

54. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do quarto trimestre de 2016.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo trimestre de 2016<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	277,8	- 326,1	-0,8	299,1	-1,7
Base restrita <sup>3/</sup>	203,9	- 275,9	2,9	236,5	1,4
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.189,8	- 4.918,4	19,8	4.358,7	14,7
M4 <sup>4/</sup>	4.983,7	- 6.742,7	11,1	5.836,6	10,6

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2016 e ocorridos em julho/agosto<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	279,0	- 327,5	1,9	301,4	0,6
Base restrita <sup>3/</sup>	204,6	- 276,8	4,2	237,2	3,4
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.155,1	- 4.877,7	12,4	4.505,1	14,1
M4 <sup>4/</sup>	5.166,5	- 6.990,0	14,3	5.931,5	11,6

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

**Quadro 3. Programação monetária para o ano de 2016<sup>1/</sup>**

Discriminação	R\$ bilhões			Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	316,0	- 370,9		3,3
Base restrita <sup>3/</sup>	228,3	- 308,8		4,8
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.342,5	- 5.097,7		12,9
M4 <sup>4/</sup>	5.307,4	- 7.180,6		12,4

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

#### Quadro 4. Evolução dos agregados monetários<sup>1/</sup>

Discriminação	2015		2016			
			Julho - Agosto		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
M1 <sup>4/</sup>	332,3	-5,2	301,4	0,6	343,5	3,3
Base restrita <sup>4/</sup>	256,4	-1,0	237,2	3,4	268,6	4,8
Base ampliada <sup>5/</sup>	4.180,5	18,6	4.505,1	14,1	4.720,1	12,9
M4 <sup>5/</sup>	5.554,3	11,2	5.931,5	11,6	6.244,0	12,4

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

#### Quadro 5. Multiplicador monetário<sup>1/</sup>

Discriminação	2015		2016			
			Julho - Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,296	-4,2	1,271	-2,7	1,279	-1,4
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,236	-6,2	0,256	5,0	0,250	6,0
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,555	9,7	0,564	3,5	0,563	1,5
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,329	-6,2	1,328	-1,3	1,352	1,7

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

## Glossário

**Base monetária:** passivo monetário do Banco Central, também conhecido como emissão primária de moeda. Inclui o total de cédulas e moedas em circulação e os recursos da conta “Reservas Bancárias”. Essa variável reflete o resultado líquido de todas as operações ativas e passivas do Banco Central.

**Fatores condicionantes da base monetária:** refere-se às fontes de criação (emissão de moeda pelo Banco Central) ou destruição (recolhimento de moeda pelo Banco Central) de moeda primária (base monetária). Toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em entrega de papel-moeda e/ou crédito em contas de “Reservas Bancárias” significa expansão monetária e é apresentada com sinal positivo. Ao contrário, toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em recebimento e/ou débito em contas de “Reservas Bancárias” significa contração monetária e é apresentada com sinal negativo. Deve-se ressaltar a diferença entre fabricação e emissão de moeda: a fabricação é um processo fabril de cédulas e moedas e a emissão é um processo econômico que resulta em crescimento da oferta monetária, tanto física (cédulas e moedas) quanto escritural (Reservas Bancárias).

**Base monetária ampliada:** conceito amplo de base monetária, introduzido no Plano Real com o pressuposto de que agregados mais amplos sejam melhor correlacionados com os preços na economia brasileira, visto que mais perfeitamente captam a substitutibilidade entre a moeda, em seu conceito mais restrito, e os demais ativos financeiros. Inclui, além da base restrita, os principais passivos do Banco Central e do Tesouro Nacional (compulsórios e títulos federais).

**Meios de pagamento:** conceito restrito de moeda (M1). Representa o volume de recursos prontamente disponíveis para o pagamento de bens e serviços. Inclui o papel-moeda em poder do público, isto é, as cédulas e moedas metálicas detidas pelos indivíduos e empresas não financeiras e, ainda, os seus depósitos à vista efetivamente movimentáveis por cheques. Com a redução da inflação, a partir da introdução do real, ocorreu forte crescimento dos meios de pagamento no conceito restrito, processo esse conhecido como remonetização, resultante da recuperação da credibilidade da moeda nacional.

**Meios de pagamento ampliados:** inclui moeda legal e quase-moeda, correspondendo aos instrumentos de elevada liquidez, em sentido amplo. O M2 corresponde ao M1 mais as emissões de alta liquidez realizadas primariamente no mercado interno por instituições depositárias – as que realizam multiplicação de crédito. O M3 é composto pelo M2 e as captações internas por intermédio dos fundos de renda fixa e das carteiras de títulos públicos federais registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). O M4 agrega o M3 e a carteira livre de títulos públicos do setor não financeiro.

**Depósitos compulsórios de instituições financeiras:** refere-se aos valores recolhidos ao Banco Central e/ou mantidos pelas instituições na forma de encaixe para fins de

cumprimento das diversas normas prudenciais e de controle monetário, estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Os recolhimentos “em espécie” correspondem aos valores que foram transferidos das contas “Reservas Bancárias” para outras contas de depósitos no Banco Central e que têm movimentação limitada aos períodos regulamentares, geralmente semanais, mediante demonstrativo de evolução da base de cálculo. Estes recolhimentos podem ser remunerados ou não. Os recolhimentos “em títulos” correspondem aos valores dos títulos públicos federais que foram vinculados no Selic, e que ficaram indisponíveis para negociações enquanto mantida a vinculação. Os recolhimentos “em títulos” são considerados remunerados em função da rentabilidade implícita no valor atualizado do título, não recebendo qualquer remuneração adicional por parte do Banco Central.