

Mensagem nº 118

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, 1º de abril de 2016 .

EM nº 00009/2016 BACEN

Brasília, 31 de Março de 2016

Excelentíssima Senhora Presidenta 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 2º 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 31 de março de 2016, para que seja enviada à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

Respeitosamente,

Assinado eletronicamente por: Anthero de Moraes Meirelles

Aviso nº 158 - C. Civil.

Em 1º de abril 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 da Excelentíssima Senhora Presidenta da República destinada à Comissão de Assuntos Econômicos, contendo a Programação Monetária.

Atenciosamente,

EVA MARIA CELLA DAL CHIAVON
Ministra de Estado Chefe da Casa Civil
da Presidência da República, substituta

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2016

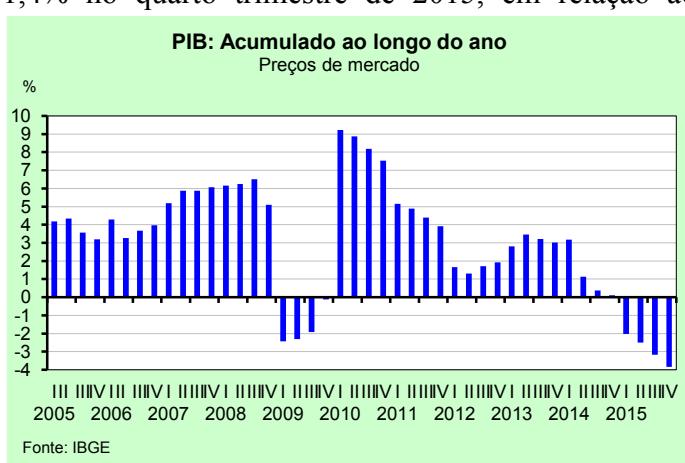
Março – 2016



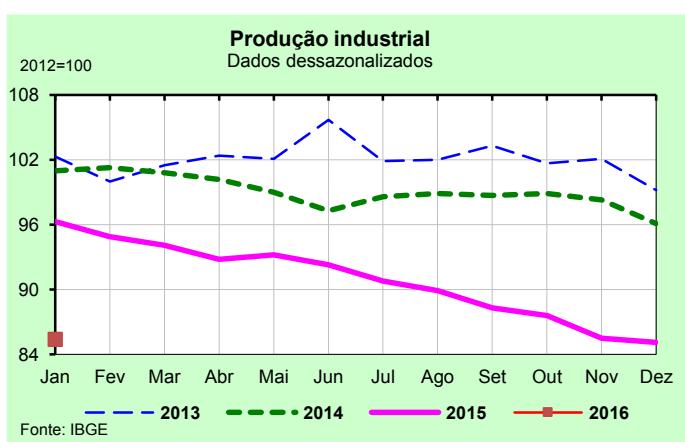
Programação Monetária para o segundo trimestre e para o ano de 2016

A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2016

1. O PIB recuou 1,4% no quarto trimestre de 2015, em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. Sob a ótica da oferta, ocorreram variações de 2,9% na agropecuária e de -1,4% na indústria e no setor de serviços. O desempenho do setor industrial foi impactado pelo desempenho negativo nas indústrias de transformação (2,5%) e extrativa (6,6), mitigado pelo efeito do crescimento da construção civil (0,4%) e da produção e distribuição de eletricidade, gás e água (1,7%). A análise da demanda evidencia o processo de ajuste em curso na economia do país. Nesse cenário, ocorreram retrações trimestrais no consumo das famílias, 1,3%; no consumo do governo, 2,9%; e na formação bruta de capital fixo (FBCF), 4,9%. Como consequência da depreciação da taxa de câmbio e das reduções nos gastos de consumo e investimento, as importações retraíram 5,9% no trimestre, enquanto as exportações recuaram 0,4%.

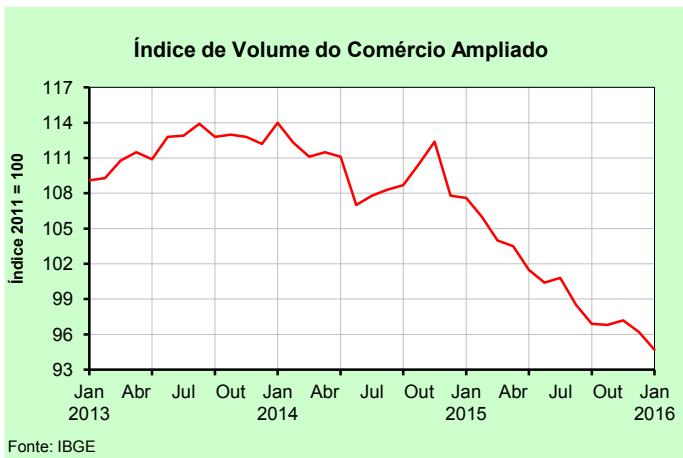


2. A produção física da indústria recuou 3,7% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao terminado em outubro de 2015, quando havia decrescido 3,8%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A

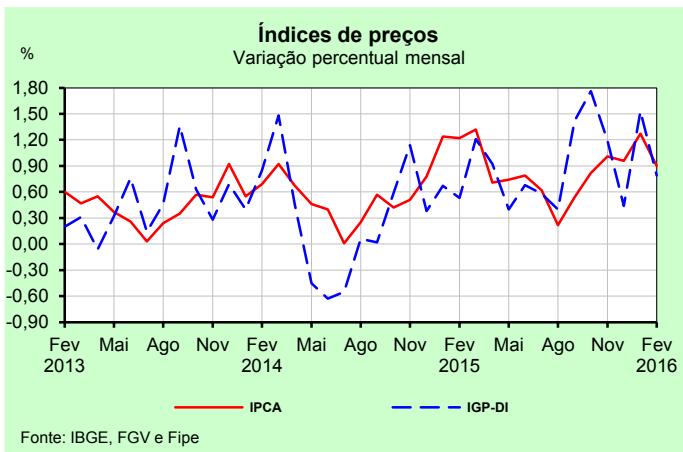


produção da indústria extrativa retraiu 12,5%, evolução associada, em parte, aos impactos do acidente ambiental ocorrido em Minas Gerais, em novembro de 2015, sobre a produção de minério de ferro. A produção da indústria de transformação contraiu 3,2%, com recuos em vinte das 23 atividades pesquisadas (outros equipamentos de transporte, -9,7%; máquinas e equipamentos, -8,4%; fumo, -7,5%). Houve recuo trimestral na produção de todas as categorias de uso: bens de capital, 8,7%; bens de consumo duráveis, 4,2%; bens intermediários, 3,7%; e bens de consumo não-duráveis, 0,1%.

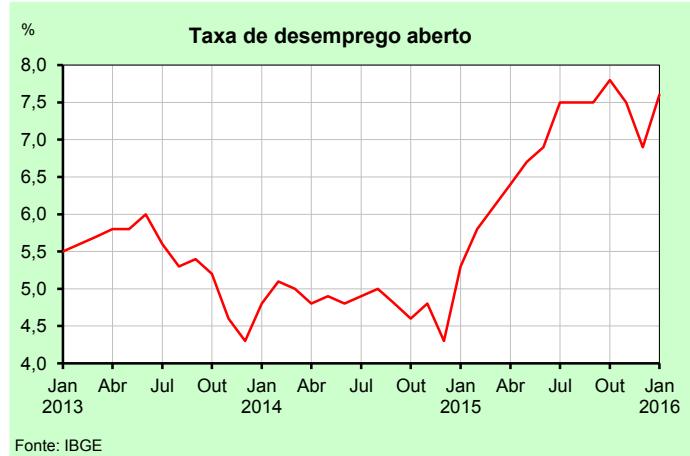
3. As vendas do comércio ampliado recuaram 1,3% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2015, quando haviam decrescido 0,1%, nesse tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE. Destacaram-se os recuos nas vendas de combustíveis e lubrificantes (2,2%) e de livros, jornais, revistas e papelaria (1,8%) e os aumentos nas de equipamentos e material para escritório e comunicação (5,2%) e de móveis e eletrodomésticos (2,7%). Excluídas as reduções nas vendas de veículos e motos, partes e peças (4,9%) e de material de construção (3,8%), as vendas do comércio varejista recuaram 0,2% no trimestre, destacando-se as retrações no Sul (0,4%) e no Sudeste (0,3%).



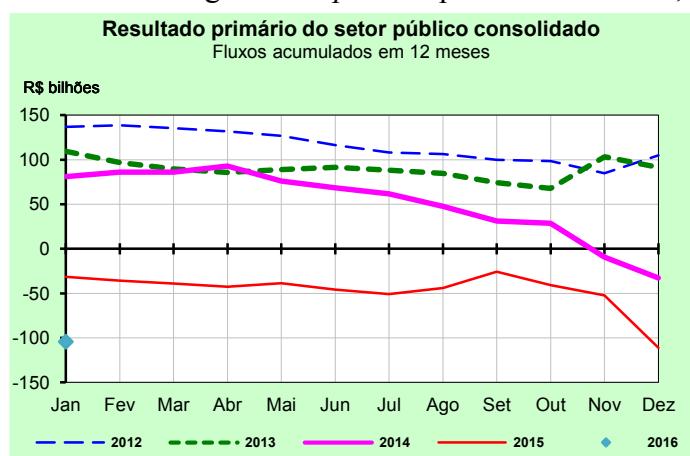
4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 3,16% no trimestre encerrado em fevereiro (2,39% no terminado em novembro de 2015), resultado de aceleração dos preços livres (de 2,05% para 3,32%) e desaceleração dos monitorados (de 3,44% para 2,69%). A evolução dos preços livres decorreu de elevações nas variações dos preços dos bens comercializáveis, de 2,61% para 2,92% e dos não comercializáveis, de 1,58% para 3,65%. A desaceleração dos preços monitorados refletiu, em grande parte, o impacto da redução da inflação de gás de botijão, gasolina e energia elétrica residencial, apesar do reajuste de 8,58% nas tarifas de ônibus urbano. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 10,48%, em novembro, para 10,36%, em fevereiro, em razão de desaceleração dos preços monitorados, de 17,95% para 14,94%, e de aceleração dos livres, de 8,28% para 8,97%. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, variou 2,79% no trimestre terminado em fevereiro de 2016, ante 4,44% no finalizado em novembro de 2015, retração decorrente de recuo na variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), de 5,92% para 2,82%, e de aumentos nas variações do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 2,19% para 3,46%, e do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 0,92% para 1,04%. No acumulado em doze meses, o IGP-DI aumentou 11,93% em fevereiro (10,64% em novembro e 3,74% em fevereiro de 2015).



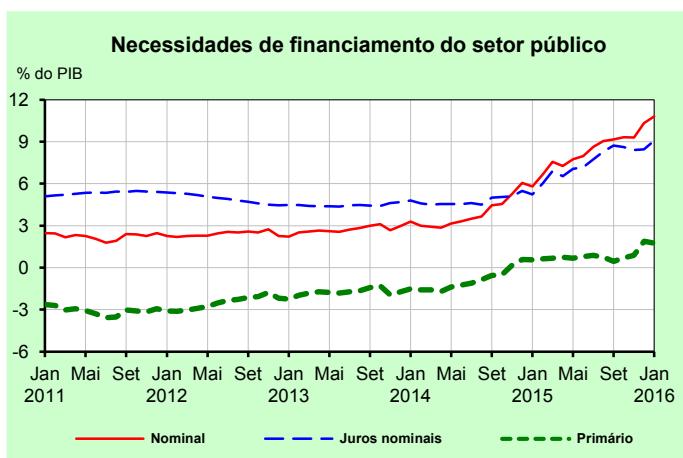
5. O mercado de trabalho, conforme esperado, intensificou o processo de distensão, nos meses recentes, expresso em aumento da taxa de desemprego e reduções de postos formais e de rendimentos do trabalho. A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 7,3% no trimestre encerrado em janeiro de 2016 (4,8% em igual período de 2015). A economia do país eliminou 826,5 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em janeiro de 2016 (628,9 mil em igual período de 2015), segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Previdência Social (MTPS). Destacaram-se os cortes na indústria de transformação (286,7 mil), no setor de serviços (221,4 mil) e na construção civil (160,8 mil).



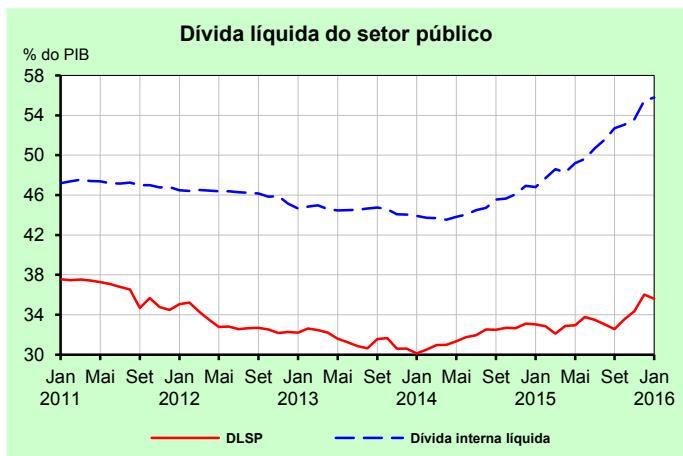
6. O setor público consolidado registrou *superavit* primário de R\$27,9 bilhões em janeiro de 2016 (R\$21,1 bilhões em igual mês de 2015), acumulando *deficit* de 1,75% do PIB no período de doze meses. O *superavit* primário do Governo Central atingiu R\$20,9 bilhões (R\$10,1 bilhões em janeiro de 2015). A receita do Tesouro Nacional elevou-se 14,7%, no período, e as despesas, 16,1%. A arrecadação líquida da Previdência Social cresceu 4,6%, e as despesas com benefícios, 12,6%, no mesmo período.



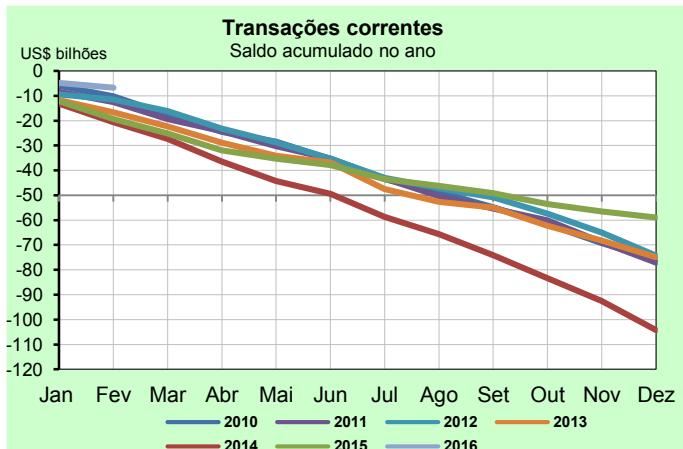
7. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$56,2 bilhões em janeiro (R\$18 bilhões em igual mês de 2015), com destaque para a contribuição do resultado desfavorável de R\$24,5 bilhões das operações de *swap* cambial (resultado favorável de R\$10,8 bilhões em janeiro de 2015). O resultado nominal foi deficitário em R\$28,3 bilhões no mês (*superavit* de R\$3 bilhões em janeiro de 2015), acumulando *deficit* de 10,8% do PIB no período de doze meses encerrado em janeiro.



8. A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$2.607 bilhões em janeiro (43,8% do PIB), elevando-se 1,2 p.p. do PIB em relação a outubro e 6,3 p.p. do PIB em doze meses. A evolução trimestral resultou de emissões líquidas realizadas no mercado primário (R\$11,4 bilhões), da incorporação de juros nominais (R\$90,6 bilhões) e do impacto da depreciação cambial de 4,8% no período (R\$0,9 bilhão). As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados à taxa Selic, das operações do mercado aberto e dos títulos vinculados a índices de preços aumentaram 1,5 p.p., 0,4 p.p. e 0,1 p.p., respectivamente, em janeiro, em relação a outubro. A representatividade dos títulos prefixados recuou 1,9 p.p., no período.

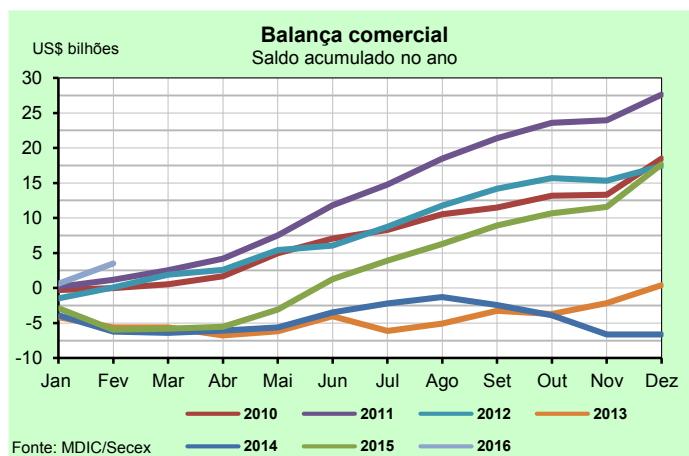


9. O *superavit* da balança comercial atingiu US\$4,0 bilhões nos dois primeiros meses de 2016. A reversão em relação ao saldo negativo de US\$6 bilhões observado em igual período de 2015 decorreu de retrações de 4,7% nas exportações e de 35,1% nas importações, que totalizaram US\$24,6 bilhões e US\$20,6 bilhões, respectivamente, no bimestre. A corrente de comércio atingiu



US\$45,2 bilhões, recuando 21,5% no período. As exportações médias diárias recuaram 4,7% no período, com reduções nas vendas de produtos básicos, 7,8%; e de semimanufaturados, 5,4%, e aumento de 0,5% nas de bens manufaturados. A média diária das importações recuou 35,1% no primeiro bimestre de 2016, em relação a igual intervalo de 2015, reflexo de retrações nas aquisições em todas as categorias de uso: combustíveis e lubrificantes, 57,0%; bens de consumo duráveis, 53,8%; bens de capital, 27,1%; matérias-primas e bens intermediários, 34,0%; e bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 13,8%. A redução de nas exportações refletiu, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), variações de -20,0% nos preços e de 19,6% no *quantum*, enquanto o recuo de 35,1% no valor das importações repercutiu retrações de 26,9% no *quantum* e de 11,4% nos preços.

10. O *deficit* em transações correntes totalizou US\$6,7 bilhões no primeiro bimestre de 2016 (US\$19,3 bilhões em igual período de 2015). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* atingiu US\$46,3 bilhões em fevereiro (2,67% do PIB). As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$3,3 bilhões, recuando 48,3% no período, com destaque para as reduções de 83,6% no *deficit* em viagens internacionais e de 69,0% nas despesas líquidas com transportes. As remessas líquidas com juros atingiram US\$4,7 bilhões nos dois primeiros meses do ano, recuando 20,3% em relação a igual período de 2015. Os pagamentos de juros ao exterior diminuíram 17,7%, para US\$5,5 bilhões, e as receitas de juros cresceram 3,7%, para US\$737 milhões. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais aumentaram 9,2%, para US\$461 milhões.



11. As captações líquidas de investimento direto no país (IDP) somaram US\$11,4 bilhões nos primeiros dois meses de 2016, das quais US\$6,8 bilhões relativas a aumento de participação em capital de empresas, incluídos lucros reinvestidos, e US\$4,6 bilhões a empréstimos intercompanhias. O ingresso de IDP acumulado em doze meses atingiu US\$77,6 bilhões em fevereiro (4,48% do PIB). Os investimentos ativos em



carteira no exterior registraram retorno líquido de US\$282 milhões no bimestre (US\$715 milhões nos dois primeiros meses de 2015), essencialmente pela redução em fundos de investimento. As captações líquidas de investimentos passivos em carteira apresentaram redução de US\$7,3 bilhões (aumento líquido de US\$14,7 bilhões nos dois primeiros meses de 2015), com ênfase nas saídas líquidas relacionadas a títulos de renda fixa negociados no país (US\$5,1 bilhões) e a títulos de longo prazo negociados no mercado externo (US\$3,2 bilhões).

12. As reservas internacionais totalizaram, em fevereiro, US\$359,4 bilhões no conceito caixa e US\$373,6 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$2,9 bilhões e US\$4,8 bilhões em relação a dezembro de 2015). No primeiro bimestre de 2016, a liquidação de operações de linhas com recompra proporcionou redução de US\$60 milhões. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$461 milhões e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$1,9 bilhão e US\$280 milhões. Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$374 bilhões ao final de 2016, incluída a previsão de receitas de remuneração de reservas de US\$2,8 bilhões.



B. Política Monetária no quarto trimestre de 2015

13. Os saldos da base monetária restrita, da base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o quarto trimestre de 2015.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$256,4 bilhões em dezembro, variando 8,1% no mês e -1,0% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$221,5 bilhões, elevando-se 9,2% no mês e 2,8% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$34,9 bilhões, com aumento de 1,6% no mês e decréscimo de 19,9% 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\$4,2 trilhões em dezembro. O aumento de 18,6% em doze meses refletiu aumentos de 20,4% no saldo dos títulos públicos federais e de 19,6% nos depósitos compulsórios em espécie, e retração de 3,1% na base restrita.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2015^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	305,1 - 358,1	-5,4	332,3	-5,2
Base restrita ^{3/}	214,8 - 290,6	-2,5	256,4	-1,0
Base ampliada ^{4/}	3.575,9 - 4.197,8	10,2	4.180,5	18,6
M4 ^{4/}	4.647,3 - 6.287,6	9,5	5.559,4	11,3

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.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, atingiram R\$332,3 bilhões em dezembro, variando 9,9% no mês e -5,2% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$184,5 bilhões, aumentando 9,4% e 4,0%, respectivamente, e os depósitos à vista situaram-se em R\$147,8 bilhões, variando 10,5% no mês e -14,6% em doze meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$5,6 trilhões em dezembro, elevando-se 2,1% no mês e 11,3% em doze meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$4,1 bilhões no quarto trimestre de 2015, resultante de resgates líquidos de R\$31,2 bilhões no mercado primário e de R\$ 232 milhões no extramercado, e de venda líquida de títulos de R\$27,3 bilhões no mercado secundário.

19. Na reunião de outubro, avaliando o cenário macroeconômico, as perspectivas para a inflação e o atual balanço de riscos, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés. O Comitê entendeu que a manutenção desse patamar da taxa básica de juros, por período suficientemente prolongado, era necessária para a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante da política monetária e ressaltou que a política monetária se manteria vigilante para a consecução desse objetivo. Na reunião de novembro, o Copom considerou que permanecem incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Parte de seus membros argumentou que seria oportuno ajustar, de imediato, as condições monetárias, de modo a reduzir os riscos de não cumprimento dos objetivos do regime de metas para a inflação. No entanto, a maioria dos membros do Copom considerou manter a taxa Selic em 14,25% a.a. e monitorar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

C. Política Monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2016

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$244,3 bilhões em fevereiro, com variação de -2,9% no mês e de 1,0% em doze meses. As reservas bancárias situaram-se em R\$35,1 bilhões, com recuos respectivos de 7,4% e 12,1%, e o saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$209,2 bilhões, variando -2,1% no mês e 3,5% em doze.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$4,3 trilhões em fevereiro, com aumentos de 0,7% no mês e de 18,7% em doze meses. A variação anual refletiu elevações de 5,8% na base restrita, de 19,5% no saldo de títulos públicos federais e de 21,0% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, atingiram R\$310,3 bilhões em fevereiro, com recuos de 2,6% no mês e de 3,7% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público totalizou R\$174,2 bilhões, com variações respectivas de -2,1% e 4,9%, e o dos depósitos à vista, R\$136,1 bilhões, com retracções de 3,3% no mês e de 12,9% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$5,6 trilhões em fevereiro, registrando aumentos de 0,8% no mês e de 11,4% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2016 e ocorridos em janeiro/fevereiro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido		
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses	
M1 ^{3/}	279,3	-327,8	-4,0	310,3	-3,7
Base restrita ^{3/}	202,3	-273,8	-1,1	244,3	1,0
Base ampliada ^{4/}	3.962,9	-4.652,0	16,3	4.293,7	18,7
M4 ^{4/}	4.723,1	-6.390,1	8,1	5.641,9	11,4

^{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.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em retração monetária de R\$9,9 bilhões no bimestre janeiro-fevereiro. Houve resgates líquidos de R\$38,7 bilhões no mercado primário e de R\$ 291 milhões no extramercado, e venda líquida de títulos de R\$ 48,9 bilhões no mercado secundário.

25. Nas reuniões realizadas em janeiro e em março de 2016, o Copom, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, considerou que remanesçam incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, ao comportamento da inflação corrente e das expectativas de inflação. Adicionalmente, foi avaliado que mantinham-se as incertezas em relação ao cenário externo, com destaque para a preocupação com o desempenho da economia chinesa e seus desdobramentos e com a evolução de preços no mercado de petróleo. Nesse cenário, parte de seus membros argumentou que seria oportuno ajustar, de imediato, as condições monetárias, de modo a reduzir os riscos de não cumprimento dos objetivos do regime de metas para a inflação, reforçar o processo de ancoragem das expectativas inflacionárias e contribuir para deter a alta das projeções de inflação. No entanto, nas duas reuniões, a maioria dos membros do Copom considerou que as incertezas domésticas e, principalmente, externas, justificam continuar monitorando a evolução do cenário macroeconômico para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária. Para estes membros, faz-se necessário continuar acompanhando o desenvolvimento nos ambientes doméstico e externo e seus impactos sobre o balanço de riscos para a inflação, o que, combinado com os ajustes já implementados na política monetária, pode fortalecer o cenário de convergência da inflação para a meta de 4,5%, em 2017. O Copom, então, decidiu, nas duas reuniões, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.)^{1/}
27.01.2010	-	8,75
17.03.2010	-	8,75
28.04.2010	-	9,50
9.06.2010	-	10,25
21.07.2010	-	10,75
1.09.2010	-	10,75
8.12.2010	-	10,75
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

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

D. Perspectivas para o segundo trimestre e para o ano de 2015

26. O processo de recuperação da economia global perdeu impulso no quarto trimestre de 2015 e início deste ano, destacando-se o menor dinamismo da atividade econômica, em especial, no Japão e nas economias emergentes, inclusive na China. Nos EUA, a relativa robustez do mercado de trabalho contribuiu para que o consumo sustentasse o dinamismo da atividade, mitigado pela contribuição negativa do setor externo, em ambiente de apreciação do dólar e menor vigor da demanda externa.

27. Incertezas associadas ao ritmo de normalização da política monetária nos EUA, turbulências nos mercados cambial e acionário na China, deterioração das perspectivas de crescimento global, retração nos preços de *commodities* e risco de materialização de cenário deflacionário em economias maduras provocaram elevação da aversão ao risco e volatilidade nos mercados financeiros globais, com impactos negativos sobre o apreçamento de ativos.

28. Nesse contexto, cresce a possibilidade de aumentar a divergência de postura de política monetária entre os bancos centrais das maiores economias, elevando-se as perspectivas de que o Fed introduza novos aumentos dos juros básicos, ainda em 2016, mesmo que de forma gradual, e de que as autoridades monetárias da Europa, Japão e China respondam às fragilidades do ambiente econômico com novas ampliações do caráter acomodatício das respectivas políticas monetárias, inclusive com adoção, em certos casos, de juros nominais negativos.

29. No Brasil, os indicadores do setor externo seguiram repercutindo, nos primeiros meses de 2016, o processo de ajuste macroeconômico em curso no país. Nesse contexto, a trajetória da taxa de câmbio e a retração da atividade interna favoreceram a reversão no *deficit* da balança comercial, com recuo expressivo das importações e reduções nas despesas líquidas de serviços e de rendas. Destacam-se, nesse processo, as quedas significativas nas despesas com viagens e nas remessas líquidas de lucros e dividendos. Os investimentos diretos no país permaneceram em patamar adequado ao financiamento do *deficit* em transações correntes.

30. O processo de ajuste macroeconômico mencionado e a crise de confiança dos agentes econômicos seguiram impactando negativamente a trajetória da atividade da economia brasileira, comportamento evidenciado pelo recuo de 1,4% registrado, na margem, pelo PIB no quarto trimestre de 2015, e pela evolução de importantes indicadores econômicos nos meses iniciais de 2016. Ressalte-se que o desempenho negativo da economia nos últimos meses foi intensificado pelos efeitos de eventos não econômicos, entre os quais o acidente ambiental que afetou expressivamente a produção da indústria extrativa.

31. Nesse contexto, o PIB recuou 3,8% em 2015, refletindo resultados negativos dos setores de maior peso, indústria e serviços, e a contribuição positiva da produção do setor agropecuário. A análise da demanda ratifica os efeitos da crise de

confiança observada no país – explícita no patamar reduzido dos indicadores de confiança de consumidores e empresários – e da deterioração das condições do mercado de trabalho e suas implicações sobre o mercado de crédito, com desdobramentos sobre os gastos de consumo e investimento.

32. A retração da economia em 2015 foi atenuada pelo desempenho do componente externo da demanda. No ano, o ajuste na balança comercial foi favorecido tanto pela depreciação da taxa de câmbio quanto pela redução na atividade doméstica. Nesse cenário, a contribuição do setor externo para o resultado anual do PIB em 2015 atingiu 2,7 p.p., após oito resultados negativos em sequência.

33. Apesar da perspectiva de continuidade do processo de reação das exportações líquidas, a demanda agregada tende a se apresentar moderada nos próximos meses, influenciada pela evolução recente do emprego, da renda e do crédito. A médio prazo, consolidado o ajuste macroeconômico em curso, o ritmo de atividade tende a se recuperar à medida que a confiança de empresas e famílias se fortaleça, com perspectivas de mudanças importantes na composição da demanda e da oferta agregadas.

34. A evolução das operações de crédito no trimestre encerrado em fevereiro de 2016 mostrou-se consistente com a trajetória da atividade econômica e das condições monetárias. Ressaltem-se, ainda, os impactos, sobre decisões de endividamento, decorrentes dos efeitos da retração da atividade sobre os indicadores de emprego e renda, e da manutenção, em patamar reduzido, dos indicadores de confiança de consumidores e empresários.

35. O crescimento anual registrado no *deficit* primário em 2015 repercutiu, em especial, os impactos da redução no nível da atividade econômica sobre a arrecadação e do equacionamento de passivos com bancos federais e com o FGTS. Nesse contexto, ganham relevância as perspectivas de que medidas de ajuste fiscal de longo prazo sejam apresentadas e aprovadas, e contribuam para que os indicadores de endividamento retomem trajetória consistente com o ambiente de estabilidade macroeconômica.

36. Nesse ambiente, a despeito de sinais de esgotamento do processo de realinhamento de preços monitorados, a inflação ao consumidor seguiu em aceleração no trimestre encerrado em fevereiro, evidenciando os efeitos remanescentes da depreciação cambial, do aumento de tributos e de pressões sazonais nos grupos alimentação e educação. Ressalte-se que na margem, a variação dos índices de preços sinaliza arrefecimento do processo inflacionário nos próximos meses.

37. Ainda que a indexação de preços represente risco relevante, a continuidade do arrefecimento dos preços monitorados, a reversão da alta de preços de produtos *in natura*, o menor dinamismo da atividade econômica e os efeitos defasados dos ajustes já implementados na política monetária deverão favorecer a desaceleração

da inflação nos próximos meses. Consideradas variações acumuladas em doze meses, esse processo tende a ser reforçado pelo descarte das elevadas taxas mensais registradas na primeira metade de 2015.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o segundo trimestre e para o ano de 2016.

38. A programação dos agregados monetários para o segundo trimestre de 2016 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio e outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

Quadro 3. Programação monetária para o segundo trimestre e para ano de 2016^{1/}

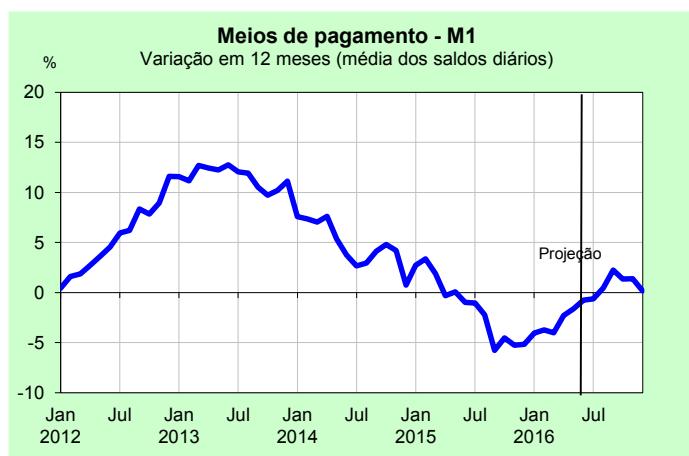
Discriminação	Segundo Trimestre			Ano		
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}		
M1 ^{3/}	277,8 - 326,1	-0,8	306,3 - 359,5	0,2		
Base restrita ^{3/}	203,9 - 275,9	2,9	227,8 - 308,3	4,6		
Base ampliada ^{4/}	4.189,8 - 4.918,4	19,8	4.412,4 - 5.179,8	14,7		
M4 ^{4/}	4.983,7 - 6.742,7	11,1	5.199,7 - 7.034,9	10,0		

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

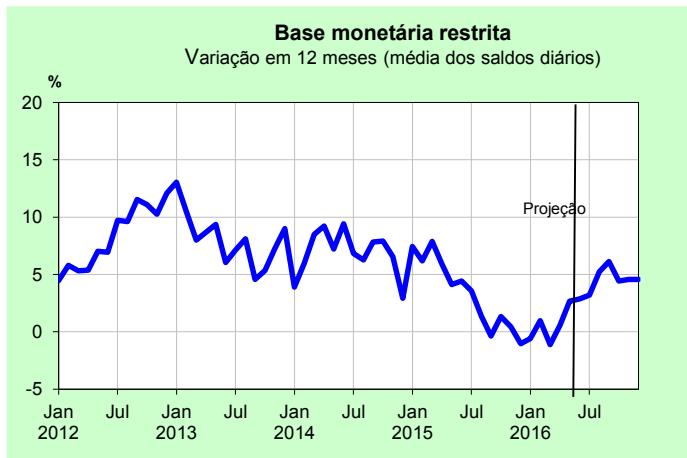
3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

39. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econometríticos para a demanda por seus componentes. Considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada 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 foi estimada em -0,8% para o segundo trimestre e em 0,2% para dezembro de 2016.



40. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial, a trajetória esperada para a taxa Selic e considerando o crescimento esperado para o produto.

41. 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 de 2,9% em doze meses para o saldo médio da base monetária em junho e em 4,6% em dezembro de 2016.



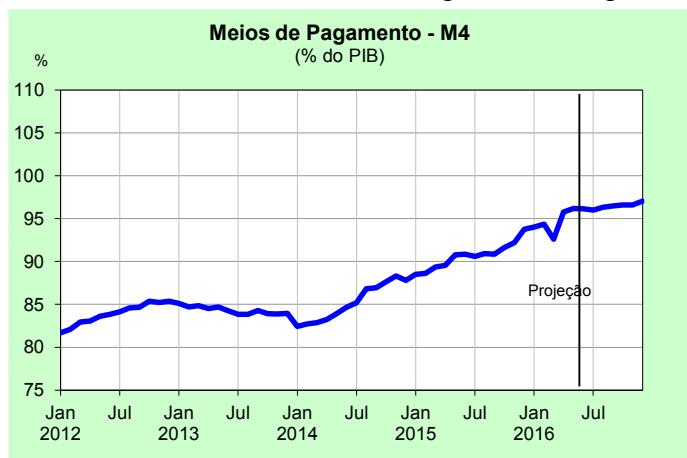
42. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 19,8% e de 14,7%, respectivamente, para o segundo e quarto trimestres de 2016.



43. 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 11,1% e a 10,0% em junho e em dezembro de 2016, na ordem.



44. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do segundo trimestre de 2016, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis em doze meses.



45. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre janeiro/fevereiro de 2016, bem como os valores previstos para o segundo trimestre e para o final de 2016.

Quadro 4. Evolução dos agregados monetários^{1/}

Discriminação	2016		2016 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	310,3	-3,7	301,9	-0,8	332,9	0,2
Base restrita ^{4/}	244,3	1,0	239,9	2,9	268,0	4,6
Base ampliada ^{5/}	4.293,7	18,7	4.554,1	19,8	4.796,1	14,7
M4 ^{5/}	5.641,9	11,4	5.863,2	11,1	6.117,3	10,0

^{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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2016 Janeiro - Fevereiro ^{1/}		2016 ^{2/}			
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Segundo Trimestre		Ano ^{2/}	
			Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,270	-4,7	1,258	-3,5	1,242	-4,2
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,258	0,9	0,250	-3,5	0,250	6,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,561	9,0	0,572	6,3	0,583	5,1
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,314	-6,2	1,287	-7,3	1,275	-4,1

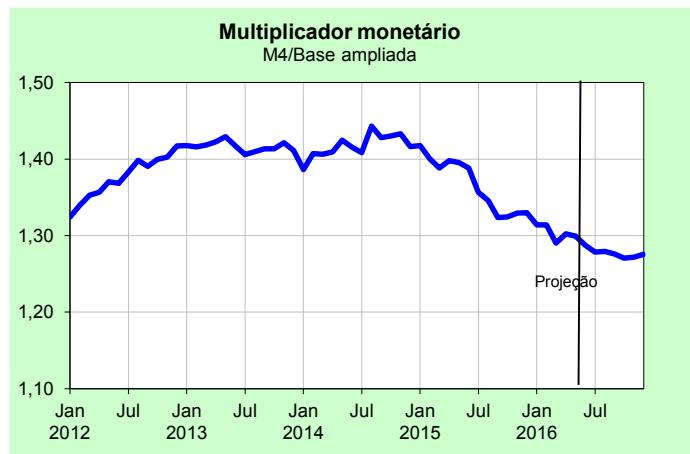
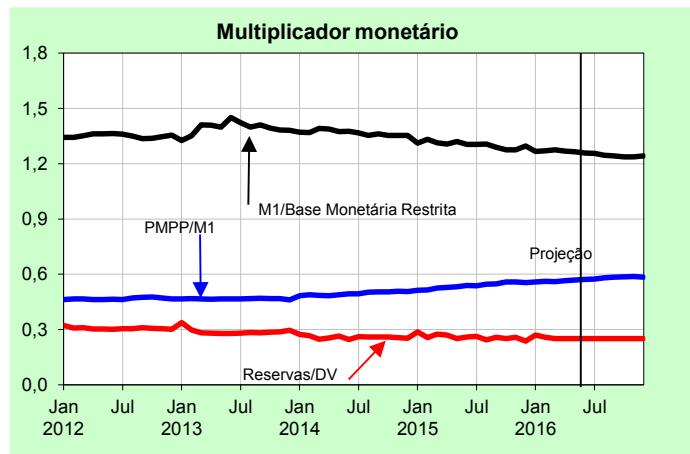
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2015^{1/}

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses	
M1 ^{3/}	305,1 - 358,1	-5,4	332,3	-5,2	
Base restrita ^{3/}	214,8 - 290,6	-2,5	256,4	-1,0	
Base ampliada ^{4/}	3.575,9 - 4.197,8	10,2	4.180,5	18,6	
M4 ^{4/}	4.647,3 - 6.287,6	9,5	5.559,4	11,3	

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.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2016 e ocorridos em janeiro/fevereiro^{1/}

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses	
M1 ^{3/}	279,3 - 327,8	-4,0	310,3	-3,7	
Base restrita ^{3/}	202,3 - 273,8	-1,1	244,3	1,0	
Base ampliada ^{4/}	3.962,9 - 4.652,0	16,3	4.293,7	18,7	
M4 ^{4/}	4.723,1 - 6.390,1	8,1	5.641,9	11,4	

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 segundo trimestre e para ano de 2016^{1/}

Discriminação	Segundo Trimestre			Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	
M1 ^{3/}	277,8 - 326,1	-0,8	306,3 - 359,5	0,2	
Base restrita ^{3/}	203,9 - 275,9	2,9	227,8 - 308,3	4,6	
Base ampliada ^{4/}	4.189,8 - 4.918,4	19,8	4.412,4 - 5.179,8	14,7	
M4 ^{4/}	4.983,7 - 6.742,7	11,1	5.199,7 - 7.034,9	10,0	

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.

Quadro 4. Evolução dos agregados monetários^{1/}

Discriminação	2016		2016 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	310,3	-3,7	301,9	-0,8	332,9	0,2
Base restrita ^{4/}	244,3	1,0	239,9	2,9	268,0	4,6
Base ampliada ^{5/}	4.293,7	18,7	4.554,1	19,8	4.796,1	14,7
M4 ^{5/}	5.641,9	11,4	5.863,2	11,1	6.117,3	10,0

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^{1/}

Discriminação	2016		2016 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro ^{1/}		Segundo Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,270	-4,7	1,258	-3,5	1,242	-4,2
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,258	0,9	0,250	-3,5	0,250	6,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,561	9,0	0,572	6,3	0,583	5,1
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,314	-6,2	1,287	-7,3	1,275	-4,1

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 agrupa 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.