

Mensagem nº 111

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, 11 de abril de 2017.

EM nº 00011/2017 BACEN

Brasília, 31 de Março de 2017

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 2º trimestre de 2017, 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 2017, para que seja enviada à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

Respeitosamente,

Assinado eletronicamente por: Ilan Goldfajn

Aviso nº 138 - C. Civil.

Em 11 de abril de 2017.

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

2017

Março – 2017

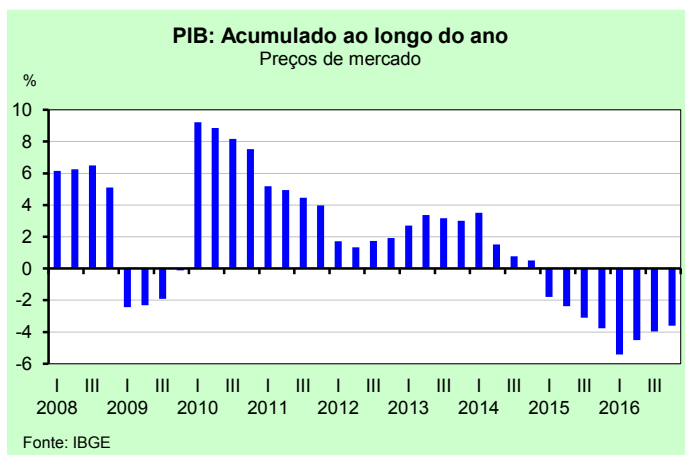


BANCO CENTRAL DO BRASIL

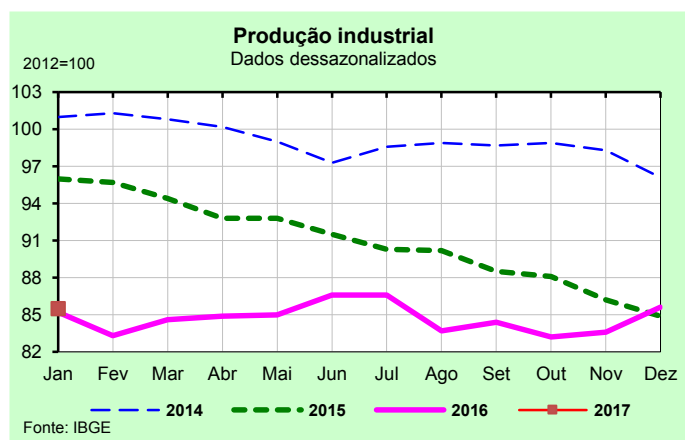
Programação Monetária para o segundo trimestre e para o ano de 2017

A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2017

1. O PIB recuou 0,9% no quarto trimestre de 2016, em relação ao terceiro, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. Pela ótica do valor adicionado, houve crescimento de 1,0% na agropecuária e recuos de 0,7% na indústria recuou e de 0,8% nos serviços. A queda no setor industrial refletiu o impacto de variações negativas na indústria de transformação (1,0%), na construção civil (2,3%) e na produção e distribuição de eletricidade, gás e água (0,1%), parcialmente compensado pelo crescimento de 0,7% na indústria extrativa mineral. O resultado negativo no setor de serviços refletiu, em especial, as retrações nos segmentos (1,2%), transportes (2,0%) e serviços de informação (2,1%). Sob a ótica da demanda, destacaram-se as retrações de 0,8% no consumo das famílias, oitavo recuo consecutivo na margem, e de 1,6% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). As exportações e as importações variaram -1,8% e 3,2%, respectivamente, no período. No âmbito da demanda agregada, o componente interno contribuiu com -5,3 p.p. para o crescimento interanual do PIB, resultado de retrações no consumo do governo (0,6%), no consumo das famílias (4,2%) e na FBCF (10,2%), enquanto o setor externo, repercutindo variações respectivas de 1,9% e -10,3% nas exportações e nas importações, contribuiu com 1,7 p.p.

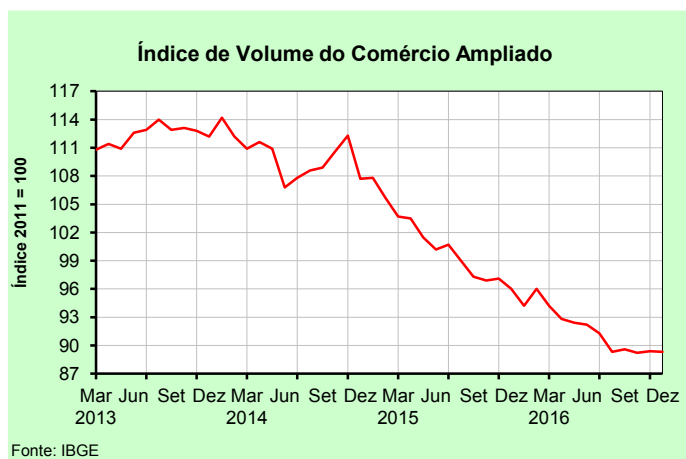


2. A produção física da indústria cresceu 1,4% no trimestre terminado em janeiro, relativamente ao encerrado em outubro, quando havia diminuído 2,7%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa expandiu 3,7% e a da indústria de transformação, 0,4%, reflexo de crescimento em treze das 23 atividades pesquisadas (fumo, 19,2%; informática, eletrônicos e ópticos, 13,0%; e vestuário e calçados, 11,7%). Em sentido oposto, sobressaíram os recuos nas indústrias de máquinas, aparelhos e materiais elétricos (7,9%), outros

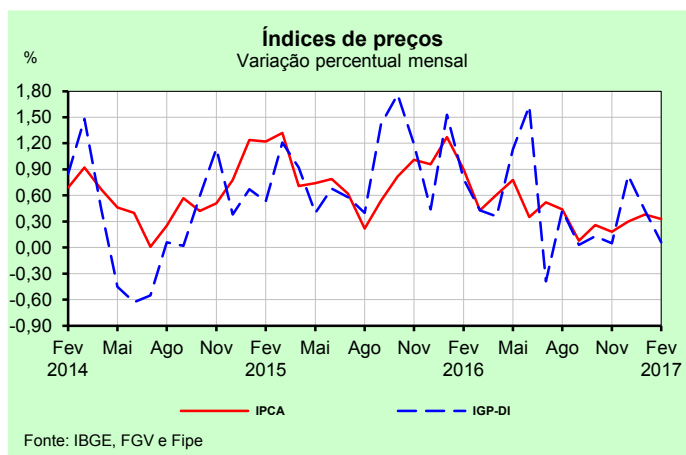


equipamentos de transporte (5,6%), e farmoquímicos e farmacêuticos (6,3%). A análise por categorias de uso mostra crescimentos trimestrais nas indústrias de bens de consumo duráveis (7,0%), bens intermediários (1,2%) e bens de consumo semi e não-duráveis (1,9%) e retração de 3,1% na de bens de capital.

3. As vendas do comércio ampliado recuaram 0,9% no trimestre finalizado em dezembro, em relação ao terminado em setembro, quando decresceram 2,6%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. Houve reduções nas vendas em sete dos dez segmentos pesquisados (hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 1,8%; livros, jornais, revistas e papelaria, 1,8%). As vendas de materiais de construção recuaram 1,1% no trimestre e as de automóveis, motocicletas, partes e peças, 0,5%. As vendas do comércio varejista decresceram 1,2% no trimestre. Ocorreram retrações em todas as regiões do país, com ênfase nas registradas no Norte (2,1%) e no Sudeste (1,3%).



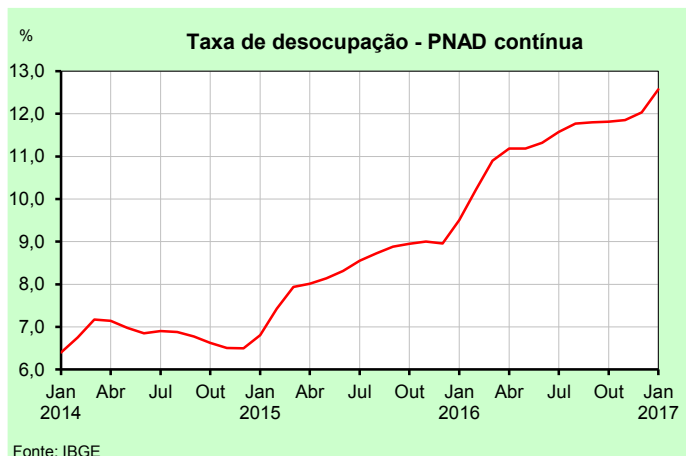
4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 1,01% no trimestre encerrado em fevereiro (0,52%, no terminado em novembro), resultado de aceleração dos preços livres (de 0,33% para 0,90%) e dos monitorados (de 1,13% para 1,37%). A trajetória dos preços livres no trimestre repercutiu a redução no ritmo de queda dos alimentos consumidos no domicílio (de -1,51% para -0,63%), bem como a aceleração dos preços de serviços (de 1,21% para 1,86%) e dos bens industriais (de 0,37% para 0,56%). A aceleração trimestral dos preços monitorados refletiu, em grande parte, o aumento de preços nos itens ônibus urbano, gasolina e ônibus intermunicipal. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 6,99%, em novembro, para 4,76%, em fevereiro, reflexo de desaceleração dos preços monitorados, de 6,07% para 4,72%, e dos livres, de 7,28% para 4,78%. A variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, atingiu 1,32% no trimestre terminado em fevereiro de 2017 (0,21% no finalizado



em novembro de 2016). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) atingiu 1,32%, a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), 1,34%, e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), 1,42%, ante estabilidade, 0,58% e 0,70%, respectivamente, no trimestre encerrado em novembro. Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI variou 5,26% em fevereiro (6,77% em novembro e 11,93% em fevereiro de 2016).

5. A taxa de desemprego, divulgada pela Pesquisa Nacional por Amostra

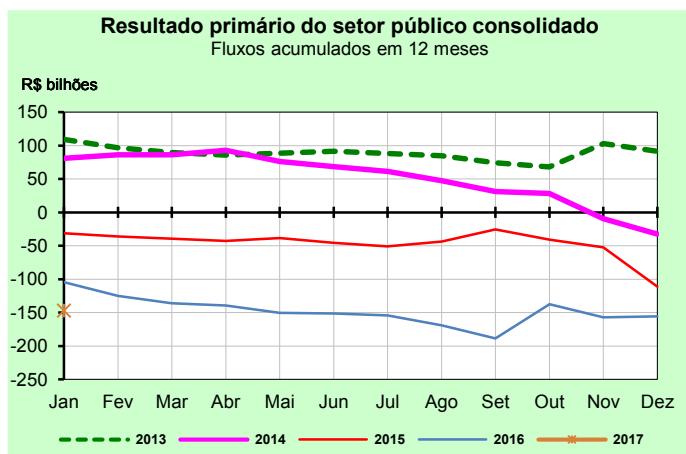
de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, que abrange os setores formal e informal da economia, atingiu 12,6% no trimestre encerrado em janeiro de 2017, ante 11,8% no terminado em outubro e 9,5% em igual período de 2016. O rendimento médio habitual de todos os trabalhos registrou, no trimestre, crescimentos reais respectivos de 0,8% e 0,4% em



relação aos trimestres encerrados em outubro e em janeiro de 2016. A massa salarial real habitual de todos os trabalhos variou, na ordem, 0,7% e -1,1%, nas mesmas bases de comparação. A economia do país eliminou 620,0 mil postos de trabalho formais no trimestre encerrado em janeiro de 2017 (826,5 mil em igual período de 2016), segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho. Destacaram-se os cortes no setor de serviços (205,2 mil), na indústria da transformação (165,0 mil) e na construção (134,2 mil).

6. O setor público consolidado registrou superavit primário de R\$36,7

bilhões em janeiro de 2017 (R\$27,9 bilhões em igual mês de 2016), acumulando deficit de 2,33% do PIB no período de doze meses. O superavit primário do Governo Central atingiu R\$26,3 bilhões (R\$20,9 bilhões em janeiro de 2016). A receita do Tesouro Nacional reduziu-se 3,2% no período, influenciada pelo recebimento, em janeiro de 2016, de recursos

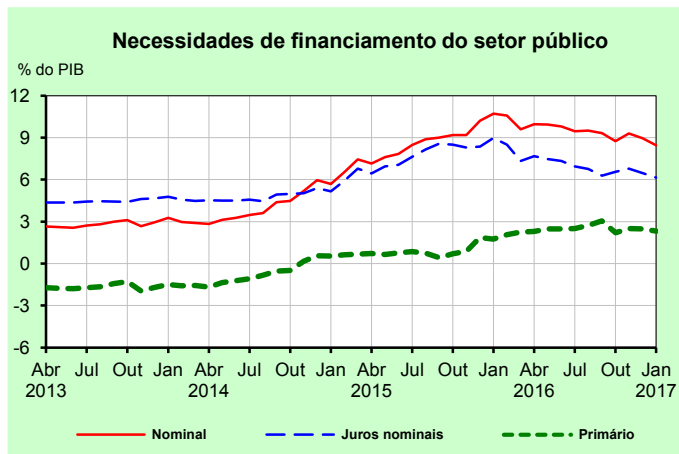


referentes à concessão de 29 usinas hidrelétricas (R\$11,1 bilhões), sem contrapartida em 2017, e as despesas¹ recuaram 19,1%, impactadas pelo processo de organização das

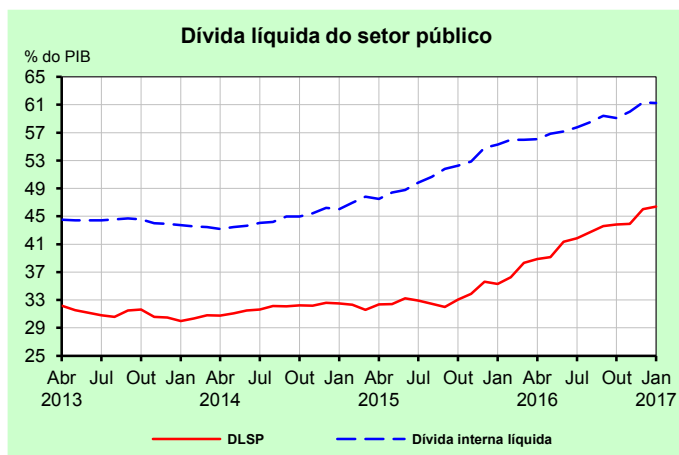
¹ Estão incluídas nas referências a receitas e despesas do Tesouro Nacional as receitas e despesas primárias do Banco Central do Brasil.

contas públicas realizado em 2016, que resultou em menor pressão fiscal para janeiro de 2017. A arrecadação líquida da Previdência Social recuou 0,8% e as despesas com benefícios aumentaram 13,2%, no mesmo período.

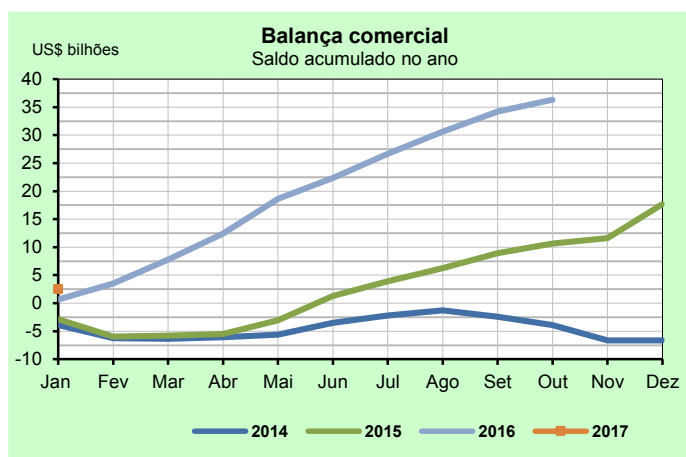
7. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$36,4 bilhões em janeiro, ante R\$56,2 bilhões em igual mês de 2016, destacando-se o impacto do resultado favorável de R\$5,1 bilhões das operações de swap cambial, que haviam apresentado resultado desfavorável de R\$16,8 bilhões em janeiro de 2016. O resultado nominal registrou superavit de R\$299 milhões no mês (deficit de R\$28,3 bilhões em janeiro de 2016) e deficit de 8,46% do PIB no período de doze meses encerrado em janeiro.



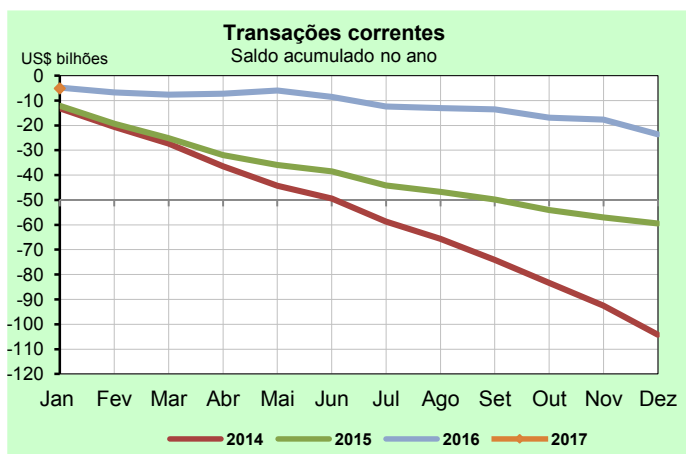
8. A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$2.938,6 bilhões em janeiro (46,6% do PIB), reduzindo-se 0,27 p.p. do PIB em relação a outubro e elevando-se 3,17 p.p. do PIB em doze meses. A evolução trimestral resultou de resgates líquidos realizadas no mercado primário (R\$57,9 bilhões), da incorporação de juros nominais (R\$87,5 bilhões) e do impacto da apreciação cambial de 1,7% no período (R\$0,3 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 1,2 p.p., 0,8 p.p. e 0,3 p.p., respectivamente, em janeiro, em relação a outubro, enquanto a representatividade dos títulos prefixados recuou 2,3 p.p.



9. A balança comercial registrou superavit de US\$2,7 bilhões em janeiro de 2017, ante US\$0,9 bilhão em igual período de 2016. As exportações totalizaram US\$14,9 bilhões, as importações, US\$12,2 bilhões e a corrente de comércio, US\$27,1 bilhões. A média diária das exportações aumentou 20,6% no período, com expansões nas vendas em todas as categorias: produtos básicos, 29,8%; semimanufaturados, 24,7%; e manufaturados, 7,4%. A média diária das importações aumentou 7,3%, destacando-se as variações nas de bens intermediários (22,8%) e de bens de capital (-40,1%). De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o aumento de 32,7% registrado nas exportações em janeiro de 2017, em relação a igual período de 2016, refletiu, variações de 19,6% nos preços e de 10,8% no quantum. As exportações apresentaram aumentos de preço e de quantum em todas categorias, destacando-se os aumentos de 34,5% nos preços de produtos básicos e de 22,4% no quantum de semimanufaturados. Na mesma base de comparação, a expansão de 18,1% nas importações decorreu de variações de 19,3% no quantum e de -1,0% nos preços. Destacaram-se os aumentos de 16,3% nos preços de combustíveis e lubrificantes e de 40,2% no quantum de bens intermediários.



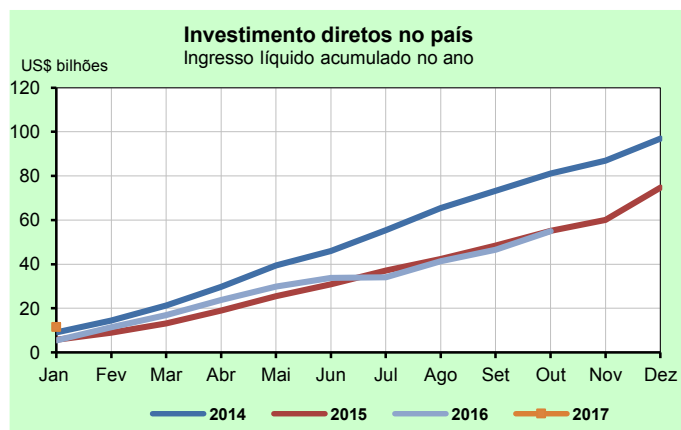
10. O deficit em transações correntes somou US\$5,1 bilhões em janeiro de 2017 (US\$4,8 bilhões em igual período de 2016). As despesas líquidas de serviços atingiram US\$2,4 bilhões. O aumento de 75,0%, em relação a igual intervalo de 2016, repercutiu, especialmente, as elevações nos deficits das contas transportes (150,0%) e viagens internacionais (381,7%). Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram, na ordem, US\$1,6 bilhão e US\$664 milhões, variando, na ordem, 87,9% e 2,2%, no período, enquanto os gastos com aluguel de equipamentos diminuiram 0,1%. As remessas líquidas com juros atingiram US\$4,5 bilhões, elevando-se 11,7% no período. Os pagamentos de juros ao exterior aumentaram 11,5%, para US\$4,9 bilhões, e as receitas de juros, 9,7%, para US\$426 milhões. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais aumentaram 16,8%. A renda secundária líquida



totalizou US\$174 milhões em janeiro, redução de 27,1% em relação a igual intervalo de 2016. Os ingressos líquidos de transferências pessoais, evidenciando o cenário de crescimento moderado das economias dos principais países de destinos de emigrantes brasileiros, reduziram 91,4% no período. Considerados intervalos de doze meses, o déficit em transações correntes totalizou US\$23,8 bilhões em janeiro (1,3% do PIB).

11. A conta financeira registrou ingressos líquidos de US\$4,7 bilhões em janeiro de 2017 (US\$3,7 bilhões em igual período de 2016). As concessões líquidas de capital

sob a forma de investimentos diretos no exterior atingiram US\$138 milhões (US\$351 milhões no primeiro mês de 2016). As captações líquidas de investimento direto no país somaram US\$11,5 bilhões no período, dos quais US\$8,8



bilhões referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$2,7 bilhões a operações intercompanhias. O ingresso de investimento direto no país acumulado em doze meses atingiu US\$85,0 bilhões em janeiro (4,7% do PIB). Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram entrada líquida de US\$341 milhões (saída líquida de US\$393 milhões no primeiro mês de 2016). As saídas líquidas de investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$985 milhões (US\$2,3 bilhões no primeiro mês de 2016), com ênfase nos ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações e em cotas de fundos de investimento, US\$962 milhões, e nas entradas líquidas em títulos de renda fixa negociados no país, US\$502 milhões (ingressos líquidos de US\$4 milhões e de US\$1,2 bilhão, respectivamente, em janeiro de 2016).

12. Ao final de janeiro, o estoque de reservas internacionais atingiu

US\$367,7 bilhões no conceito caixa e US\$374,9 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$2,7 bilhões em relação a dezembro de 2016). No período, a liquidação de operações de linhas com recompra proporcionou elevação de US\$5 milhões no estoque de reservas internacionais no conceito caixa. A receita de juros que



remunera os ativos de reservas somou US\$275 milhões e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$290 milhões e US\$1,9 bilhão. Incorporados os impactos de eventos antecipáveis, as reservas internacionais

totalizariam US\$377,9 bilhões ao final de 2017. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3,3 bilhões.

B. Política Monetária no quarto 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 quarto trimestre de 2016.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$265,4 bilhões em dezembro, variando 9,0% no mês e 3,5% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$227,8 bilhões, elevando-se 9,0% no mês e 2,8% em doze meses e as reservas bancárias somaram R\$37,6 bilhões, com aumentos respectivos de 9,0% e 7,8%.

15. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$84,3 bilhões no quarto trimestre de 2016, resultante de resgates líquidos de R\$20,8 bilhões no mercado primário e de R\$ 258 milhões no extramercado, e de compra líquida de títulos de R\$63,2 bilhões no mercado secundário.

16. 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\$4,6 trilhões em dezembro, elevando-se 12,4% em 2016. Houve aumentos de 5,9% na base restrita, de 13,2% no saldo dos títulos públicos federais e de 9,6% nos depósitos compulsórios em espécie.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2016^{1/}

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	316,0	- 370,9	3,3	340,8	2,6
Base restrita ^{3/}	228,3	- 308,8	4,8	265,4	3,5
Base ampliada ^{4/}	4.342,5	- 5.097,7	12,9	4.639,8	12,4
M4 ^{4/}	5.307,4	- 7.180,6	12,4	6.154,3	10,8

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.

17. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, atingiram R\$340,8 bilhões em dezembro, aumentando 9,8% no mês e 2,6% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$191 bilhões, com

variações de 9,5% no mês e de 3,5% em doze meses, e o dos depósitos à vista situou-se em R\$149,8 bilhões, com variações respectivas de 10,1% e 1,3%.

18. O agregado monetário M4 totalizou R\$6,2 trilhões em dezembro, elevando-se 1,6% no mês e 10,8% em doze meses.

19. O Copom considerou, na reunião de outubro, que a inflação mostrava-se mais favorável no curto prazo, o que pode sinalizar menor persistência no processo inflacionário; que o nível de ociosidade na economia poderia produzir desinflação mais rápida do que a refletida nas projeções do Copom; e que os primeiros passos no processo de ajustes necessários na economia foram positivos. Nesse ambiente, considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros para 14,00% a.a., sem viés. Na reunião de novembro, o Comitê entendeu que a convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2017 e 2018, era compatível com um processo gradual de flexibilização monetária. Nesse contexto, decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros para 13,75% a.a., sem viés.

C. Política Monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2017

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$251,6 bilhões em fevereiro, variando -3,4% no mês e 3,0% em doze meses. As reservas bancárias diminuíram 11,8% no mês e aumentaram 2,5% em doze meses, situando-se em R\$36 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido apresentou oscilações respectivas de -1,8% e 3,1%, somando R\$215,6 bilhões.

21. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em retração monetária de R\$23,5 bilhões no bimestre janeiro-fevereiro. Houve resgate líquido de R\$23,8 bilhões no mercado primário e vendas líquidas de títulos no mercado secundário (R\$ 46,9 bilhões) e no extramercado (R\$ 389 milhões).

22. A base monetária ampliada totalizou R\$4,7 trilhões em fevereiro, com aumentos de 1,2% no mês e de 12,4% em doze meses. O resultado em doze meses refletiu elevações de 5,5% na base restrita, de 13% no saldo de títulos públicos federais e de 11,9% nos depósitos compulsórios em espécie.

23. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$315,7 bilhões em fevereiro, com recuo de 2,9% no mês e elevação de 1,7% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$180,5 bilhões, registrando variações respectivas de -2,1% e 3,6%. Os depósitos à vista totalizaram R\$135,2 bilhões, com retrações de 4,1% no mês e de 0,7% em doze meses.

24. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$6,2 trilhões em fevereiro, registrando aumentos de 1,2% no mês e de 10,9% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2017 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/}	292,4 - 343,2	4,4	315,7	1,7
Base restrita ^{3/}	212,0 - 286,8	3,4	251,6	3,0
Base ampliada ^{4/}	4.310,5 - 5.060,2	9,8	4.745,2	12,4
M4 ^{4/}	5.266,8 - 7.125,7	8,3	6.239,7	10,9

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.

25. O Copom, considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros para 13,00% a.a., sem viés, na reunião de janeiro. O Comitê entendeu, ainda, que a convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2017 e, com peso gradualmente crescente, de 2018, era compatível com intensificação da flexibilização monetária em curso. Na reunião de fevereiro, todos os membros do Copom concordaram que a evolução da conjuntura desde a reunião de janeiro era compatível com a redução da taxa Selic para 12,25% a.a., sem viés, ressaltando que a convergência da inflação para a meta é compatível com o processo de flexibilização monetária.

Reunião do Copom	Aplicação do viés	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
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
19.10.2016	-	14,00
30.11.2016	-	13,75
11.1.2017	-	13,00
22.2.2017	-	12,25

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 2017

26. No âmbito externo, o cenário ainda é bastante incerto. Entretanto, até o momento, a atividade econômica global mais forte e o consequente impacto positivo nos preços de commodities têm mitigado os efeitos sobre a economia brasileira de revisões de política econômica em algumas economias centrais, notadamente nos EUA. Há, também, incerteza sobre os rumos da economia chinesa.

27. Os indicadores de atividade econômica divulgados recentemente seguem registrando alguns sinais mistos, mas compatíveis com estabilização da economia no curto prazo. Nesse contexto, indicadores de alta frequência corroboram um cenário mais benigno para a indústria, perspectiva sustentada, ainda, pela trajetória dos índices de confiança do setor. A evidência sugere, portanto, retomada gradual da atividade econômica ao longo de 2017.

28. A economia segue operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego. De fato, o nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) da indústria de transformação segue em patamar historicamente reduzido, e o mercado de trabalho, em processo de distensão, expresso em aumento da taxa de desemprego.

29. Prospectivamente, o processo desinflacionário em curso deve favorecer a recomposição da renda real, consolidando ambiente mais benigno para a recuperação do consumo, que deverá ser impulsionado, adicionalmente, pelo impacto da liberação antecipada de recursos do Fundo de Garantia de Tempo do Serviço (FGTS).

30. As operações de crédito seguiram em trajetória de desaceleração no trimestre terminado em janeiro, em ambiente de reduções nas taxas de juros - ressaltando-se a retração nas contratações com recursos livres - e na inadimplência, que retraiu 0,2 p.p. no segmento de pessoas físicas, influenciada, principalmente, por retrações nas modalidades crédito não consignado e financiamentos imobiliários

31. O setor público consolidado registrou deficit primário de R\$155,8 bilhões em 2016, resultado mais favorável que o estabelecido como meta pela Lei Orçamentária Anual – 2016 (LOA-2016). A LOA – 2017 estabeleceu como meta para o resultado fiscal deste ano deficit primário menor, de R\$143,1 bilhões, com indicação de recuperação gradual do equilíbrio nas contas públicas nos anos seguintes.

32. Importante destacar que a aprovação da Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016, que criou o Novo Regime Fiscal da União, fixando limites para expansão das despesas primárias, bem como as demais medidas de ajuste propostas, com destaque para a reforma da previdência social, mostram-se essenciais para assegurar a sustentabilidade do processo de desinflação e reduzir a taxa de juros estrutural na economia brasileira.

33. Em relação às transações externas, o deficit em conta corrente, embora recuasse nos dois primeiros meses de 2017, relativamente a igual período do ano anterior, registra tendência de crescimento gradual no decorrer de 2017. Esta perspectiva considera aumentos nos deficits em serviços e renda primária, concentrado em contas que reagem mais rapidamente à recuperação da atividade e à apreciação da moeda doméstica, a exemplo de despesas brutas de viagens internacionais e remessas de lucros.

34. No âmbito da conta financeira, as captações líquidas superaram as concessões líquidas nos dois primeiros meses de 2017, indicando continuidade de ingressos líquidos de capital. Destaque para o volume de ingressos líquidos de investimento direto no país, que persistem amplamente disseminados entre os setores de atividade econômica e em patamar confortável para o financiamento do déficit em transações correntes.

35. Em relação às condições de acesso das empresas residentes no Brasil a recursos ofertados pelo mercado internacional, os avanços têm se manifestado de duas formas. Primeiro, pela taxa de rolagem total, influenciada por melhora na taxa relativa a empréstimos diretos de longo prazo. Segundo, na elevação de empréstimos intercompanhia, em grande parte decorrentes da internalização de receitas de emissões realizadas por subsidiárias no exterior e entregues às matrizes no Brasil.

36. Nesse cenário, a inflação apresenta dinâmica favorável, com sinais de menor persistência no processo inflacionário. O processo de desinflação é mais difundido e indica desinflação nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Isso aumenta a confiança na sua continuidade. Nesse contexto, em que houve retomada na desinflação dos preços de alimentos, constituindo choque de oferta favorável, as expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus para 2017 recuaram e as expectativas para os anos posteriores permanecem ancoradas em torno de 4,5%.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o segundo trimestre e para o ano de 2017.

37. A programação dos agregados monetários para o segundo trimestre de 2017 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 2017^{1/}

Discriminação	Segundo Trimestre			Ano		
	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	290,5	- 341,1	5,6	333,4	- 391,3	6,3
Base restrita ^{3/}	210,3	- 284,6	4,6	240,6	- 325,5	6,7
Base ampliada ^{4/}	4.525,3	- 5.312,3	13,0	4.563,8	- 5.357,6	6,9
M4 ^{4/}	5.535,2	- 7.488,8	11,6	5.702,5	- 7.715,2	9,0

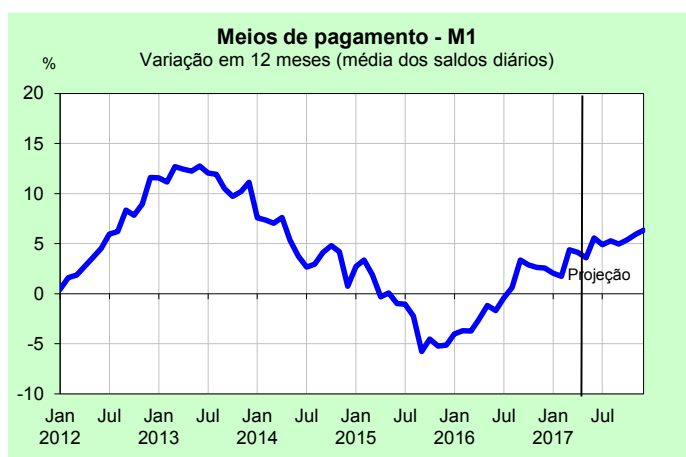
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

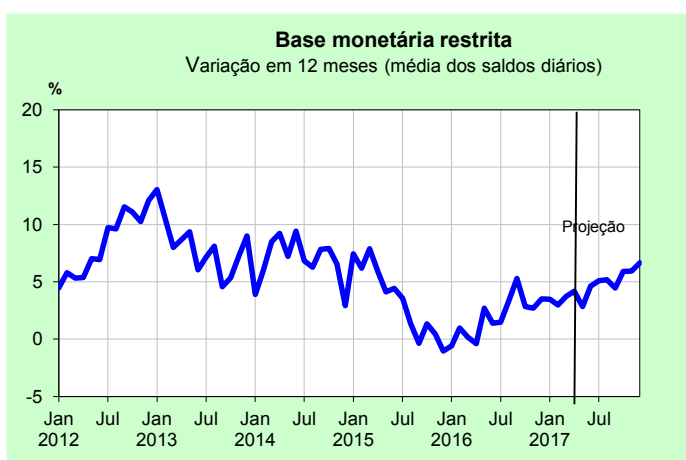
4/ Saldos em fim de período.

38. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando 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 11,6% para o segundo trimestre e em 6,3% para dezembro de 2017.

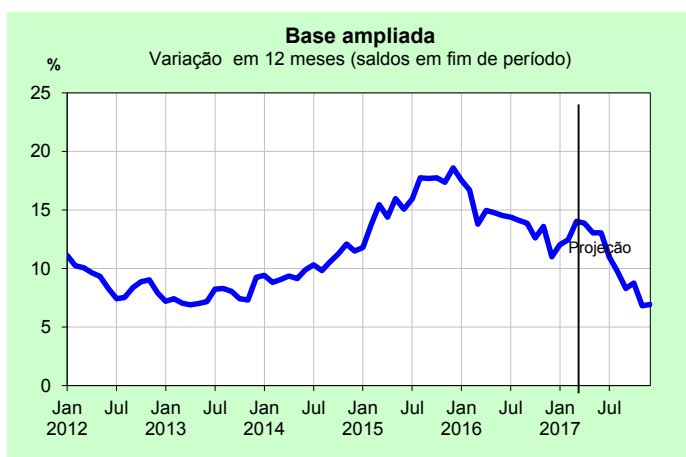


39. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial, a trajetória esperada para a taxa Selic e o crescimento esperado para o produto.

40. 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, estão projetadas elevações em doze meses para o saldo médio da base monetária de 8,4% em junho e de 6,7% em dezembro de 2017.

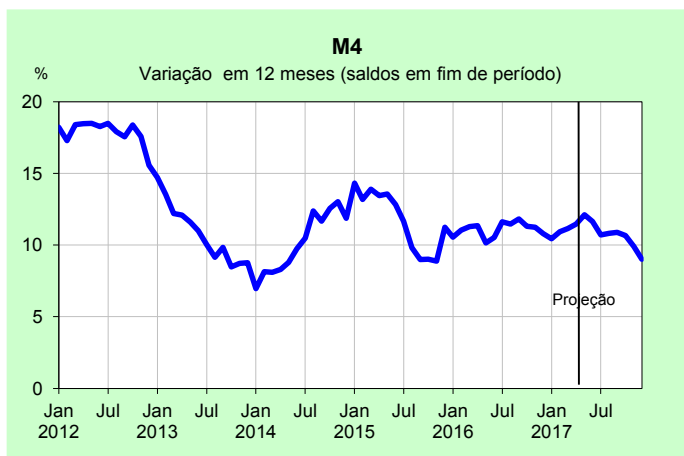


41. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida

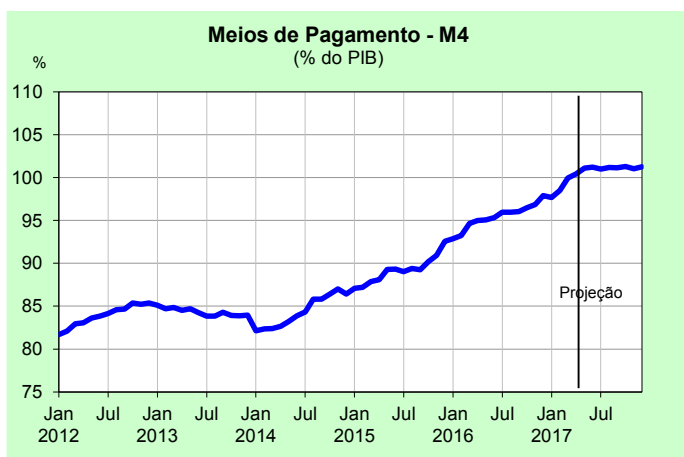


mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 13,0% e de 6,9%, respectivamente, para o segundo e quarto trimestres de 2017.

42. 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 M4 atinge 11,6% em junho e 9,0% em dezembro de 2017.



43. A proporção entre M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do segundo trimestre de 2017, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis em doze meses.



44. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre janeiro/fevereiro de 2017, bem como os valores previstos para o segundo trimestre e para o final de 2017.

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

Discriminação	2017		2017 ^{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/}	315,7	1,7	315,8	5,6	362,4	6,3
Base restrita ^{4/}	251,6	3,0	247,5	4,6	283,1	6,7
Base ampliada ^{5/}	4.745,2	12,4	4.918,8	13,0	4.960,7	6,9
M4 ^{5/}	6.239,7	10,9	6.512,0	11,6	6.708,9	9,0

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2017		2017 ^{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/}	1,255	-1,2	1,280	1,2	1,283	-0,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,266	3,2	0,250	-4,0	0,250	-0,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,572	1,9	0,565	-0,6	0,562	0,4
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,321	-0,9	1,324	-1,2	1,352	2,0

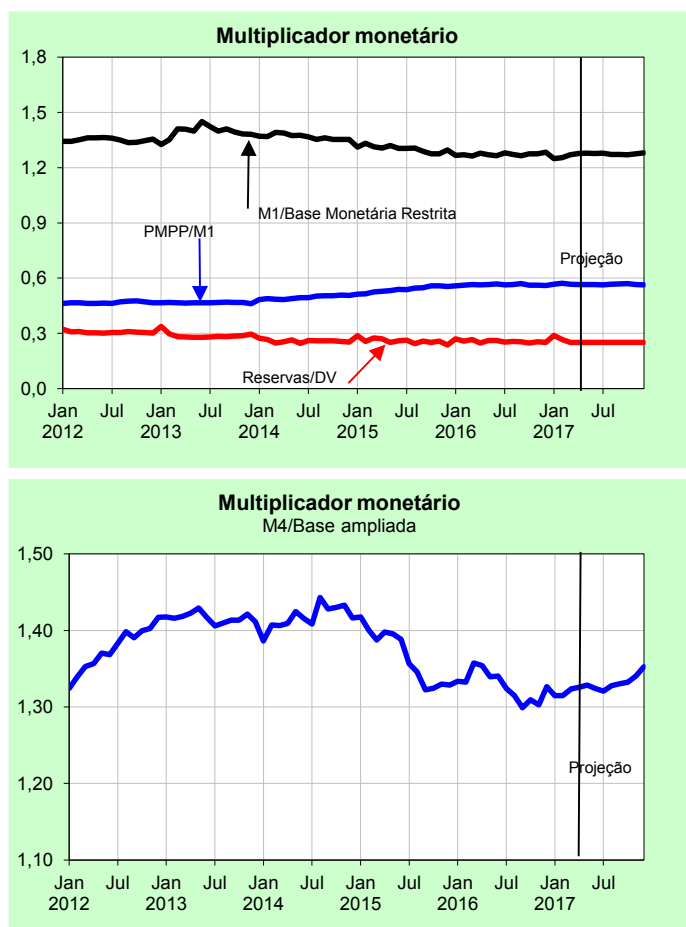
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

46. 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 2017.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no quarto trimestre de 2016^{1/}

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	316,0	- 370,9	3,3	340,8	2,6
Base restrita ^{3/}	228,3	- 308,8	4,8	265,4	3,5
Base ampliada ^{4/}	4.342,5	- 5.097,7	12,9	4.639,8	12,4
M4 ^{4/}	5.307,4	- 7.180,6	12,4	6.154,3	10,8

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 primeiro trimestre de 2017 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/}	292,4	- 343,2	4,4	315,7	1,7
Base restrita ^{3/}	212,0	- 286,8	3,4	251,6	3,0
Base ampliada ^{4/}	4.310,5	- 5.060,2	9,8	4.745,2	12,4
M4 ^{4/}	5.266,8	- 7.125,7	8,3	6.239,7	10,9

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 2017^{1/}

Discriminação	Segundo Trimestre			Ano		
	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	290,5	- 341,1	5,6	333,4	- 391,3	6,3
Base restrita ^{3/}	210,3	- 284,6	4,6	240,6	- 325,5	6,7
Base ampliada ^{4/}	4.525,3	- 5.312,3	13,0	4.563,8	- 5.357,6	6,9
M4 ^{4/}	5.535,2	- 7.488,8	11,6	5.702,5	- 7.715,2	9,0

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.

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	2017		2017 ^{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/}	315,7	1,7	315,8	5,6	362,4	6,3
Base restrita ^{4/}	251,6	3,0	247,5	4,6	283,1	6,7
Base ampliada ^{5/}	4.745,2	12,4	4.918,8	13,0	4.960,7	6,9
M4 ^{5/}	6.239,7	10,9	6.512,0	11,6	6.708,9	9,0

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	2017		2017 ^{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/}	1,255	-1,2	1,280	1,2	1,283	-0,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,266	3,2	0,250	-4,0	0,250	-0,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,572	1,9	0,565	-0,6	0,562	0,4
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,321	-0,9	1,324	-1,2	1,352	2,0

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.