

Mensagem nº 227

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 julho de 2017.

EM nº 00021/2017 BACEN

Brasília, 30 de Junho 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 3º 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 29 de junho de 2017, para que seja enviada à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

Respeitosamente,

*Assinado eletronicamente por: Ilan Goldfajn*

Aviso nº 276 - C. Civil.

Em 7 de julho de 2017.

A Sua Excelência o Senhor  
Senador JOSÉ PIMENTEL  
Primeiro Secretário do Senado Federal

Assunto: Programação Monetária.

Senhor Primeiro Secretário,

Encaminho a essa Secretaria Mensagem do Excelentíssimo Senhor Presidente do Senado Federal, no exercício do cargo de 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

Junho – 2017

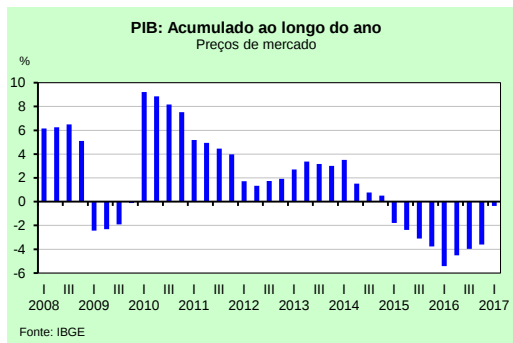


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

# Programação Monetária para o terceiro trimestre e para o ano de 2017

## A. A economia brasileira no segundo trimestre de 2017

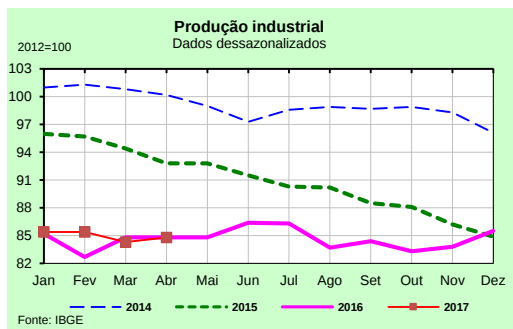
1. O PIB cresceu 1,0% no primeiro trimestre de 2017, em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. O repercutiu, sob a ótica da oferta, crescimentos respectivos de 0,9% na agropecuária e na estabilidade no segmento de serviços. Em relação aos componentes da demanda, o consumo das famílias permaneceu em patamar historicamente reduzido e a formação bruta de capital fixo (FBCF) experimentou retração adicional, contrastando com a contribuição positiva do setor externo, favorecida pelas exportações da safra de grãos e de petróleo. Nesse contexto, ocorreram recuos de 0,1% no consumo das famílias (nona retração consecutiva nessa base de comparação) e de 1,6% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), e elevações de 4,8% nas exportações e de 1,8% nas importações.



com dados aumento

13,4% e indústria, e serviços. demanda, o

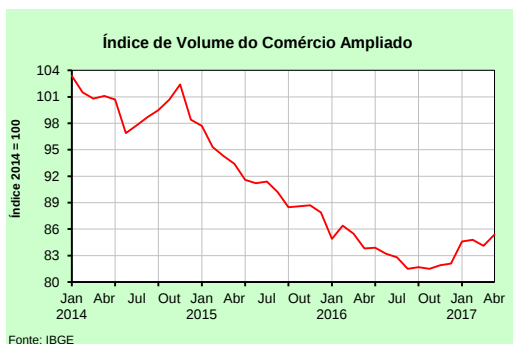
2. A produção física da indústria diminuiu 0,1% no trimestre finalizado em abril, em relação ao em janeiro, quando havia 1,3%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal - Produção Física (PIM-IBGE). Houve variações de -0,5% e 0,1% nas indústrias de transformação, que registrou em treze das 23 atividades incluídas na pesquisa (produtos de metal, 5,1%; bebidas, 3,8%; máquinas, aparelhos e materiais elétricos, 3,3%; e máquinas e equipamentos, 3,3%). A análise por categorias de uso evidencia desempenhos favoráveis das indústrias de bens de consumo duráveis (1,1%), bens de capital (0,5%) e de bens de consumo semi e não-duráveis (0,1%), e estabilidade da produção de bens intermediários.



terminado crescido

dados Industrial PF) do respectivas extrativa e aumento

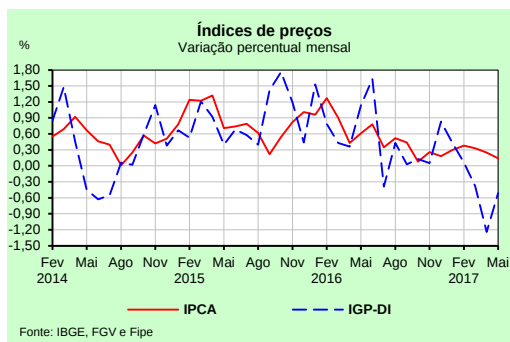
3. As vendas do ampliado aumentaram 2,3% no finalizado em maio, em relação terminado em fevereiro, quando variado 1,6%, neste tipo de



comércio trimestre ao haviam

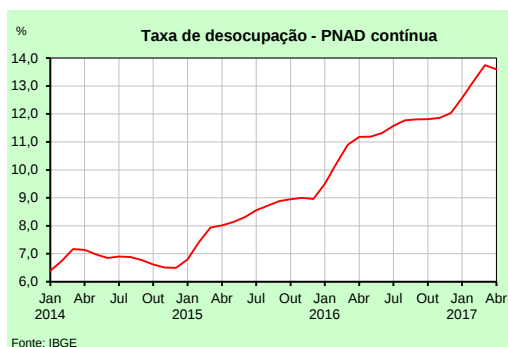
comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Houve elevações nas vendas em sete dos dez segmentos pesquisados, destacando-se as registradas em tecidos, vestuário e calçados (11,0%), móveis e eletrodomésticos (6,3%) e livros, jornais, revistas e papelaria (4,4%). As vendas do comércio varejista, excluídos os crescimentos nos segmentos veículos e motos, partes e peças (0,9%) e material de construção (1,1%), aumentaram 2,0% no trimestre, destacando-se as elevações no Sul (7,6%) e no Norte (3,1%).

4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 0,70% no trimestre terminado em maio (1,01%, no encerrado em maio (1,01%, no em fevereiro), resultado de desaceleração dos preços livres para 0,47%) e aceleração dos monitorados (de 1,37% para 0,43%). Apesar da aceleração dos preços alimentos consumidos no trimestre (de -0,63% para 0,43%), a dos preços livres no trimestre repercutiu a queda dos preços de bens industriais (-0,13%) e a desaceleração dos preços de serviços (de 1,86% para 0,88%). A aceleração trimestral dos preços monitorados refletiu, em grande parte, o aumento das tarifas de energia elétrica, compensado em parte pelo recuo dos preços da gasolina. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 4,76%, em fevereiro, para 3,60%, em maio, reflexo de desaceleração dos preços monitorados, de 4,72% para 4,41%, e dos livres, de 4,78% para 3,36%. A variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, atingiu -2,11% no trimestre terminado em maio de 2017 (1,32% no finalizado em fevereiro de 2017). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) atingiu -3,79%, a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), 1,11%, e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), 0,77%, ante 1,32%, 1,34% e 1,42%, respectivamente, no trimestre encerrado em fevereiro. Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI variou 1,07% em maio (5,26% em fevereiro e 11,26% em maio de 2016).



trimestre  
terminado  
  
(de 0,90%  
  
1,44%).  
de  
domicílio  
trajetória

5. A taxa de desemprego, divulgada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua do IBGE, que abrange os setores informal da economia, atingiu 12,6% no trimestre encerrado em abril de 2017, ante 11,2% no período de janeiro de 2017. O rendimento médio habitual de todos os trabalhadores registrou, no trimestre, crescimentos reais respectivos de 0,6% e 2,7% em relação aos trimestres encerrados em janeiro de 2017 e em abril de 2016. A

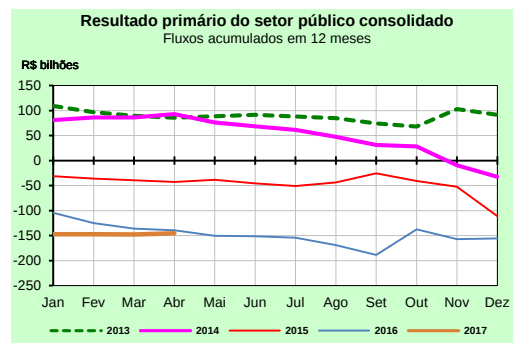


(PNADC)  
formal e  
13,6% no  
2017, ante  
e 11,2%  
rendimento  
trabalhos

de 0,6% e

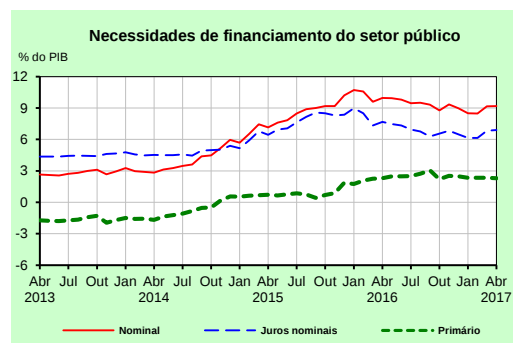
massa salarial real habitual de todos os trabalhos variou, na ordem, -0,1% e 1,1%, nas mesmas bases de comparação. A economia do país criou 31,8 mil postos de trabalho formais no trimestre encerrado em abril de 2017 (corte de 286,2 mil em igual período de 2016), segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho. Destaque para a geração de 58,2 mil empregos no setor de serviços, com geração de empregos também na agropecuária (17,4 mil) e na indústria de transformação (14,1 mil). A taxa de desemprego, divulgada pela PNADC, atingiu 13,5% no trimestre encerrado em abril de 2017, ante 12,2% no terminado em janeiro e 10,8% em igual período de 2016.

6. O setor público consolidado registrou *superavit* primário de R\$15,1 bilhões no primeiro quadrimestre de 2017, ante de R\$4,4 bilhões no mesmo 2016. O Governo Central e as estatais registraram *deficit* de R\$2,7 bilhões e R\$46 no período, e os governos *superavit* de R\$17,9 bilhões. As Tesouro Nacional elevaram-se relação ao primeiro quadrimestre de 2016, e as despesas - influenciadas pelo processo de organização das contas públicas realizado em 2016, que resultou em menor pressão fiscal para 2017 - aumentaram 0,3%. A arrecadação líquida da Previdência Social elevou-se 1,2% no mesmo período, e as despesas com benefícios, refletindo o impacto da elevação do salário mínimo, 10,5%.



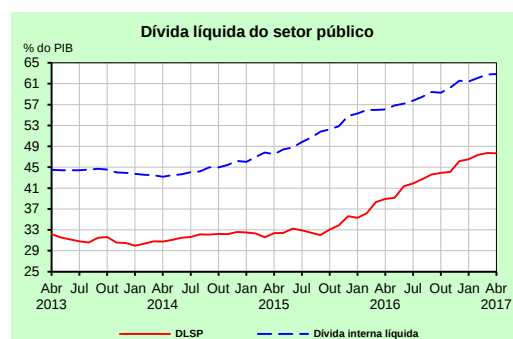
*superavit* período de empresas respectivos milhões, regionais, receitas do 2,7% em

7. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$138,8 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, ante bilhões no mesmo período de retração associada, em grande resultado menos favorável das de *swap* cambial – ganhos de R\$5,4 bilhões e de R\$50 períodos mencionados. O nominal registrou *deficit* de milhões no período (*deficit* de R\$104,3 bilhões no primeiro quadrimestre de 2016). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* nominal atingiu 9,18% do PIB em abril.



R\$108,7 2016, parte, ao operações respectivos bilhões nos resultado R\$123,7

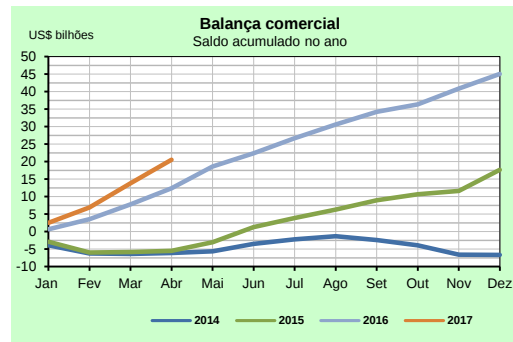
8. A dívida federal interna, avaliada pela carteira, totalizou R\$3,1 trilhões (49,2% do PIB), elevando-se 2,5 em relação a janeiro e 5,1 p.p.



mobiliária posição de em abril p.p. do PIB do PIB em

doze meses. A evolução trimestral resultou de emissões líquidas realizadas no mercado primário (R\$29 bilhões), da incorporação de juros nominais (R\$107,2 bilhões) e do impacto da valorização cambial de 1,9% no período (-R\$0,3 bilhão). As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos pré-fixados e indexados à taxa Selic aumentaram 1,2 p.p. e 0,9 p.p., respectivamente, em abril, em relação a janeiro, enquanto a representatividade das operações de mercado aberto recuou 2,0 p.p.

9. A balança comercial registrou *superavit* de US\$20,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2017, US\$12,4 bilhões em igual 2016. As exportações US\$68,0 bilhões; as importações, US\$47,4 bilhões; e de comércio, US\$115,4 bilhões. diária das exportações aumentou período, com expansões nas todas as categorias: produtos

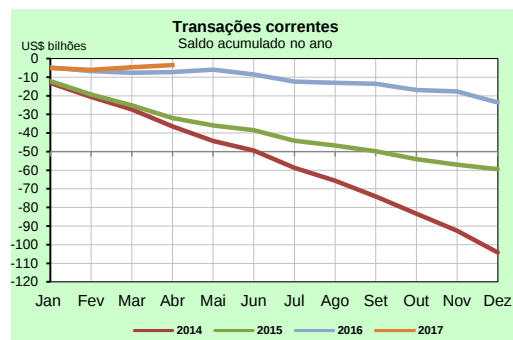


ante período de totalizaram

a corrente A média 21,8% no vendas em básicos,

32,1%; semimanufaturados, 14,8%; e manufaturados, 12,0%. A média diária das importações cresceu 9,5%, destacando-se as variações nas compras de bens intermediários (16,2%) e de bens de capital (-19,0%). De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o aumento de 21,8% registrado nas exportações no primeiro quadrimestre de 2017, em relação a igual período de 2016, refletiu, variações de 22,0% nos preços e de -0,4% no *quantum*. As exportações apresentaram elevação no preço de todas categorias, destacando-se as registradas em produtos básicos (35,3%) e em semimanufaturados (19,7%). A única categoria que registrou aumento no *quantum* foi a de manufaturados, 3,3%. Na mesma base de comparação, a expansão de 9,5% nas importações decorreu de variações de 6,4% no *quantum* e de 3,0% nos preços. Destacaram-se as elevações de 32,1% nos preços de combustíveis e lubrificantes e de 16,4% no *quantum* de bens intermediários, e a redução de 18,8% no volume importado de bens de capital.

10. O *deficit* em transações correntes totalizou US\$3,5 bilhões nos quatro primeiros meses de 2017 bilhões em igual período de despesas líquidas de serviços US\$9,9 bilhões, ressaltando-se aumento de 13,2% em relação a intervalo de 2016 repercutiu, especialmente, as elevações nos contas transportes (31,2%) e internacionais (104,6%). Os



(US\$7,2 2016). As somaram que o igual

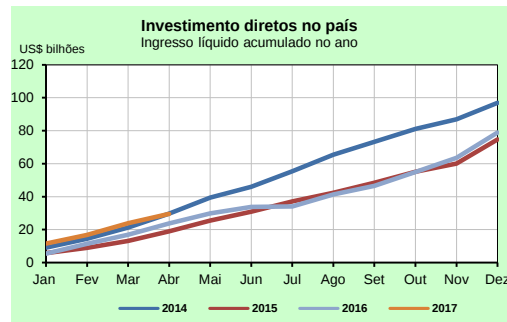
deficits das viagens gastos de

brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram, na ordem, US\$5,8 bilhões e US\$2,3 bilhões, variando 43,3% e -2,5%,



respectivamente, no período, enquanto os gastos com aluguel de equipamentos diminuíram 10,9%. As remessas líquidas com juros atingiram US\$8,8 bilhões, elevando-se 22,5% no período. Os pagamentos de juros ao exterior aumentaram 22,6%, para US\$10,5 bilhões, e as receitas de juros, 23,1%, para US\$1,8 bilhão. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais aumentaram 17,4%. A renda secundária líquida totalizou US\$653 milhões no primeiro quadrimestre de 2017, redução de 33,8% em relação a igual intervalo de 2016. Os ingressos líquidos de transferências pessoais, evidenciando a gradual recuperação da economia doméstica e o cenário de crescimento moderado das economias dos principais países de destinos de emigrantes brasileiros, reduziram 79,6% no período. Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* em transações correntes totalizou US\$19,8 bilhões em abril (1,06% do PIB).

11. A conta financeira registrou captações líquidas de US\$1,2 bilhão no primeiro quadrimestre de 2017 bilhões em igual período de concessões líquidas de capital forma de investimentos diretos atingiram US\$774 milhões bilhões no mesmo intervalo de captações líquidas de investimento direto no país US\$29,5 bilhões no período, US\$22,1 bilhões referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$7,4 bilhões a operações intercompanhias. O ingresso de investimento direto no país acumulado em doze meses atingiu US\$84,7 bilhões em abril (4,50% do PIB). Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram aumento líquido de US\$3,2 bilhões. As entradas líquidas de investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$811 milhões (saídas líquidas de US\$5,0 bilhões no primeiro quadrimestre de 2016), com ênfase nos ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país, US\$3,2 bilhões (saídas líquidas de US\$7,2 bilhões no mesmo intervalo de 2016).



(US\$4,8 2016). As sob a no exterior (US\$2,7 2016). As somaram dos quais

12. Ao final de abril, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$374,9 bilhões no conceito caixa e US\$376,3 conceito liquidez (variações de US\$4,8 bilhões e US\$984 relação a março de 2017). No liquidação de operações de recompra proporcionou de US\$3,9 bilhões no estoque internacionais no conceito receita de juros que remunera os bilhões no respectivas milhões em período, a linhas com elevação de reservas caixa. A ativos de



reservas somou US\$300 milhões e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$334 milhões e US\$84 milhões. Incorporados os impactos de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$378,5 bilhões ao final de 2017. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3,3 bilhões.

## B. Política Monetária no primeiro trimestre de 2017

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 primeiro trimestre de 2017.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$248 bilhões em março, com variações de -1,4% no mês e de 2,9% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$212,5 bilhões, variando -1,4% e 3,2%, respectivamente, nos períodos mencionados. As reservas bancárias somaram R\$35,5 bilhões, com decréscimo de 1,3% no mês e elevação de 1,1% 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, cresceu 13,8% no período de doze meses encerrado em março, situando-se em R\$4,8 trilhões. Esta variação refletiu aumentos de 0,4% na base restrita, de 14,6% no saldo dos títulos públicos federais e de 14,8% nos depósitos compulsórios em espécie.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2017<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>	292,4 - 343,2	4,4	311,2	2,2
Base restrita <sup>3/</sup>	212,0 - 286,8	3,4	248,0	2,9
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.310,5 - 5.060,2	9,8	4.794,2	13,8
M4 <sup>4/</sup>	5.266,8 - 7.125,7	8,3	6.242,7	9,2

<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.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$311,2 bilhões em março, com variações de -1,4% no mês e de 2,2% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$177,2 bilhões,

com variações respectivas de -1,8% e 2,9%, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$134 bilhões, recuando 0,9% no mês e elevando-se 1,3% em doze meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$6,2 trilhões em março, aumentando 1,2% no mês e 9,2% 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\$47,4 bilhões no primeiro trimestre de 2017, resultante de colocações líquidas de R\$37,5 bilhões no mercado primário e de R\$ 349 milhões no extramercado, e de venda líquida de títulos de R\$9,9 bilhões no mercado secundário.

19. 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.

### **C. Política Monetária no bimestre abril-maio de 2017**

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$248,1 bilhões em maio, com variações de -0,3% no mês e de 4,1% em doze meses. As reservas bancárias elevaram-se 1,9% no mês e 1,8% em doze meses, situando-se em R\$35,1 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido apresentou oscilações de -0,6% no mês e de 4,4% em doze meses, somando R\$213 bilhões.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$4,9 trilhões em maio, com aumentos de 1,2% no mês e de 13,4% em doze meses. O resultado em doze meses refletiu variações de -1,0% na base restrita, de 14,2% no saldo de títulos públicos federais e de 14,8% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$312,5 bilhões em maio, recuando 0,6% no mês e aumentando 3,2% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$177,6 bilhões, registrando variações respectivas de -0,4% e 4,0%, nas mesmas bases de comparação.

Os depósitos à vista totalizaram R\$134,9 bilhões, com variações respectivas de -1,0% e 2,2%, nas mesmas bases de comparação.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$6,3 trilhões em maio, elevando-se 1,2% no mês e 9,8% em doze meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2017 e ocorridos em abril/maio<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>	290,5 - 341,1	5,6	312,5	3,2
Base restrita <sup>3/</sup>	210,3 - 284,6	4,6	248,1	4,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.525,3 - 5.312,3	13,0	4.893,9	13,4
M4 <sup>4/</sup>	5.535,2 - 7.488,8	11,6	6.346,9	9,8

<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 retração monetária de R\$26,4 bilhões no bimestre abril-maio. Houve resgates líquidos de R\$34 bilhões no mercado primário e de R\$ 51 milhões no extramercado, e venda líquida de títulos de R\$ 60,4 bilhões no mercado secundário.

25. Na reunião de abril, todos os membros do Copom concordaram que as perspectivas para a inflação haviam evoluído de maneira favorável e, em boa parte, em linha com o esperado, desde a reunião de fevereiro. Nesse contexto, considerou-se que evolução da conjuntura era compatível com a redução da taxa Selic para 11,25% a.a., e que essa intensificação moderada em relação ao ritmo das reuniões de janeiro e fevereiro mostrava-se, no momento, adequada. Na reunião de abril, os membros do Comitê reafirmaram o entendimento de que, com expectativas de inflação ancoradas, projeções de inflação em torno da meta para 2018 e um pouco abaixo da meta para 2017, e elevado grau de ociosidade na economia, o cenário básico do Copom prescrevia continuidade do ciclo de distensão da política monetária. Nesse ambiente, todos os membros do Copom concordaram que a evolução da conjuntura desde a reunião em abril mostrava-se compatível com a redução da taxa Selic para 10,25% a.a.

Reunião do Copom	Aplicação do viés	Meta para a taxa Selic (% a.a.) <sup>1/</sup>
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
19.10.2016	-	14,00
30.11.2016	-	13,75
11.1.2017	-	13,00
22.2.2017	-	12,25
12.4.2017	-	11,25
31.5.2017	-	10,25

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

#### D. Perspectivas para o terceiro trimestre e para o ano de 2017

26. A trajetória recente dos principais indicadores econômicos corrobora o cenário de estabilização e perspectiva de retomada gradual da economia. Deve ser considerado, entretanto, que a manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de reformas e ajustes na economia pode ter impacto negativo sobre a atividade econômica.

27. A economia permanece 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. O mercado de trabalho, mesmo registrando alguma recuperação nos últimos meses, segue contribuindo para o reduzido dinamismo dos gastos com consumo.

28. O cenário externo tem se mostrado favorável, ressaltando-se que o melhor desempenho da atividade econômica global tem mitigado os efeitos de possíveis mudanças de política econômica nos países centrais.

29. Nesse ambiente, o comportamento da inflação permanece favorável, com desinflação difundida inclusive nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Destaque-se que a desinflação dos preços de alimentos e de preços industriais pode ter efeitos secundários na inflação, favorecendo recuos adicionais das expectativas de inflação e da inflação em outros setores da economia.

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

30. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre de 2017 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e de câmbio, e de 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 terceiro trimestre e para ano de 2017<sup>1/</sup>**

Discriminação	Terceiro Trimestre			Ano		
	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	295,9	- 347,4	4,5	327,2	- 384,2	4,3
Base restrita <sup>3/</sup>	216,5	- 292,9	4,7	237,1	- 320,8	5,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.666,9	- 5.478,6	10,9	4.746,7	- 5.572,2	11,2
M4 <sup>4/</sup>	5.528,0	- 7.479,1	9,4	5.659,5	- 7.657,0	8,4

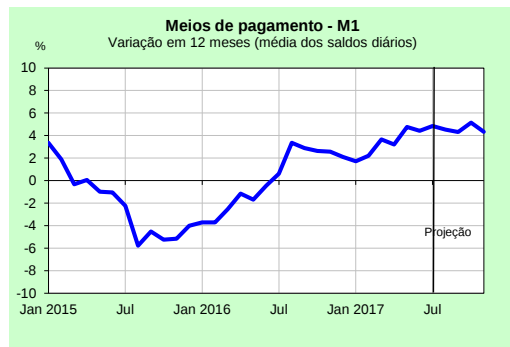
<sup>1/</sup> Refere-se ao último mês do período.

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

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

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

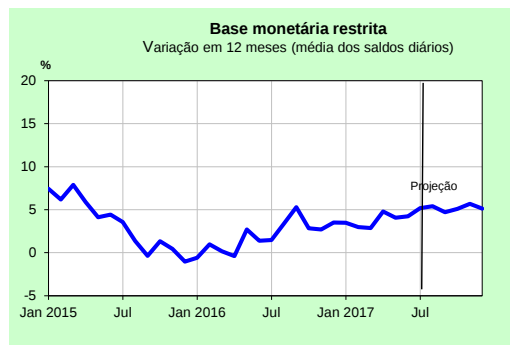
31. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se o crescimento do produto, a trajetória esperada Selic e a sazonalidade característica daqueles. Em decorrência, a variação em da média dos saldos diários dos pagamento foi estimada em o terceiro trimestre e em 4,3% para dezembro de 2017.



demanda  
esperado  
para a taxa  
agregados.  
doze meses  
meios de  
4,5% para

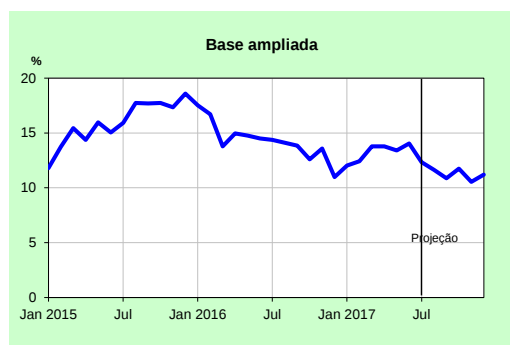
32. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial, a trajetória esperada para a taxa Selic e considerando o crescimento esperado para o produto.

33. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por circulante e por reservas e considerando-se a atual recolhimentos compulsórios recursos à vista, projetam-se em doze meses para o saldo base monetária de 4,7%, em de 5,1%, em dezembro de 2017.



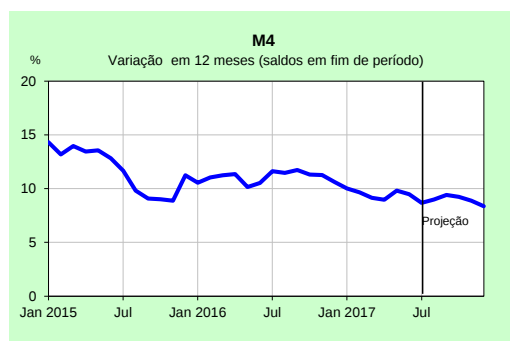
meio  
bancárias,  
alíquota de  
sobre  
elevações  
médio da  
setembro, e

34. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e federal de alta liquidez, foram adotando-se cenários para primários do governo central, do setor externo e emissões de federais, assim como de taxas de juros e de câmbio projetar a capitalização da mobiliária federal. Os resultados variação em doze meses de 10,9% e de 11,2%, respectivamente, no terceiro e quarto trimestres de 2017.



mobiliária  
efetuadas  
resultados  
operações  
títulos  
estimativas  
para  
dívida  
indicam

35. Para os meios pagamento ampliados, as estão baseadas na capitalização componentes e nos fatores

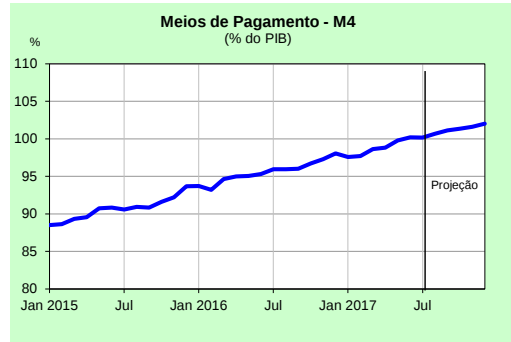


de  
previsões  
de seus



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 atinge 9,4% em setembro e 8,4% em dezembro de 2017.

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



segundo  
com o  
respectivas

37. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre abril/maio de 2017, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre e para o final de 2017.

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

Discriminação	2017		2017 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</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>	312,5	3,2	321,7	4,5	355,7	4,3
Base restrita <sup>4/</sup>	248,1	4,1	254,7	4,7	279,0	5,1
Base ampliada <sup>5/</sup>	4.893,9	13,4	5.072,8	10,9	5.159,5	11,2
M4 <sup>5/</sup>	6.346,9	9,8	6.503,6	9,4	6.658,3	8,4

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/ Saldo em fim de período.

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

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

Discriminação	2017		2017 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio <sup>1/</sup>		Terceiro Trimestre		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>	1,260	-0,8	1,263	-0,2	1,275	-0,7
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,260	-0,5	0,250	-1,6	0,250	-0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,568	0,7	0,571	0,2	0,563	0,5
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,297	-3,2	1,282	-1,3	1,291	-2,6

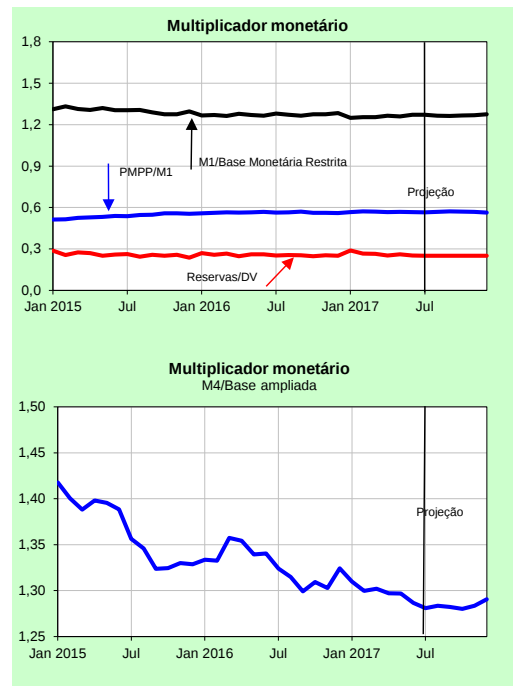
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldo em fim de período.

39. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar qualquer tendência pronunciada em direção ao longo do segundo trimestre e do ano de 2017.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2017<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>	292,4	- 343,2	4,4	311,2	2,2
Base restrita <sup>3/</sup>	212,0	- 286,8	3,4	248,0	2,9
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.310,5	- 5.060,2	9,8	4.794,2	13,8
M4 <sup>4/</sup>	5.266,8	- 7.125,7	8,3	6.242,7	9,2

<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.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2017 e ocorridos em abril/maio<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>	290,5	- 341,1	5,6	312,5	3,2
Base restrita <sup>3/</sup>	210,3	- 284,6	4,6	248,1	4,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.525,3	- 5.312,3	13,0	4.893,9	13,4
M4 <sup>4/</sup>	5.535,2	- 7.488,8	11,6	6.346,9	9,8

<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.

**Quadro 3. Programação monetária para o terceiro trimestre e para ano de 2017<sup>1/</sup>**

Discriminação	Terceiro Trimestre			Ano		
	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	295,9	- 347,4	4,5	327,2	- 384,2	4,3
Base restrita <sup>3/</sup>	216,5	- 292,9	4,7	237,1	- 320,8	5,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.666,9	- 5.478,6	10,9	4.746,7	- 5.572,2	11,2
M4 <sup>4/</sup>	5.528,0	- 7.479,1	9,4	5.659,5	- 7.657,0	8,4

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

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

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

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

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

Discriminação	2017		2017 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</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>	312,5	3,2	321,7	4,5	355,7	4,3
Base restrita <sup>4/</sup>	248,1	4,1	254,7	4,7	279,0	5,1
Base ampliada <sup>5/</sup>	4.893,9	13,4	5.072,8	10,9	5.159,5	11,2
M4 <sup>5/</sup>	6.346,9	9,8	6.503,6	9,4	6.658,3	8,4

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	2017		2017 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio <sup>1/</sup>		Terceiro Trimestre		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>	1,260	-0,8	1,263	-0,2	1,275	-0,7
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,260	-0,5	0,250	-1,6	0,250	-0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,568	0,7	0,571	0,2	0,563	0,5
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,297	-3,2	1,282	-1,3	1,291	-2,6

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.