



# SENADO FEDERAL

## MENSAGEM Nº 63, DE 2017

Encaminha, nos termos do art. 6º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a Programação Monetária para o 4º trimestre de 2017.

**AUTORIA:** Presidência da República



[Página da matéria](#)

Mensagem nº 373

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, 4 de outubro de 2017.

Brasília, 29 de Setembro 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 4º 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 28 de setembro de 2017, para que seja enviada à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

Respeitosamente,

*Assinado eletronicamente por: Ilan Goldfajn*

Aviso nº 444 - C. Civil.

Em 4 de outubro 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 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

Setembro – 2017

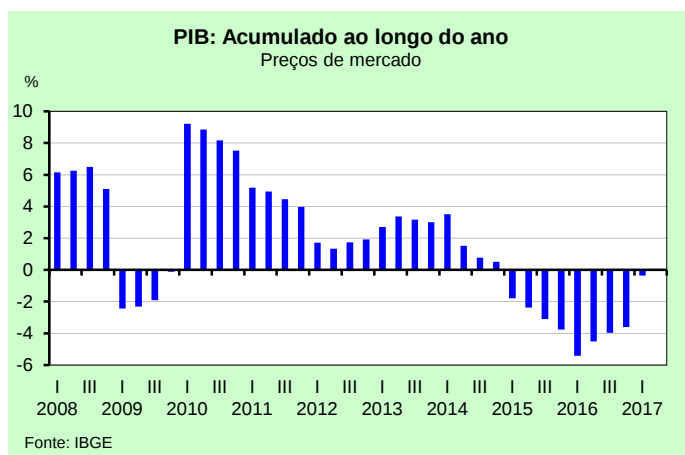


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

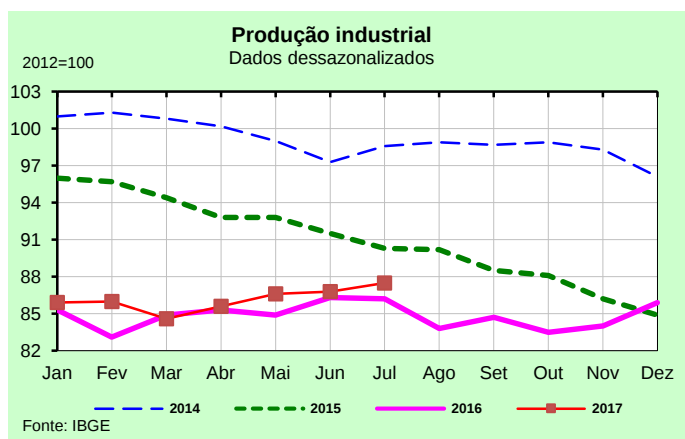
## Programação Monetária para o quarto trimestre de 2017

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

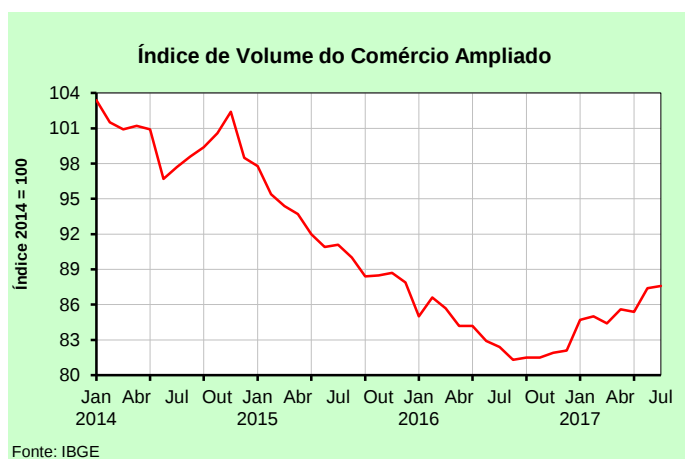
1. O PIB cresceu 0,2% no segundo trimestre de 2017, em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. O aumento repercutiu, sob a ótica da oferta, crescimento de 0,6% no setor de serviços, estabilidade no produto do setor agropecuário e retração na indústria, esta última repercutindo, principalmente, o desempenho negativo do setor de construção civil. Em relação aos componentes da demanda, o consumo das famílias elevou-se 1,4%, primeira variação positiva nessa base de comparação após nove trimestres, resultado consistente com a recuperação dos ganhos de renda real em meio a processo de expressiva desinflação e ao impacto positivo da liberação dos saques de contas inativas do Fundo de Garantia de Tempo de Serviço (FGTS). A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) recuou 0,7% enquanto as exportações cresceram 0,5% e as importações declinaram 3,5% no período.



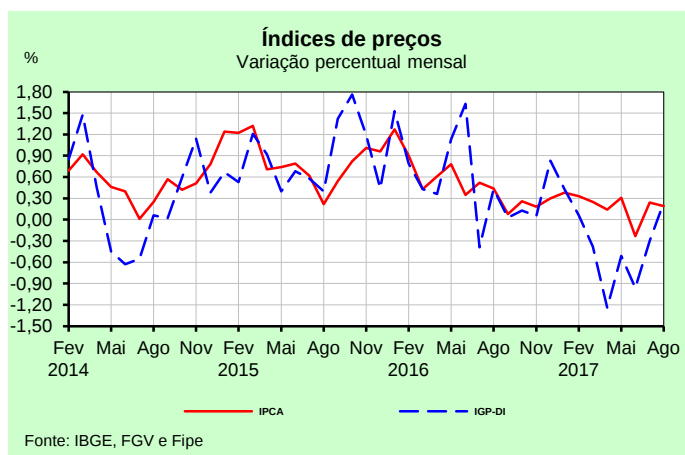
2. A produção física da indústria aumentou 1,8% no trimestre finalizado em julho, relativamente aos encerrado em abril, quando havia crescido 0,2%, nessa mesma base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa diminuiu 0,9% e a de transformação cresceu 2,0%, refletindo crescimento em 14 das 23 atividades pesquisadas. Destacaram-se os aumentos nos segmentos fumo (7,3%), móveis (6,6%), informática, eletrônicos e ópticos (6,4%) e produtos alimentícios (6,4%), e as reduções nas indústrias de produtos farmoquímicos e farmacêuticos (7,1%), de equipamentos de transporte, exceto veículos automotores (6,8%) e de coque, produtos derivados do petróleo e biocombustíveis (2,9%).



3. As vendas do comércio ampliado aumentaram 1,7% no trimestre finalizado em julho, em relação ao terminado em abril, quando cresceram 2,1%, no mesmo tipo de comparação, constituindo a oitava elevação consecutiva nessa base de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE. Houve elevação em oito dos dez segmentos pesquisados, com destaque para equipamentos e materiais de escritório, informática e comunicação (5,1%), veículos, motocicletas, partes e peças (4,2%) e móveis e eletrodomésticos (3,8%). O conceito varejista, que exclui os segmentos automobilístico e de material de construção, cresceu 1,2% no trimestre, destacando-se as elevações no Sudeste (2,8%) e no Norte (1,4%). A única retração no período ocorreu no Sul (0,28%).

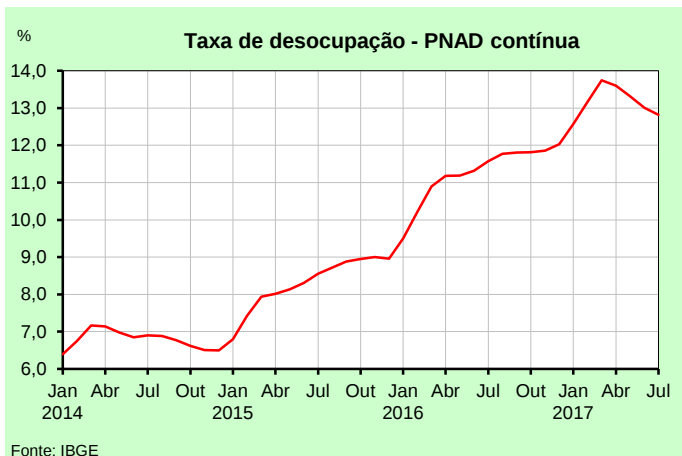


4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 0,20% no trimestre encerrado em agosto. Os preços livres recuaram 0,44%, com ênfase para a redução nos preços dos alimentos, e os preços monitorados cresceram 2,18%. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 3,60%, em maio, para 2,46%, em agosto, atingindo o menor nível desde fevereiro de 1999. A inflação de serviços atingiu 0,77% no trimestre encerrado em agosto, com a desaceleração em relação ao trimestre até maio repercutindo a evolução benigna dos preços de aluguel residencial e a dissipação dos efeitos de reajustes de cursos regulares e de telefonia celular ocorridos no trimestre anterior. No âmbito dos preços monitorados, o aumento das alíquotas de PIS/Cofins sobre combustíveis respondeu por parcela significativa da aceleração da inflação do segmento no trimestre, movimento atenuado pela desaceleração das tarifas de energia elétrica, que, no entanto, permaneceram com contribuição positiva e apresentando elevada volatilidade. Nesse contexto, a inflação em doze meses dos preços monitorados acelerou de 4,41%, em maio, para 6,26%, em agosto. A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) atingiu -1,94%, a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), 0,19%, e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), 1,60%, ante -3,80%, 1,12% e 0,77%, respectivamente, no trimestre encerrado em maio. Considerados intervalos de doze



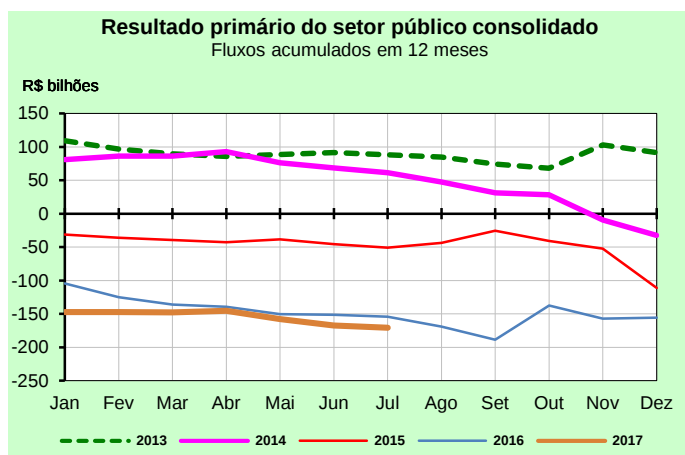
meses, o IGP-DI variou -1,61% em agosto (1,07% em maio e 11,27% em agosto de 2016).

5. A taxa de desemprego, divulgada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), do IBGE, atingiu 12,8% no trimestre encerrado em julho de 2017 (13,6% no encerrado em abril e 11,6% no terminado em julho de 2016). A evolução da taxa de desemprego na margem repercute a recuperação da população ocupada, principalmente entre empregados sem carteira e trabalhadores por conta própria.



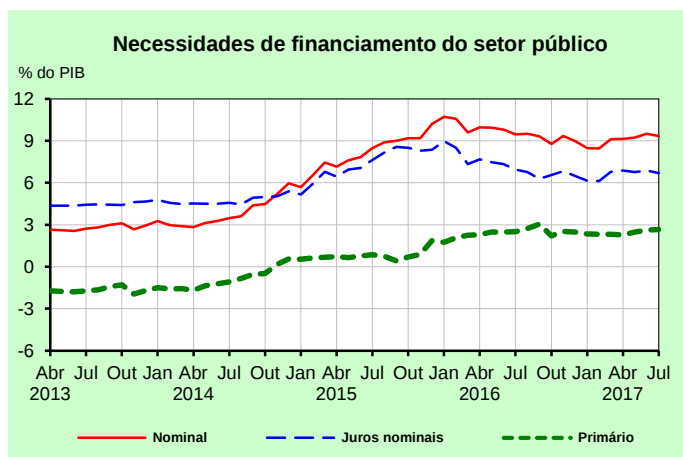
Na comparação interanual, o aumento da taxa de desemprego reflete a estabilidade da população ocupada e a expansão da força de trabalho, que variaram 0,2% e 1,6%, respectivamente. O mercado formal mostra os primeiros resultados positivos desde 2014. De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados do Ministério do Trabalho (Caged), houve geração de 80,0 mil postos formais de trabalho no trimestre finalizado em julho (-258,4 mil em igual período de 2016). Destaque para a criação de 89,9 mil vagas na agropecuária para o corte de 1,3 mil postos na construção civil.

6. O setor público consolidado registrou deficit primário de R\$51,3 bilhões nos sete primeiros meses de 2017 (deficit de R\$36,6 bilhões no mesmo período de 2016). O resultado do Governo Central foi deficitário em R\$68,7 bilhões e o dos governos regionais e das empresas estatais, superavitário em R\$16,3 bilhões e R\$1,1 bilhão, respectivamente. As receitas do Tesouro Nacional aumentaram 2,5% em relação aos sete primeiros meses de 2016 e as despesas recuaram 1,0%. A arrecadação líquida da Previdência Social elevou-se 3,1% no período, enquanto as despesas com benefícios, refletindo, em especial, o impacto da elevação do salário mínimo e do aumento de 2,2% no número de benefícios emitidos, aumentaram 11,2%.

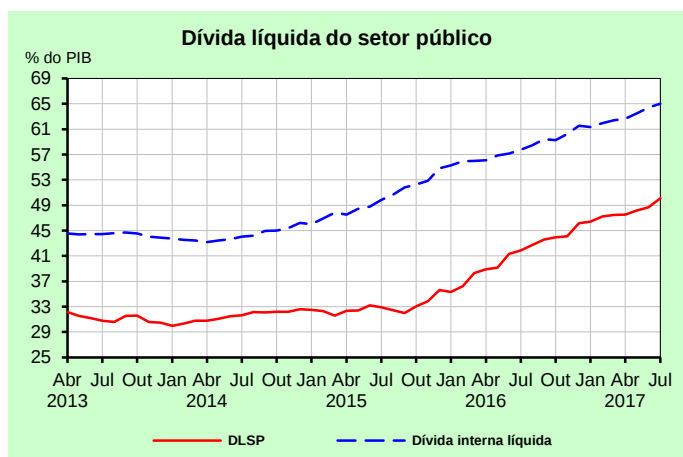




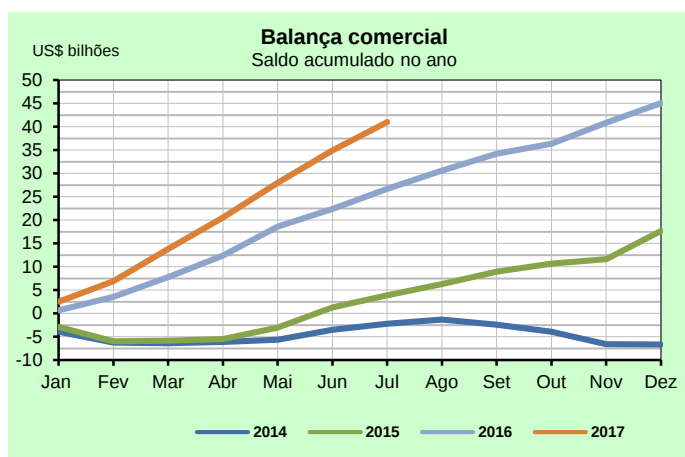
7. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$235,1 bilhões de janeiro a julho de 2017, ante R\$213,9 bilhões no mesmo período de 2016, aumento associado, em grande parte, ao resultado menos favorável das operações de swap cambial – ganhos respectivos de R\$9,3 bilhões e de R\$67,9 bilhões nos períodos mencionados. O resultado nominal registrou deficit de R\$286,4 bilhões no período (deficit de R\$250,5 bilhões nos sete primeiros meses de 2016). Considerados intervalos de doze meses, o deficit nominal atingiu 9,35% do PIB em julho deste ano.



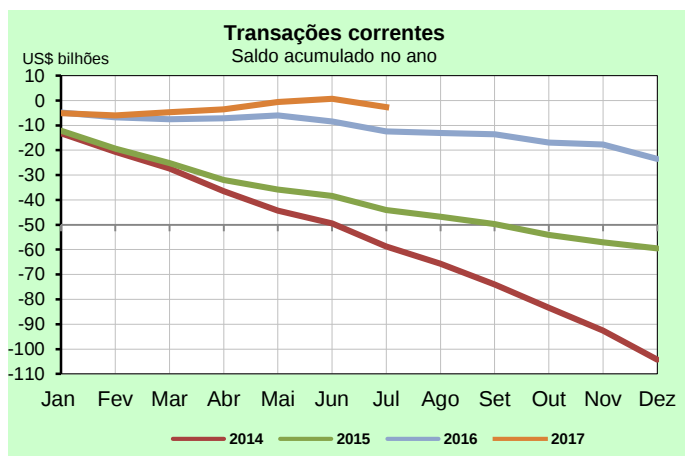
8. A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$3.225 bilhões em julho (50,4% do PIB), crescendo 1,32 p.p. do PIB em relação a abril e 4,26 p.p. do PIB em doze meses. A elevação trimestral resultou de emissões líquidas realizadas no mercado primário (R\$19,2 bilhões), da incorporação de juros nominais (R\$83,1 bilhões) e do impacto da apreciação cambial de 2,1% no período (R\$0,3 bilhão). As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados à taxa Selic e das operações do mercado aberto, aumentaram 1,1 p.p. e 0,8 p.p., respectivamente, em julho, comparativamente a abril. Por outro lado, a representatividade dos títulos prefixados e dos títulos vinculados a índices de preços recuou 0,1 p.p. e 1,8 p.p., respectivamente.



9. A balança comercial registrou *superavit* de US\$42,6 bilhões nos sete primeiros meses do ano, ante US\$28,3 bilhões em igual período de 2016. As exportações totalizaram US\$126,5 bilhões e as importações, US\$83,9 bilhões. A média diária das compras e das vendas externas cresceram 18,7% e 7,1%, respectivamente, no período. A evolução da média diária das exportações repercutiu aumentos nos embarques de produtos básicos (26,0%), semimanufaturados (16,1%) e manufaturados (10,5%), enquanto a trajetória das aquisições médias diárias refletiu as variações nas importações de combustíveis e lubrificantes (33,7%), bens intermediários (12,0%), bens de consumo semiduráveis e não duráveis (5,1%), bens de consumo duráveis (4,7%) e de bens de capital (-26,9%). De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o aumento de 18,7% registrado nas exportações nos sete primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2016, refletiu, variações de 15,4% nos preços e de 3,1% no quantum. Destacaram-se os aumentos nos preços de produtos básicos (20,8%) e de produtos semimanufaturados (17,3%), e no quantum de produtos básicos (5,5%). Na mesma base de comparação, a elevação de 7,1% nas importações decorreu de expansões de 4,6% no quantum e de 2,4% nos preços. Houve aumentos nos preços de combustíveis e lubrificantes (34,6%), bens intermediários (2,4%) e de bens de consumo duráveis (1,4%) e redução de 0,3% nos de bens de capital. No âmbito do *quantum* das importações destacaram-se a redução de 27,0% na categoria de bens de capital e a elevação de 10,0% na de bens intermediários.

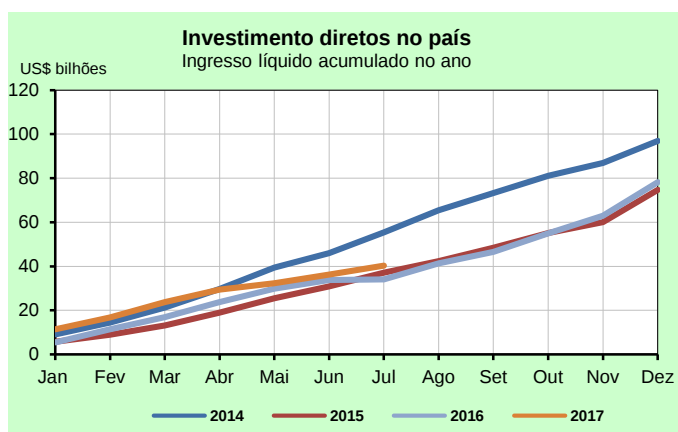


10. O *deficit* em transações correntes somou US\$2,7 bilhões nos sete primeiros meses de 2017 (US\$12,4 bilhões em igual período do ano anterior). As despesas líquidas de serviços atingiram US\$18,6 bilhões. O aumento de 8,5% em relação a igual intervalo de 2016 repercutiu, especialmente, as elevações nos *deficits* das contas transportes (34,5%) e viagens internacionais (68,2%). Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram, na ordem, US\$10,7 bilhões e US\$3,5 bilhões, variando, na ordem, 35,4% e -3,4%, no período, enquanto os gastos com aluguel de equipamentos diminuíram 13,4%. As remessas



líquidas com juros atingiram US\$15,6 bilhões, elevando-se 8,6% no período. Os pagamentos de juros ao exterior recuaram 10,6%, para US\$3,1 bilhões, e as receitas de juros aumentaram 19,0%, para US\$3,1 bilhões. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais aumentaram 21,3%. A remessa líquida de lucros e dividendos somou US\$10,8 bilhões nos sete primeiros meses de 2017, elevando-se 14,2% comparativamente ao mesmo período de 2016. A renda secundária líquida totalizou ingresso de US\$1,2 bilhão, recuando de 29,9% no período. Considerados intervalos de doze meses, o deficit em transações correntes totalizou US\$13,8 bilhões em julho (0,71% do PIB).

**11.** Na conta financeira, o crescimento dos passivos superou o crescimento dos ativos em US\$705 milhões nos sete primeiros meses de 2017. As concessões líquidas de capital sob a forma de investimentos diretos no exterior atingiram US\$1,4 bilhão (US\$6,6 bilhões em período equivalente de 2016). Os ingressos líquidos de investimento direto no país somaram US\$40,4 bilhões no período, dos quais US\$30,7 bilhões referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$9,6 bilhões a operações intercompanhias. O fluxo líquido de investimento direto no país acumulado em doze meses atingiu US\$84,5 bilhões em julho (4,4% do PIB). Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram entrada líquida de US\$4,9 bilhões (saída líquida de US\$459 milhões nos sete primeiros meses de 2016). As saídas líquidas de investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$402 milhões (saídas líquidas de US\$5,4 no mesmo período de 2016).



**12.** Ao final de julho, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$381,0 bilhões tanto no conceito caixa quanto liquidez (variações respectivas de US\$3,9 bilhões em relação a junho de 2017). No período, ocorreu a liquidação total das operações de linhas com recompra, o que proporcionou a equivalência entre os estoques medidos sob os dois conceitos. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou



US\$330 milhões e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$130 milhões e US\$2,1 bilhões. 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 segundo 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 segundo trimestre de 2017.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$250,5 bilhões em junho, com expansões de 1,0% no mês e de 5,9% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$213,9 bilhões, variando 0,4% e 5,4%, respectivamente. As reservas bancárias atingiram R\$36,6 bilhões, elevando-se 4,4% no mês e 9,0% 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\$5 trilhões em junho. O crescimento de 13,8% em doze meses refletiu aumentos de 10,9% na base restrita, de 13,9% no saldo dos títulos públicos federais e de 14,3% nos depósitos compulsórios em espécie.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo 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>	290,5	- 341,1	5,6	314,9	5,3
Base restrita <sup>3/</sup>	210,3	- 284,6	4,6	250,5	5,9
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.525,3	- 5.312,3	13,0	4.953,2	13,8
M4 <sup>4/</sup>	5.535,2	- 7.488,8	11,6	6.345,0	8,8

<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.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$314,9 bilhões em junho, com crescimentos de 0,8% no mês e de 5,3% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$179,4 bilhões, crescendo 1,0% e 5,5%, respectivamente, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$135,5 bilhões, com aumentos de 0,4% no mês e de 5,0% em doze meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$6,3 trilhões em junho, elevando-se 0,5% no mês e 8,8% 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\$21,6 bilhões no segundo trimestre de 2017, resultante de colocações líquidas de R\$37,2 bilhões no mercado primário e de compras líquidas de R\$15,6 bilhões no mercado secundário.

19. 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.

### **C. Política Monetária no bimestre julho-agosto de 2017**

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$249,9 bilhões em agosto, com redução de 0,6% no mês e crescimento de 5,4% em doze meses. As reservas bancárias variaram 0,3% e 5,5%, respectivamente, situando-se em R\$35,6 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$214,3 bilhões, com retração de 0,8% no mês e elevação de 5,3% em doze meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$5,1 trilhões em agosto. A expansão de 12,4% em doze meses refletiu elevações de 7,0% na base restrita, de 12,6% no saldo de títulos públicos federais e de 14,2% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, atingiram R\$313,7 bilhões em agosto, decrescendo 1,8% no mês e elevando-se 4,1% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público somou R\$180 bilhões, com variações respectivas de -0,9 % e 5,9%, e os depósitos à vista atingiram R\$133,7 bilhões, com declínio de 3,1% no mês e aumento de 1,7% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$6,4 trilhões em agosto, aumentando 0,8% no mês e 8,6% em doze meses.

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2017 e ocorridos em julho/agosto<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	295,9	- 347,4	4,5	313,7	4,1
Base restrita <sup>3/</sup>	216,5	- 292,9	4,7	249,9	5,4
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.666,9	- 5.478,6	10,9	5.064,8	12,4
M4 <sup>4/</sup>	5.528,0	- 7.479,1	9,4	6.433,2	8,6

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em contração monetária de R\$39,7 bilhões no bimestre julho-agosto, com resgates líquidos de R\$2,1 bilhões no mercado primário e vendas líquidas de R\$41,8 bilhões no mercado secundário.

25. Na reunião de julho, 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 em um ponto percentual, para 9,25% a.a., sem viés. 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 o ano-calendário de 2018, era compatível com o processo de flexibilização monetária. Na reunião de setembro, o Copom ressaltou que as condições econômicas permitiam a manutenção do ritmo de flexibilização monetária e decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros em um ponto percentual, para 8,25% a.a., sem viés. Foi ressaltado, ainda, que, para a próxima reunião - caso o cenário básico evolua conforme esperado, e em razão do estágio do ciclo de flexibilização - o Comitê via, naquele momento, como adequada uma redução moderada na magnitude de flexibilização monetária.

Reunião do Copom	Aplicação do viés	Meta para a taxa Selic (% a.a.) <sup>1/</sup>
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
26.7.2017	-	9,25
7.9.2017	-	8,25

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

## D. Perspectivas para o quarto trimestre de 2017

**26.** O cenário externo tem se mostrado favorável, na medida em que a atividade econômica global tem se recuperado gradualmente, sem pressionar as condições financeiras nas economias avançadas. Permanecem, no entanto, os riscos associados ao processo de normalização da política monetária em economias centrais, à mudanças de política econômica em algumas economias centrais e à possível redução do apetite ao risco por ativos de economias emergentes.

27. No âmbito interno, o conjunto dos indicadores de atividade econômica divulgados recentemente permanece compatível com o processo de recuperação gradual da economia brasileira. Ressalte-se que embora o recente aumento da incerteza quanto ao ritmo de implementação de reformas e ajustes na economia tenha impactado negativamente os índices de confiança dos agentes econômicos, a informação disponível sugere que o impacto dessa queda de confiança na atividade tem sido, até o momento, limitado.

28. Saliente-se que a aprovação e implementação das reformas mencionadas, notadamente as de natureza fiscal e creditícia, e de ajustes na economia brasileira, são fundamentais para a sustentabilidade da desinflação, para o funcionamento pleno da política monetária e para a redução da taxa de juros estrutural da economia, com amplos benefícios para a sociedade.

29. 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.

30. Nesse contexto, o comportamento da inflação permanece favorável com desinflação difundida, inclusive nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

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

31. A programação dos agregados monetários para o quarto 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 ano de 2017<sup>1/</sup>**

<b>Discriminação</b>	<b>R\$ bilhões</b>			<b>Var. % em 12 meses<sup>2/</sup></b>
M1 <sup>3/</sup>	330,9	-	388,4	5,5
Base restrita <sup>3/</sup>	239,2	-	323,6	6,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.760,9	-	5.588,9	11,5
M4 <sup>4/</sup>	5.633,2	-	7.621,4	7,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

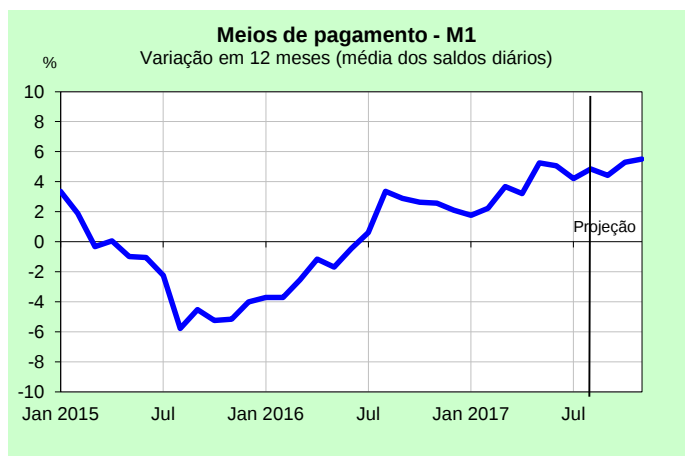
2/ Para o cálculo da variação percentual considera-se o ponto médio das previsões.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

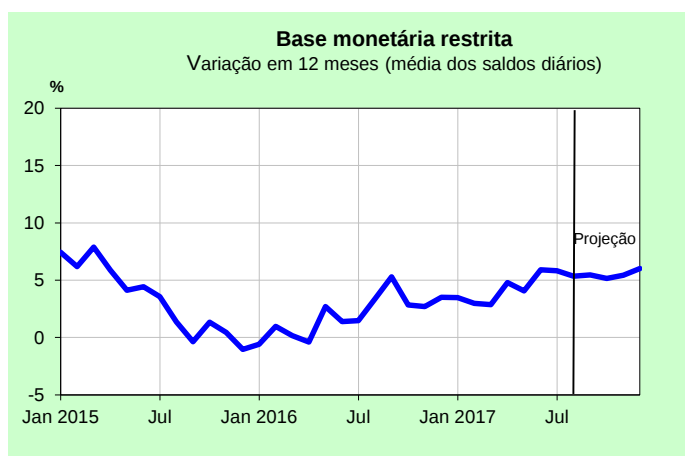


32. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se as trajetórias esperadas para o produto e para a taxa Selic, e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento (M1) foi estimada em 5,5% para dezembro de 2017.

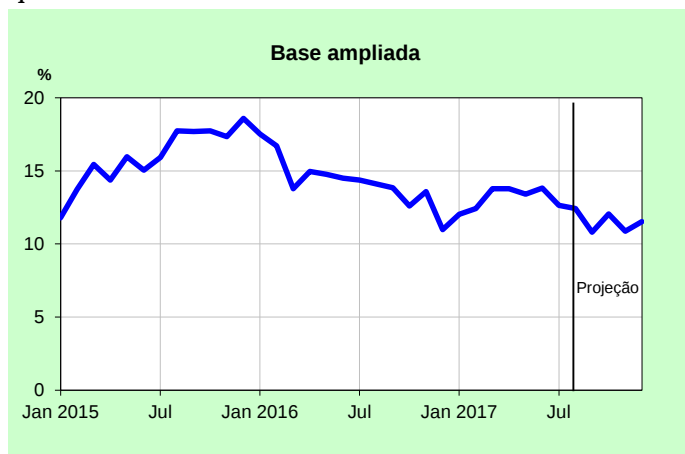


33. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e a elevação da massa salarial.

34. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em doze meses para o saldo médio da base monetária de 6,0% em dezembro de 2017.

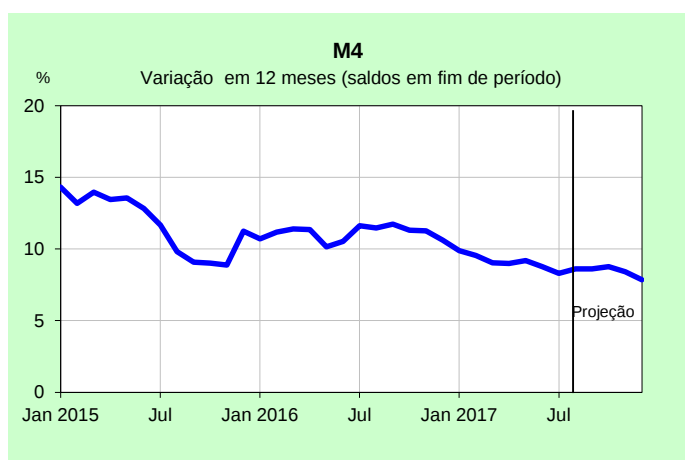


35. A projeção para a base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foi efetuada adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em

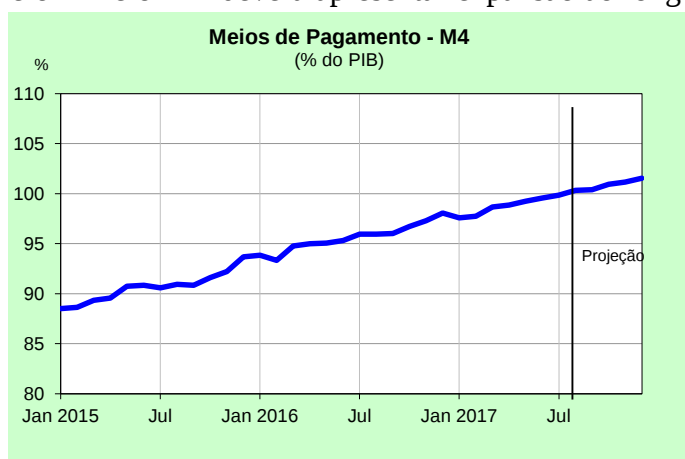


doze meses de 11,5% em dezembro de 2017.

**36.** 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 corresponde a 7,9% em dezembro de 2017.



**37.** A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar expansão ao longo de 2017, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis no período.



38. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho-agosto de 2017, bem como os valores previstos para o ano de 2017.

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

Discriminação	2016		2017			
			Julho - Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	340,9	2,6	313,7	4,1	359,6	5,5
Base restrita <sup>4/</sup>	265,4	3,5	249,9	5,4	281,4	6,0
Base ampliada <sup>5/</sup>	4.639,8	12,4	5.064,8	12,4	5.174,9	11,5
M4 <sup>5/</sup>	6.144,5	10,6	6.433,2	8,6	6.627,3	7,9

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.

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

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

Discriminação	2016		2017			
			Julho - Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,285	-0,9	1,257	-1,1	1,278	-0,5
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,251	6,4	0,266	3,7	0,250	-0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,560	0,9	0,574	1,8	0,566	0,9
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,324	5,5	1,270	-3,5	1,281	-3,5

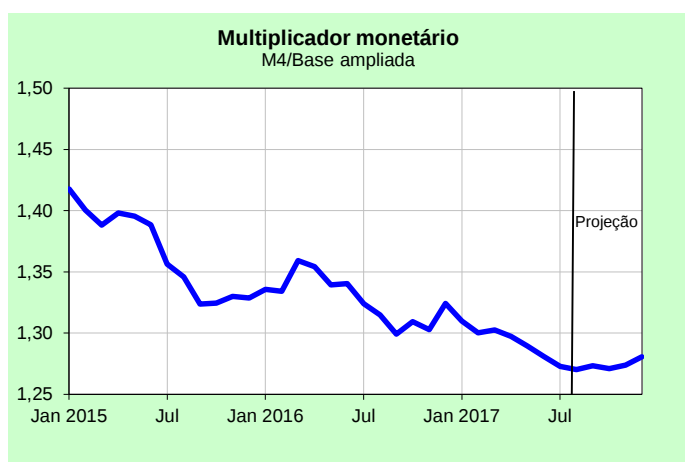
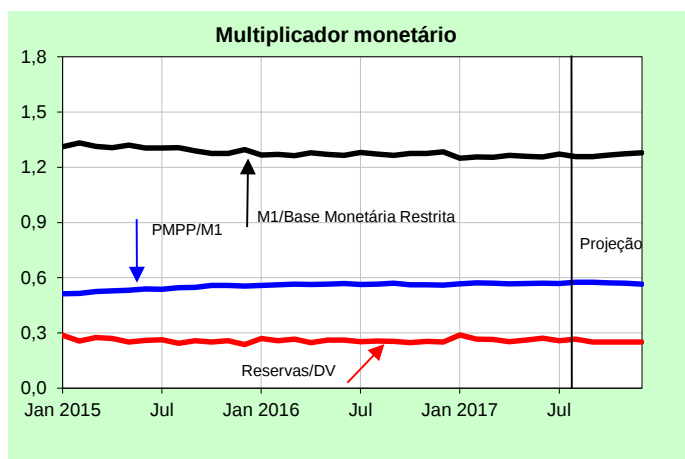
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no segundo 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>	290,5	- 341,1	5,6	314,9	5,3
Base restrita <sup>3/</sup>	210,3	- 284,6	4,6	250,5	5,9
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.525,3	- 5.312,3	13,0	4.953,2	13,8
M4 <sup>4/</sup>	5.535,2	- 7.488,8	11,6	6.345,0	8,8

<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 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2017 e ocorridos em julho/agosto<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	295,9	- 347,4	4,5	313,7	4,1
Base restrita <sup>3/</sup>	216,5	- 292,9	4,7	249,9	5,4
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.666,9	- 5.478,6	10,9	5.064,8	12,4
M4 <sup>4/</sup>	5.528,0	- 7.479,1	9,4	6.433,2	8,6

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

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

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

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

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

Discriminação	R\$ bilhões			Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	330,9	- 388,4		5,5
Base restrita <sup>3/</sup>	239,2	- 323,6		6,0
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.760,9	- 5.588,9		11,5
M4 <sup>4/</sup>	5.633,2	- 7.621,4		7,9

<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	2016		2017			
			Julho - Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	340,9	2,6	313,7	4,1	359,6	5,5
Base restrita <sup>4/</sup>	265,4	3,5	249,9	5,4	281,4	6,0
Base ampliada <sup>5/</sup>	4.639,8	12,4	5.064,8	12,4	5.174,9	11,5
M4 <sup>5/</sup>	6.144,5	10,6	6.433,2	8,6	6.627,3	7,9

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	2016		2017			
			Julho - Agosto		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,285	-0,9	1,257	-1,1	1,278	-0,5
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,251	6,4	0,266	3,7	0,250	-0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,560	0,9	0,574	1,8	0,566	0,9
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,324	5,5	1,270	-3,5	1,281	-3,5

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.