

Mensagem nº 13

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, 8 de janeiro de 2018.

EM nº 00056/2017 BACEN

Brasília, 26 de Dezembro 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 1º trimestre de 2018, 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 21 de dezembro de 2017, para que seja enviada à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

Respeitosamente,

***Assinado eletronicamente por: Isaac Sidney Menezes Ferreira***

Aviso nº 15 - C. Civil.

Em 8 de janeiro de 2018.

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,

GUSTAVO DO VALE ROCHA  
Ministro de Estado Chefe da Casa Civil  
da Presidência da República, Substituto

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

2018



Dezembro – 2017

## **Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2018**

Em atendimento ao Art. 6º da Lei nº 9.069<sup>1</sup>, de 29 de junho de 1995, apresenta-se a Programação Monetária para o primeiro trimestre de 2018 e para o ano de 2018. A Programação Monetária é composta por três seções, além de Glossário na parte final do documento:

- Perspectivas para a evolução da economia no primeiro trimestre de 2018;
- Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2018 e para o ano de 2018; e
- Evolução dos agregados monetários no terceiro trimestre de 2017.

### **A. Perspectivas para a evolução da economia no primeiro trimestre de 2018**

2. O conjunto dos indicadores de atividade econômica divulgados mostra sinais compatíveis com a recuperação gradual da economia brasileira. O crescimento do consumo, amparado pelo aumento do poder de compra da população em função da rápida queda da inflação, deverá abrir espaço para a retomada do investimento.

3. Não obstante, 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.

4. O cenário externo tem se mostrado favorável, na medida em que a atividade econômica global vem se recuperando sem pressionar em demasia as condições financeiras nas economias avançadas. Isso contribui para manter o apetite ao risco em relação às economias emergentes.

---

<sup>1</sup> “O Presidente do Banco Central do Brasil submeterá ao Conselho Monetário Nacional, no início de cada trimestre, programação monetária para o trimestre, da qual constarão, no mínimo:

*I - estimativas das faixas de variação dos principais agregados monetários compatíveis com o objetivo de assegurar a estabilidade da moeda; e*

*II - análise da evolução da economia nacional prevista para o trimestre, e justificativa da programação monetária.*

§ 1º Após aprovação do Conselho Monetário Nacional, a programação monetária será encaminhada à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal”.

5. No que diz respeito à evolução dos preços, a inflação tem evoluído conforme o esperado. O comportamento da inflação permanece favorável, com diversas medidas de inflação subjacente em níveis confortáveis, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. No entanto, o cenário para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções.

6. Por um lado, a combinação de (i) possíveis efeitos secundários do choque favorável nos preços de alimentos e da inflação de bens industriais em níveis correntes baixos e da (ii) possível propagação, por mecanismos inerciais, do nível baixo de inflação corrente pode produzir trajetória de inflação prospectiva abaixo do esperado.

7. Por outro lado, (iii) uma frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. Esse risco se intensifica no caso de (iv) reversão do corrente cenário externo favorável para economias emergentes.

8. Nesse contexto, a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural. Embora estimativas dessa taxa envolvam elevado grau de incerteza, entende-se que as atuais taxas de juros reais *ex-ante* têm efeito estimulativo sobre a economia. Ressalta-se que o processo de flexibilização da política monetária continuará dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos, de possíveis reavaliações da estimativa da extensão do ciclo e das projeções e expectativas de inflação.

## **B. Evolução dos agregados monetários no terceiro trimestre de 2017**

9. Note-se que os saldos da base monetária restrita, da base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o terceiro trimestre de 2017.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro 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>	295,9 - 347,4	4,5	318,9	3,6
Base restrita <sup>3/</sup>	216,5 - 292,9	4,7	254,4	4,6
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.666,9 - 5.478,6	10,9	5.092,7	11,3
M4 <sup>4/</sup>	5.528,0 - 7.479,1	9,4	6.500,1	9,4

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

10. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$254,4 bilhões em setembro, com variação de 4,6% em doze meses. As reservas bancárias elevaram-se 5,2%, situando-se em R\$35,4 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda, 4,5%, somando R\$219,1 bilhões.

11. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em retração monetária de R\$22,8 bilhões no terceiro trimestre de 2017, resultado de resgate líquido de R\$1,5 bilhão no mercado primário, venda líquida de títulos de R\$24,3 bilhões no mercado secundário e resgate líquido de R\$35 milhões no extramercado.

12. A base monetária ampliada totalizou R\$5,1 trilhões em setembro, com aumento de 11,3% em doze meses. O resultado em doze meses refletiu crescimentos de 11,5% no saldo de títulos públicos federais e de 13,0% nos depósitos compulsórios em espécie, além da oscilação mencionada na base monetária restrita.

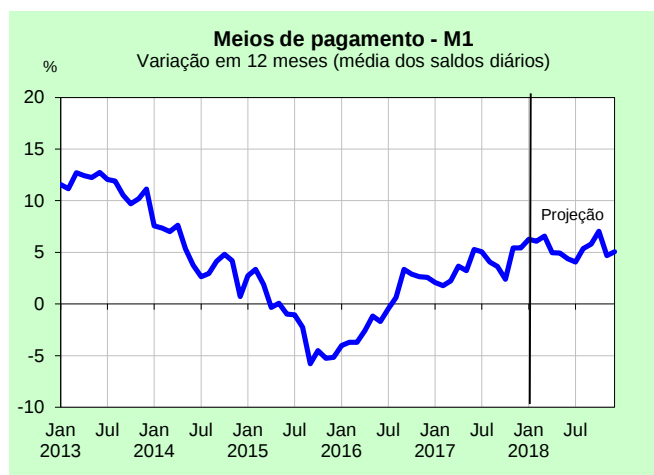
13. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$318,9 bilhões em setembro, com elevação de 3,6% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$183,8 bilhões e os depósitos à vista, R\$135,1 bilhões, registrando crescimentos respectivos de 4,8% e 2,1% em doze meses.

14. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$6,5 trilhões em setembro, aumentando 9,4% em doze meses.

### C. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2018

15. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2018 e para o ano de 2018 considerou projeções internas para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros, do câmbio e de outros indicadores pertinentes, consistentes com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas de inflação<sup>2</sup>.

16. 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. 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. Em decorrência, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento (M1) foi estimada em 6,6% para março de 2018 e em 5,1% para dezembro de 2018, considerando o ponto médio do intervalo de projeções.

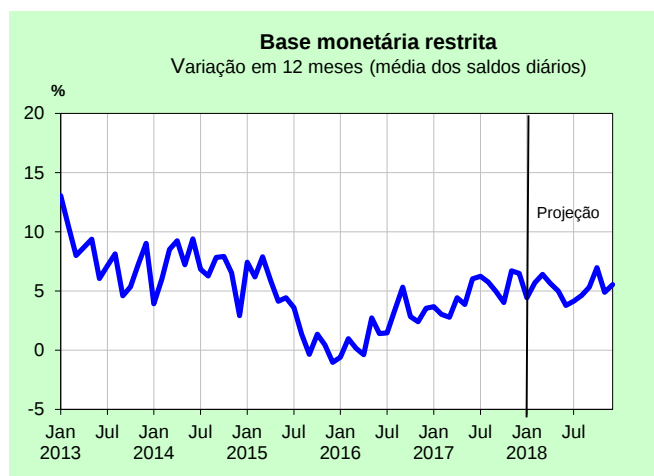


17. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em doze meses para o saldo médio da base monetária de 6,4% em março de 2018 e de

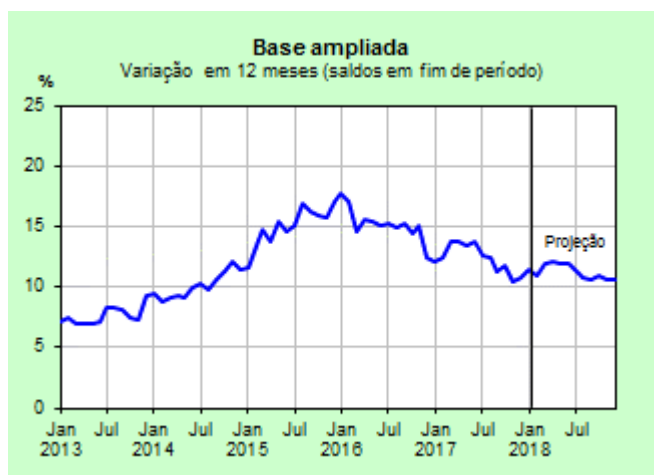
<sup>2</sup> Ressalta-se que as expectativas de analistas coletadas pela Pesquisa Focus, entre outras variáveis, foram levadas em consideração como insumos nas projeções.



5,5% em dezembro de 2018, considerando o ponto médio do intervalo de projeções.

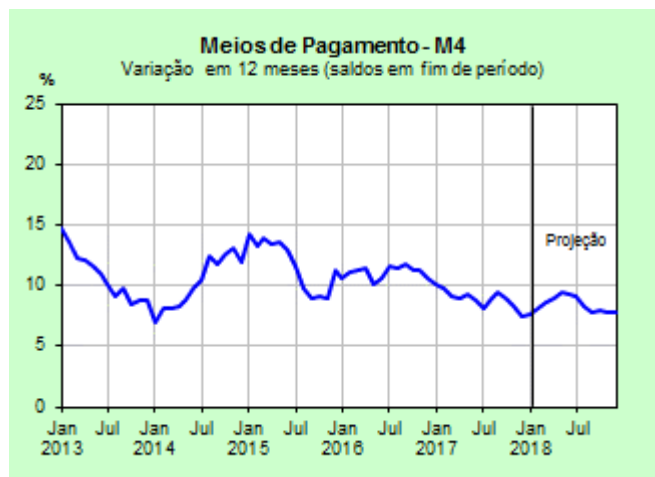


18. A projeção para a base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foi efetuada adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 11,9% no primeiro trimestre de 2018 e de 10,6% em 2018, considerando o ponto médio do intervalo de projeções.

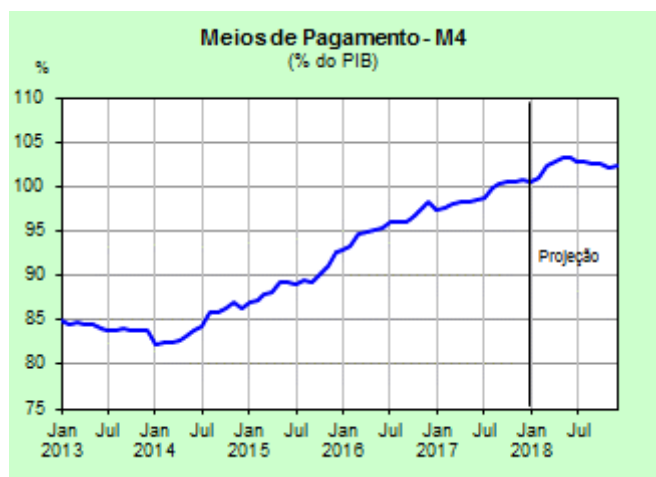


19. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não

financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em doze meses esperado para M4 corresponde a 8,6% no primeiro trimestre de 2018 e a 7,8% em 2018, considerando o ponto médio do intervalo de projeções.



20. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar expansão ao longo do primeiro semestre de 2018 e relativa estabilidade no restante do ano, trajetória consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis no período.



21. Dessa maneira, de forma sintética, os intervalos de projeções para os principais agregados monetários podem ser visualizados no quadro a seguir:

**Quadro 2. Programação monetária para o primeiro trimestre e para ano de 2018<sup>1/</sup>**

Discriminação	Primeiro Trimestre - 2018			2018		
	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses <sup>2/</sup>
M1 <sup>3/</sup>	305,2	- 358,3	6,6	347,4	- 407,8	5,1
Base restrita <sup>3/</sup>	224,1	- 303,2	6,1	253,5	- 342,9	5,5
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.936,7	- 5.795,3	11,9	5.228,7	- 6.138,0	10,6
M4 <sup>4/</sup>	5.764,1	- 7.798,5	8,6	6.045,7	- 8.179,5	7,8

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.

## D. 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.

**Base monetária ampliada:** conceito amplo de base monetária, introduzido no Plano Real com o pressuposto de que agregados mais amplos são mais bem correlacionados com os preços na economia brasileira, visto que captam de forma precisa 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 (depósitos 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.

**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.