

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2017

Dezembro – 2016

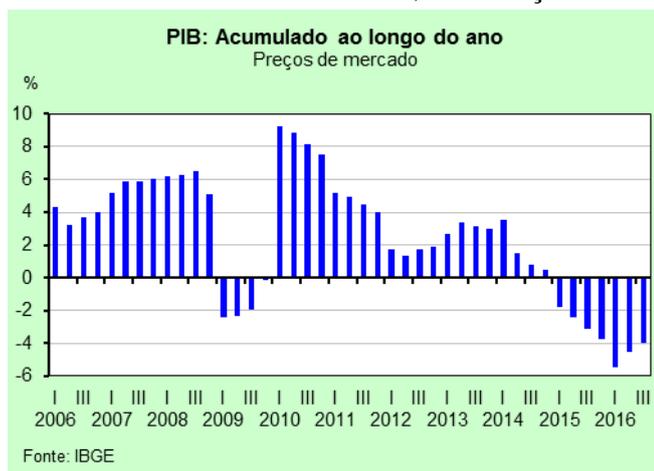


BANCO CENTRAL DO BRASIL

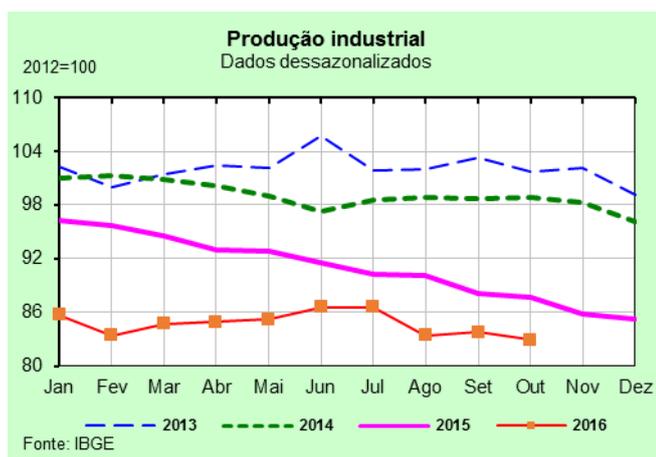
Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2017

A. A economia brasileira no quarto trimestre de 2016

1. O PIB recuou 0,8% no terceiro trimestre de 2016, em relação ao segundo, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. No âmbito da oferta, houve retrações na atividade agropecuária (1,4%), na indústria (1,3%) e no setor de serviços (0,6%). A contração no setor industrial refletiu variações negativas na indústria de transformação (2,1%), na construção civil (1,7%) e na produção e distribuição de eletricidade, gás e água (0,2%), e crescimento de 3,8% na indústria extrativa mineral. Pela ótica da demanda, houve retrações de 0,6% no consumo das famílias (sétima queda consecutiva) e de 3,1% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). Entre os componentes do setor externo, houve recuo nas exportações (2,8%) e nas importações (3,1%).

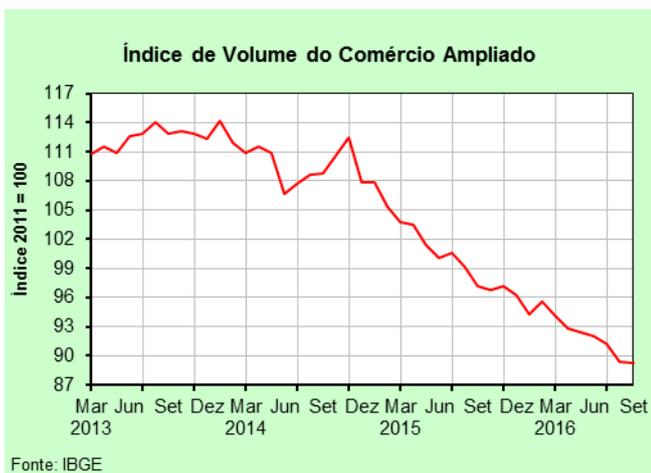


2. A produção física da indústria decresceu 3,2% no trimestre terminado em outubro, relativamente ao encerrado em julho, quando havia diminuído 2,1%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa variou 0,4% e a da indústria de transformação, -3,2%, reflexo de contrações em 22 das 23 atividades pesquisadas (fumo, 19,8%; minerais não metálicos, 7,1%; e veículos automotores, 7,0%). A análise por categorias de uso mostra recuos trimestrais nas indústrias de bens de capital (5,4%), de bens de consumo semi e não duráveis (3,3%), de bens de consumo duráveis (2,9%) e de bens intermediários (2,4%).



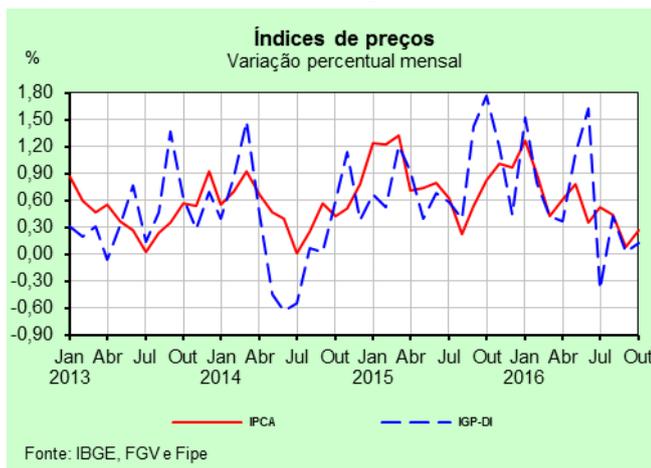
3. As vendas do comércio ampliado recuaram 2,7% no trimestre finalizado em setembro, em relação ao terminado em junho, quando decresceram 2,4%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE.

Houve reduções nas vendas em todos os dez segmentos pesquisados com ênfase nas de tecidos, vestuários e calçados (5,5%) e de veículos e motos, partes e peças (4,4%). As vendas do comércio varejista¹ decresceram 1,7% no trimestre. Ocorreram retrações em todas as regiões do país, com ênfase nas registradas no Centro-Oeste (1,7%) e no Norte (1,6%).



4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 0,78% no trimestre encerrado em outubro (1,66% no terminado em julho), resultado de desacelerações dos preços monitorados (de 1,54% para 1,17%) e dos livres (de 1,70% para 0,66%).

A trajetória dos preços livres decorreu de reduções nas variações dos preços dos bens não comercializáveis, de 1,25% para 0,72%, e dos bens comercializáveis, de 2,22% para 0,58%. A desaceleração trimestral dos preços monitorados refletiu, em grande parte, a redução do impacto de aumentos nos itens produtos farmacêuticos e taxa de água e esgoto.



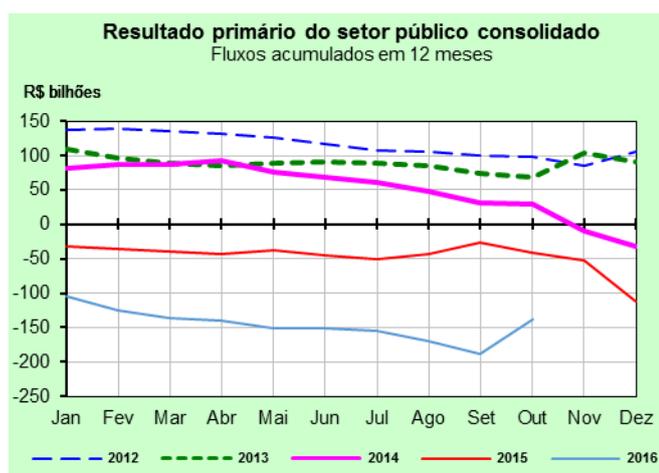
A desaceleração trimestral dos preços monitorados refletiu, em grande parte, a redução do impacto de aumentos nos itens produtos farmacêuticos e taxa de água e esgoto. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 8,74%, em julho, para 7,87%, em outubro, reflexo de desaceleração dos preços monitorados, de 8,56% para 7,00%, e dos livres, de 8,79% para 8,15%. A variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, atingiu 0,62% no trimestre terminado em outubro de 2016 (2,39% no finalizado em julho). Houve reduções nas variações do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), de 2,78% para 0,62%, do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 1,27% para 0,56%, e do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 2,52% para 0,80%. Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI variou 8,78% em outubro (11,23% em julho de 2016 e 10,58% em outubro do ano anterior).

¹ Conceito que exclui do comércio ampliado os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção.

5. A taxa de desemprego, divulgada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, atingiu 11,8% no trimestre encerrado em outubro de 2016 (11,6% no finalizado em julho e 8,9% em igual período de 2015). A economia do país registrou a eliminação de 148,0 mil postos formais no trimestre (351,3 mil em igual período de 2015), segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Previdência Social (MTPS). Os cortes mais acentuados ocorreram na construção civil (83,2 mil), nos serviços (48,5 mil) e na agropecuária (36,1 mil), e os aumentos mais representativos, no comércio (17,3 mil) e na indústria de transformação (10,1 mil). No ano, foram extintas 792,3 mil vagas, ante 685,8 mil no mesmo período do ano passado.



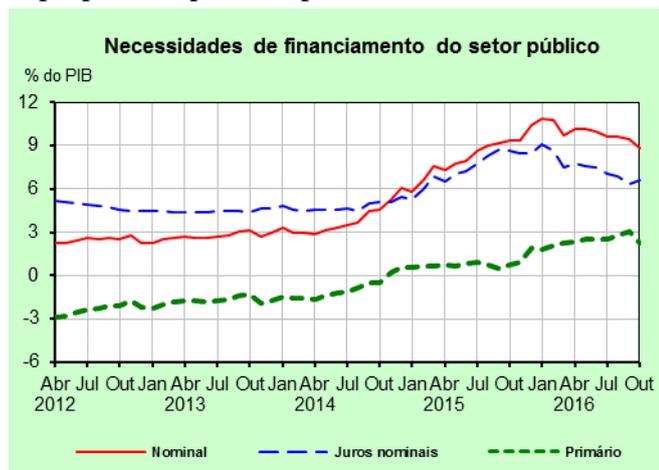
6. O setor público registrou deficit primário de R\$45,9 bilhões nos dez primeiros meses de 2016, ante deficit de R\$20 bilhões em igual período de 2015. Os governos regionais registraram superavit de R\$10,3 bilhões e o Governo Central e as empresas estatais, deficits respectivos de R\$55,3 bilhões e R\$0,9 bilhão. A receita não financeira do Tesouro Nacional² aumentou 7,1%, para R\$803,2 bilhões, no período, destacando-se o crescimento de 279,4% nas receitas de concessões e permissões, em função do recolhimento de bônus de outorga referente à concessão de usinas hidrelétricas, sem contrapartida em 2015, e as reduções de 14,3% na arrecadação do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e de 21,5% na relativa ao Imposto de Importação. As despesas não financeiras do Tesouro Nacional³ aumentaram 4,7%, para R\$568,8 bilhões, no período, reflexo de aumentos nos gastos com pessoal e encargos (6,5%), nas outras despesas obrigatórias (6,6%) e nas discricionárias (1,8%). Entre as despesas obrigatórias, destacaram-se os crescimentos nos gastos com subsídios, subvenções e Proagro (25,1%), decorrente da nova sistemática de pagamento estabelecida em conformidade com os Acórdãos TCU nº 825/2015 e nº 3.297/2015, e nos pagamentos de Abono e seguro desemprego (20,2%), refletindo, em especial, o calendário de pagamento do Abono salarial definido na Resolução Codefat nº 748/2015.



² Incluindo as receitas primárias do Banco Central do Brasil.

³ Incluindo as despesas primárias do Banco Central do Brasil.

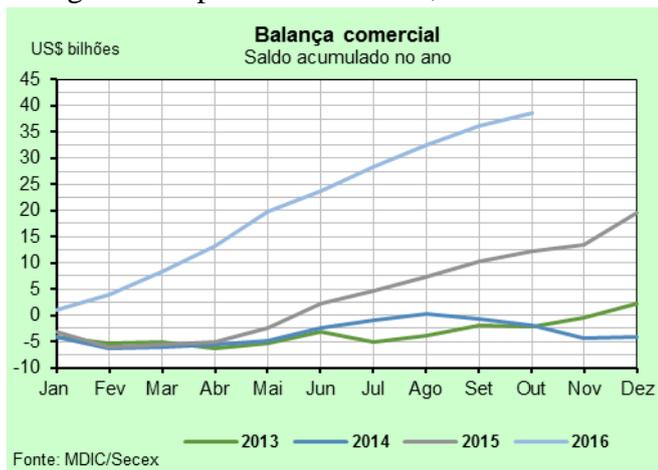
7. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$331,2 bilhões nos dez primeiros meses do ano, ante R\$426,2 bilhões no mesmo período de 2015. A redução repercutiu, em especial, o resultado favorável de R\$75,6 bilhões das operações de swap cambial, ante resultado desfavorável de R\$93,8 bilhões no mesmo período do ano anterior. O resultado nominal do setor público - soma do resultado primário e dos juros nominais apropriados - foi deficitário em R\$337,2 bilhões no período (R\$446,2 bilhões em igual intervalo de 2015). O financiamento do deficit ocorreu por meio da expansão da dívida mobiliária interna, neutralizada, em parte, por reduções da dívida bancária líquida, do financiamento externo líquido e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.



8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$2.722,9 bilhões em outubro (44,2% do PIB). A elevação de 8 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2015 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais (5,4 p.p.), da apreciação cambial de 18,5% acumulada no ano (3,6 p.p.), do deficit primário (0,7 p.p.), do ajuste de paridade da cesta de moedas da dívida externa líquida (-0,2 p.p.) e do crescimento do PIB nominal (-1,5 p.p.). As principais alterações na composição da DLSP nos dez primeiros meses de 2016 ocorreram na parcela credora vinculada ao câmbio (20,2 p.p.), na parcela pré-fixada (-11,3 p.p.) e na parcela vinculada a índices de preço (-6,4 p.p.). A taxa de juros implícita da DLSP, acumulada em doze meses, atingiu 19,0% em outubro (29,7% em dezembro de 2015).

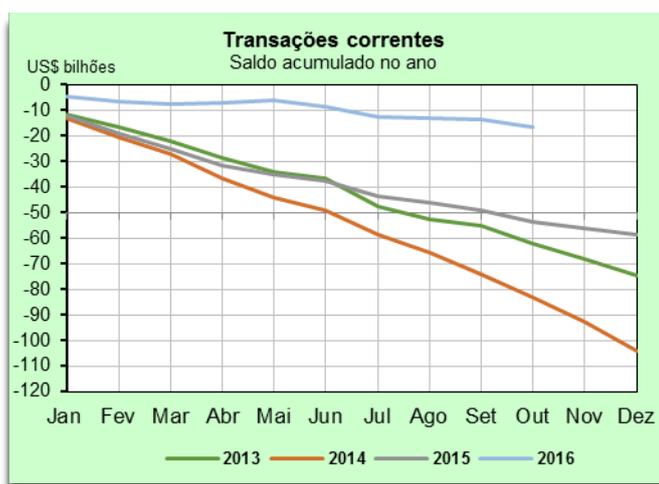


9. A balança comercial registrou superavit de US\$38,5 bilhões nos dez primeiros meses de 2016, ante US\$12,2 bilhões em igual período de 2015. As exportações recuaram 4,6% e as importações, 22,7%, totalizando US\$153,1 bilhões e US\$114,6 bilhões, respectivamente. No âmbito das exportações, destacaram-se as reduções nos preços de produtos básicos (9,9%) e de manufaturados (8,8%) e os aumentos respectivos de 12,3% e 8,5% no quantum exportado de produtos semimanufaturados e de manufaturados. Relativamente às importações, ressaltam-se as retrações nos preços de combustíveis e lubrificantes (30,1%) e de bens intermediários (7,7%), e no volume de bens de consumo duráveis (40,9%), de bens de capital (19,2%) e da combustíveis e lubrificantes (19,7%).



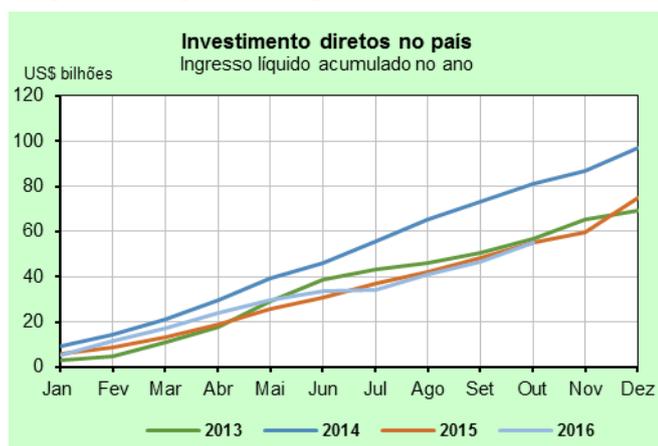
10. A média diária das exportações diminuiu 5,1% no período, repercutindo reduções de 10,0% nas vendas de produtos básicos e de 1,6% nas de manufaturados, e aumento de 3,5% nas de semimanufaturados. A média diária das importações recuou 23,1%, reflexo de reduções em todas as categorias de produto: combustível e lubrificantes, 44,7%; bens de consumo duráveis, 43,9%; bens de capital, 21,9%; bens intermediários, 18,7%; e bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 15,7%.

11. O deficit em transações correntes atingiu US\$17,0 bilhões nos dez primeiros meses de 2016 (US\$53,5 bilhões em igual período do ano anterior). As despesas líquidas de serviços somaram US\$24,7 bilhões, ressaltando-se que o recuo de 22,9% em relação a igual intervalo de 2015 repercutiu, especialmente, as reduções nos deficits das contas transportes (39,9%) e viagens internacionais (34,3%). Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram, na ordem, US\$11,9 bilhões e US\$5,1 bilhões, variando, respectivamente, -21,4% e 6,6% em relação a igual intervalo de 2015. Os gastos com aluguel de equipamentos diminuíram 9,5%, no período. As remessas líquidas com juros atingiram US\$17,5 bilhões, retração de 5,7% no período. Os pagamentos de juros ao exterior recuaram 3,5%, para US\$21,2 bilhões, e as receitas de juros aumentaram 8,0%, para US\$3,7 bilhões. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reser-



vas internacionais aumentaram 17,0%. A renda secundária líquida totalizou US\$2,4 bilhões nos dez primeiros meses, aumento de 15,9% em relação a igual intervalo de 2015. Os ingressos líquidos de transferências pessoais, em linha com o cenário de crescimento moderado das economias dos principais países de destinos de emigrantes brasileiros, recuaram 8,2% no período. Considerados intervalos de doze meses, o déficit em transações correntes totalizou US\$22,3 bilhões em outubro (1,25% do PIB).

12. A conta financeira registrou ingressos líquidos de US\$10,7 bilhões nos dez primeiros meses de 2016 (US\$51,3 bilhões em igual período de 2015). As concessões líquidas de capital sob a forma de investimentos diretos no exterior atingiram US\$7,7 bilhões (US\$11,8 bilhões nos dez primeiros meses de 2015). As captações líquidas de investimento direto no país somaram US\$54,9 bilhões no período, dos quais US\$38,5 bilhões referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$16,4 bilhões a operações intercompanhias. O ingresso de investimento direto no país acumulado em doze meses atingiu US\$75,1 bilhões em outubro (4,20% do PIB). Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram aumento líquido de US\$184 milhões (retorno líquido de US\$1,5 bilhão nos dez primeiros meses de 2015). As saídas líquidas de investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$17,7 bilhões (aplicação líquida de US\$16,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2015), com ênfase nos ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações e em cotas de fundos de investimento (US\$9,1 bilhões) e nas saídas líquidas em títulos de renda fixa negociados no país (US\$21,5 bilhões).



13. Ao final de outubro, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$367,5 bilhões no conceito caixa e US\$375,4 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$11,1 bilhões e US\$6,7 bilhões em relação a dezembro de 2015). No período, a liquidação de operações de linhas com recompra proporcionou elevação de US\$4,4 bilhões no estoque de reservas internacionais no conceito caixa. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$2,5 bilhões e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$2,3 bilhões e US\$761 milhões. Incorporados os impactos de eventos antecipáveis, as reser-



vas internacionais totalizariam US\$375,9 bilhões ao final de 2016. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3 bilhões.

B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2016

14. 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 terceiro trimestre de 2016.

15. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$243,2 bilhões em setembro, aumentando 2,6% no mês e 5,3% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$209,6 bilhões, elevando-se 3,0% no mês e 6,7% em doze meses. As reservas bancárias somaram R\$33,6 bilhões, recuando 0,2% no mês e 2,7% em doze meses.

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, cresceu 13,8% no período de doze meses encerrado em setembro, situando-se em R\$4,6 trilhões. Ocorreram elevações de 8,1% na base restrita, de 14,3% no saldo dos títulos públicos federais e de 12,1% nos depósitos compulsórios em espécie.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	279,0 - 327,5	1,9	307,6	3,3
Base restrita ^{3/}	204,6 - 276,8	4,2	243,2	5,3
Base ampliada ^{4/}	4.155,1 - 4.877,7	12,4	4.573,0	13,8
M4 ^{4/}	5.166,5 - 6.990,0	14,3	5.950,2	11,9

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.

17. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, atingiram R\$307,6 bilhões em setembro, com acréscimos de 2,1% no mês e de 3,3% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público somou R\$175,4 bilhões, aumentando 3,1% no mês e 7,5% em doze meses, e os depósitos à vista situaram-se em R\$132,3 bilhões, variando 0,7% no mês e -1,7% em doze meses.

18. O agregado monetário M4 totalizou R\$6,0 trilhões em setembro, elevando-se 0,5% no mês e 11,9% em doze meses.

19. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$64,9 bilhões no terceiro trimestre de 2016, resultante de resgate líquido de R\$9,9 bilhões no mercado primário e de venda líquida de títulos de R\$74,8 bilhões nos mercados secundário e extramercado.

20. Na reunião de julho, todos os membros do Comitê reconheceram progressos em relação às perspectivas de desinflação da economia brasileira, mas demonstraram preocupação com medidas de expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus para a meta de 2017 e com projeções do Comitê para a inflação que se situavam acima da meta em horizontes de 18 ou mais meses, sob as hipóteses do cenário de mercado. Nesse contexto, o Copom concluiu que o cenário básico e o atual balanço de riscos indicavam não haver espaço para flexibilização da política monetária e decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés. Na reunião de agosto, considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom avaliou que uma flexibilização das condições monetárias depende de fatores que permitam maior confiança no alcance das metas para a inflação nos horizontes relevantes para a condução da política monetária, em particular da meta de 4,5% em 2017. Nestas condições, o Comitê decidiu, por unanimidade, pela manutenção da taxa básica de juros em 14,25% a.a., sem viés.

C. Política Monetária no bimestre outubro-novembro de 2016

21. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$243,4 bilhões em novembro, com variação de -0,3% no mês e de 2,7% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$34,5 bilhões, elevando-se 2,8% no mês e 0,5% em doze meses, e o saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$209 bilhões, variando -0,7% no mês e 3,1% em doze meses.

22. A base monetária ampliada totalizou R\$4,6 trilhões em novembro, com aumentos de 1,6% no mês e de 13,4% em doze meses. A variação anual refletiu elevações de 0,9% na base restrita, de 14,3% no saldo de títulos públicos federais e de 12,6% nos depósitos compulsórios em espécie.

23. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, atingiram R\$309,8 bilhões em novembro, variando -0,5% no mês e 2,4% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público somou R\$176,6 bilhões, aumentando 0,9% no mês e 4,7% em doze meses. Os depósitos à vista totalizaram R\$133,3 bilhões, com recuos de 2,2% no mês e de 0,4% em doze meses.

24. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$6 trilhões em novembro, registrando aumentos de 0,2% no mês e de 10,1% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2016 e ocorridos em outubro/novembro^{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	309,8	2,4
Base restrita ^{3/}	228,3 - 308,8	4,8	243,4	2,7
Base ampliada ^{4/}	4.342,5 - 5.097,7	12,9	4 640,4	13,4
M4 ^{4/}	5.307,4 - 7.180,6	12,4	5 994,8	10,1

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. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em expansão monetária de R\$4,9 bilhões no bimestre outubro-novembro. Houve resgate líquido de R\$13,3 bilhões no mercado primário e venda líquida de títulos de R\$ 8,4 bilhões nos mercados secundário e extramercado.

26. 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.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
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

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

D. Perspectivas para o primeiro trimestre e para o ano de 2017

27. A atividade econômica apresentou desempenho aquém do esperado no curto prazo, suscitando reduções das projeções para o PIB em 2016 e 2017. A evidência disponível sinaliza que a retomada da atividade econômica pode ser mais demorada e gradual que a antecipada previamente.

28. Nesse contexto, o PIB registrou a sétima retração trimestral consecutiva no terceiro trimestre de 2016. No âmbito da oferta houve recuos na atividade agropecuária (1,4%), na indústria (1,3%) e no setor de serviços (0,6%). Pela ótica da demanda, destacaram-se as retrações no consumo das famílias (0,6%) - a sétima consecutiva - e na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), 3,1%, após expansão de 0,5% no trimestre anterior. No âmbito da demanda externa, houve recuos nas exportações (2,8%) e nas importações (3,1%).

29. Importante ressaltar que a retração nos gastos com consumo é consistente com a evolução do mercado de crédito e com as reduções no rendimento médio habitual e na massa salarial real habitual de todos os trabalhos, observadas no período. De fato, as operações de crédito permaneceram em desaceleração no trimestre encerrado em outubro, em ambiente de elevação do custo médio das contratações e estabilidade da inadimplência. As condições mais restritivas no mercado de crédito podem ser observadas na evolução das taxas de juros e dos spreads - em especial no segmento de pessoas físicas.

30. O desempenho da balança comercial e das despesas líquidas de serviços e de rendas vem favorecendo a redução do deficit nas transações correntes, que passou de 4,42% do PIB, em maio de 2015, para 1,25% do PIB, em outubro de 2016, considerados intervalos de doze meses. Esse desempenho, refletindo os efeitos defasados da desvalorização cambial e a retração ora observada na atividade econômica doméstica, tende a continuar nos próximos trimestres, em especial no âmbito da balança comercial.

31. As captações líquidas superaram as concessões líquidas nos dez primeiros meses de 2016, destacando-se o aumento nos ingressos líquidos de investimento direto no país, que persistiram, portanto, em patamar confortável para o financiamento do deficit em transações correntes.

32. Embora o somatório dos fluxos líquidos de capitais estrangeiros permaneça positivo, persistem saídas líquidas em títulos de renda fixa negociados no país e em títulos e empréstimos diretos de longo prazo, negociados no exterior. Ressalte-se adicionalmente que, em outubro, o estoque de reservas internacionais, no conceito de liquidez, representou 32 meses de importações de bens e 3,3 vezes o valor das amortizações da dívida externa vincendas nos próximos doze meses.

33. Nesse ambiente, inflação recente mostrou-se mais favorável que o esperado, em parte em decorrência de quedas de preços de alimentos, mas também com sinais de desinflação mais difundida - as expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus recuaram para em torno de 4,9%, para 2017, e mantiveram-se ao redor de 4,5% para 2018 e horizontes mais distantes.

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

34. A programação dos agregados monetários para o primeiro 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 primeiro trimestre e para ano de 2017^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	292,4 - 343,2	4,4	333,4 - 391,3	5,9
Base restrita ^{3/}	212,0 - 286,8	3,4	240,5 - 325,4	6,0
Base ampliada ^{4/}	4.310,5 - 5.060,2	9,8	4.480,9 - 5.260,2	4,8
M4 ^{4/}	5.266,8 - 7.125,7	8,3	5.612,4 - 7.593,3	9,3

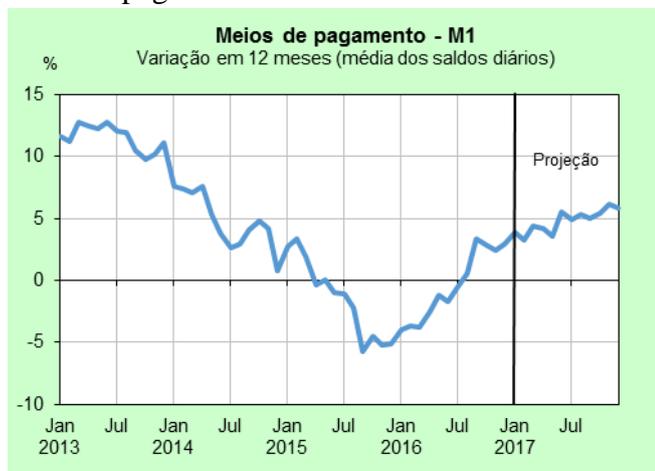
^{1/} Refere-se ao último mês do período.

^{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.

35. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 4,4%, para março de 2017.



36. 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.

37. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 3,4% em doze meses para o saldo médio da base monetária em março de 2017.



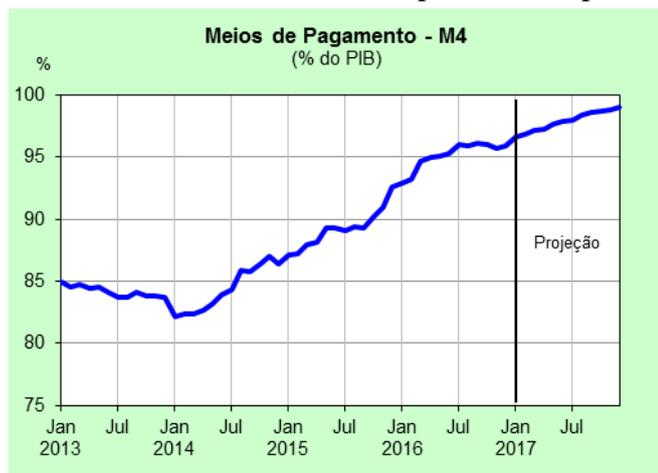
38. As projeções para a base monetária ampliada, medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para os resultados primários do governo central, as operações do setor externo e para as emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam que o agregado deverá registrar elevação de 9,8% no período de doze meses encerrado em março de 2017.



39. 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. O crescimento em doze meses esperado para o M4 atinge 8,3% em março de 2017.



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



41. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre outubro/novembro de 2016, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre de 2017.

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

Discriminação	2016		2017 ^{2/}			
	Outubro - Novembro		Primeiro 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/}	309,8	2,4	317,8	4,4	362,4	5,9
Base restrita ^{4/}	243,4	2,7	249,4	3,4	283,0	6,0
Base ampliada ^{5/}	4 640,4	13,4	4 685,4	9,8	4 870,6	4,8
M4 ^{5/}	5 994,8	10,1	6 196,3	8,3	6 602,9	9,3

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2016		2017 ^{2/}			
	Outubro - Novembro ^{1/}		Primeiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,273	-0,3	1,274	0,9	1,281	-0,2
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,259	1,0	0,250	-5,8	0,250	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,570	2,2	0,567	0,2	0,562	0,3
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,318	-0,9	1,322	-1,4	1,356	2,0

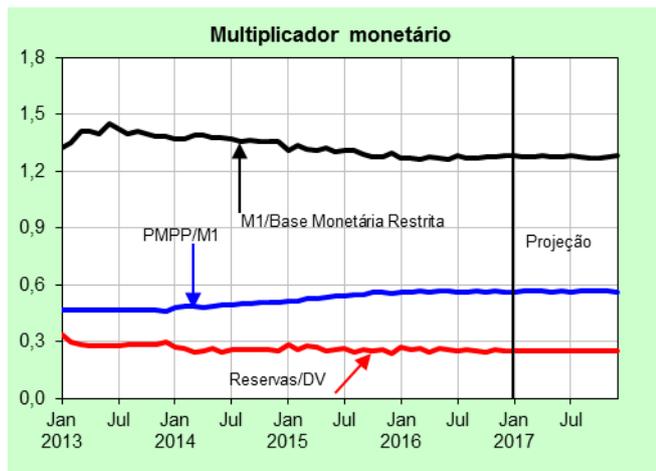
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	279,0 - 327,5	1,9	307,6	3,3
Base restrita ^{3/}	204,6 - 276,8	4,2	243,2	5,3
Base ampliada ^{4/}	4.155,1 - 4.877,7	12,4	4.573,0	13,8
M4 ^{4/}	5.166,5 - 6.990,0	14,3	5.950,2	11,9

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 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2016 e ocorridos em outubro/novembro^{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	309,8	2,4
Base restrita ^{3/}	228,3 - 308,8	4,8	243,4	2,7
Base ampliada ^{4/}	4.342,5 - 5.097,7	12,9	4.640,4	13,4
M4 ^{4/}	5.307,4 - 7.180,6	12,4	5.994,8	10,1

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 primeiro trimestre e para ano de 2017^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	292,4 - 343,2	4,4	333,4 - 391,3	5,9
Base restrita ^{3/}	212,0 - 286,8	3,4	240,5 - 325,4	6,0
Base ampliada ^{4/}	4.310,5 - 5.060,2	9,8	4.480,9 - 5.260,2	4,8
M4 ^{4/}	5.266,8 - 7.125,7	8,3	5.612,4 - 7.593,3	9,3

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	2016		2017 ^{2/}			
	Outubro - Novembro		Primeiro 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/}	309,8	2,4	317,8	4,4	362,4	5,9
Base restrita ^{4/}	243,4	2,7	249,4	3,4	283,0	6,0
Base ampliada ^{5/}	4 640,4	13,4	4 685,4	9,8	4 870,6	4,8
M4 ^{5/}	5 994,8	10,1	6 196,3	8,3	6 602,9	9,3

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2016		2017 ^{2/}			
	Outubro - Novembro ^{1/}		Primeiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,273	-0,3	1,274	0,9	1,281	-0,2
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,259	1,0	0,250	-5,8	0,250	0,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,570	2,2	0,567	0,2	0,562	0,3
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,318	-0,9	1,322	-1,4	1,356	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.