

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2016

Junho – 2016

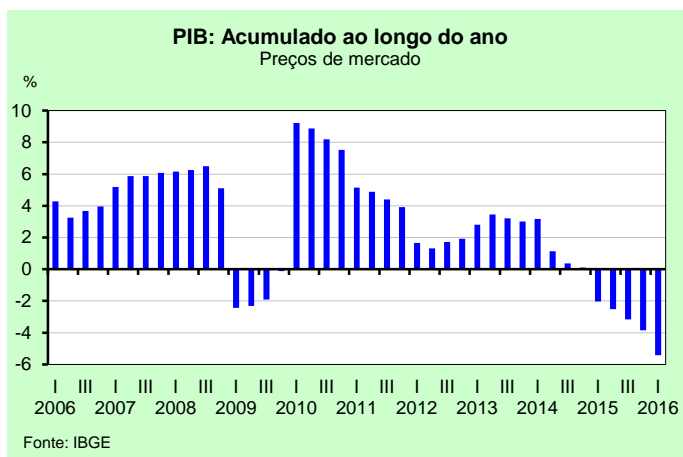


BANCO CENTRAL DO BRASIL

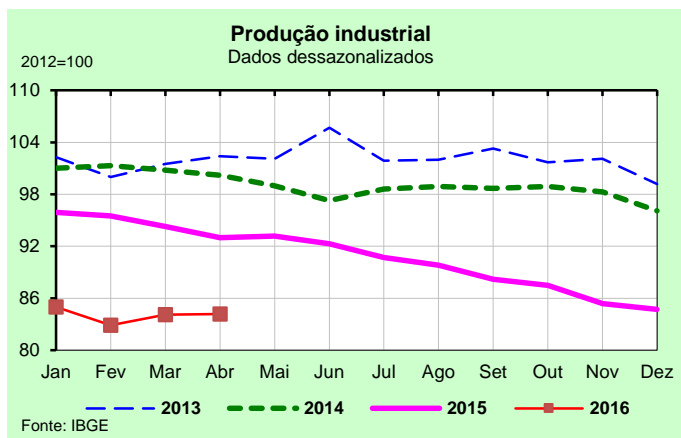
Programação Monetária para o terceiro trimestre e para o ano de 2016

A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2016

1. O PIB recuou 0,3% no primeiro trimestre de 2016, em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A retração repercutiu, sob a ótica da oferta, decréscimos respectivos de 0,3%, 1,2% e 0,2% na agropecuária, na indústria e no segmento de serviços. No âmbito da demanda, destacaram-se os recuos de 1,7% no consumo das famílias (quinta retração consecutiva nessa base de comparação), que acumulou retração de 8,6% em relação ao último trimestre de 2014; e de 2,7% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). O consumo do governo cresceu 1,1% no trimestre. Em relação aos componentes do setor externo, as importações recuaram 5,6% – evolução consistente com a redução da atividade na indústria e com o desempenho negativo do consumo privado – e as exportações cresceram 6,5%. O PIB diminuiu 5,4% comparativamente ao primeiro trimestre de 2015, trajetória determinada, sob a ótica da oferta, por retrações na indústria (7,3%), na agropecuária (3,7%) e no setor de serviços (3,7%). Considerada a ótica da demanda agregada, o componente interno contribuiu com -10,2 p.p. para o crescimento interanual do PIB (-3,1 p.p. no primeiro trimestre de 2015), destacando-se os impactos dos recuos no consumo das famílias (6,3%) e na FBCF (17,5%). O setor externo, refletindo variações respectivas de 13,0% e -21,7% nas exportações e nas importações foi responsável por 4,8 p.p. da variação interanual do PIB no período.



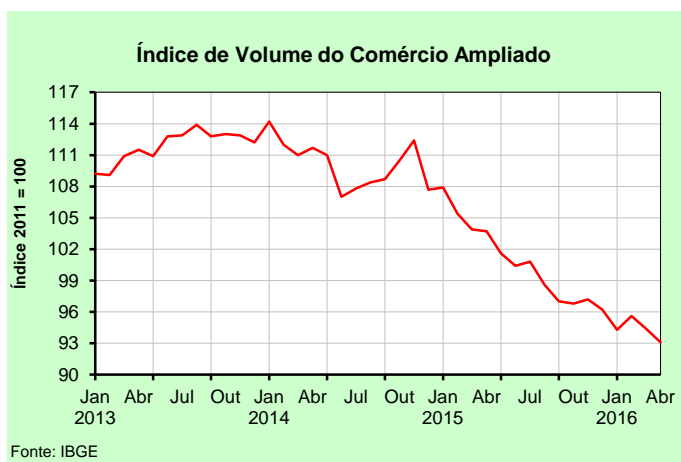
2. A produção física da indústria diminuiu 1,5% no trimestre finalizado em abril, em relação ao terminado em janeiro, quando havia decrescido 3,9%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF) do IBGE. Houve recuos respectivos de 1,0% e de 1,2% nas indústrias extrativa e de transformação, que registrou declínio da produção em doze das 23 atividades incluídas



na pesquisa (informática, eletrônicos e ópticos, -9,9%; outros equipamentos de transportes, -8,5%; veículos automotores, -7,8%; madeira, 7,0%; fumo, 7,0%; produtos têxteis, 5,6%). A análise por categorias de uso evidencia o desempenho desfavorável da indústria de bens de consumo duráveis, que recuou 7,4% no trimestre. A produção de bens intermediários diminuiu 0,9%, a de bens de consumo semi e não-duráveis apresentou estabilidade e a de bens de capital cresceu 1,9%.

3. As vendas do comércio ampliado diminuíram 1,6% no trimestre finalizado em abril, em relação ao

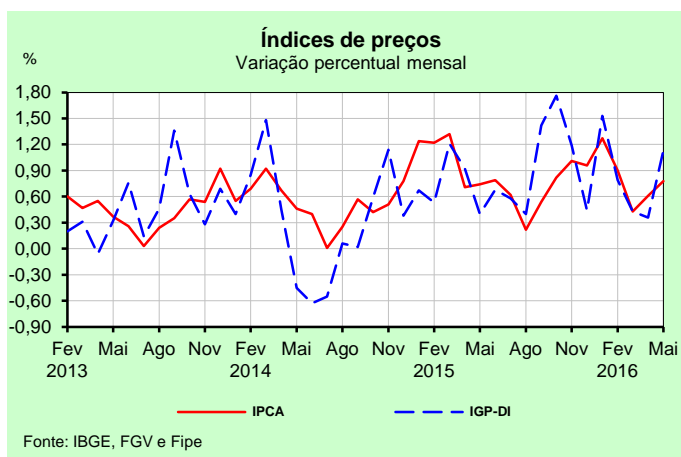
terminado em janeiro, quando haviam apresentado a mesma retração, neste tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. Houve decréscimos nas vendas em todos os dez segmentos pesquisados, destacando-se os registrados em livros, jornais, revistas e papelaria (6,6%), tecidos, vestuário e calçados (6,2%) e outros artigos de uso pessoal e doméstico (4,4%).



As vendas do comércio varejista, excluídos os recuos nos segmentos veículos e motos, partes e peças (0,8%) e material de construção (1,7%), retraíram 1,6% no trimestre, destacando-se os decréscimos no Centro-Oeste (2,4%) e no Norte (1,8%).

4. A variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, atingiu

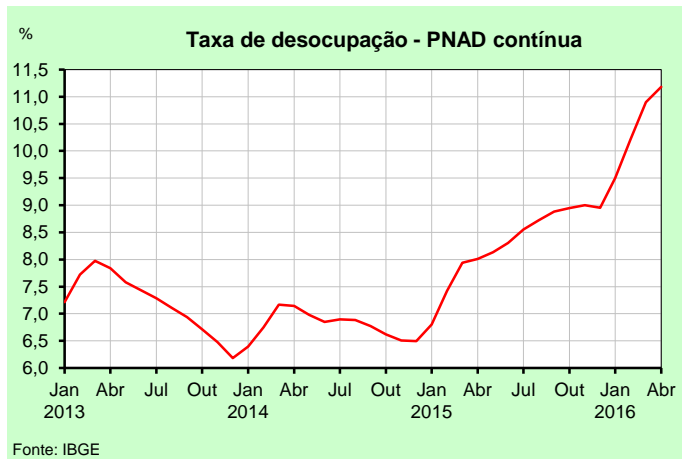
1,94% no trimestre terminado em maio de 2016 (2,79% no finalizado em fevereiro). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) recuou de 2,82% para 2,16% e a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 3,46% para 1,63%, contrastando com o aumento, de 1,04% para 1,27%, na variação do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC).



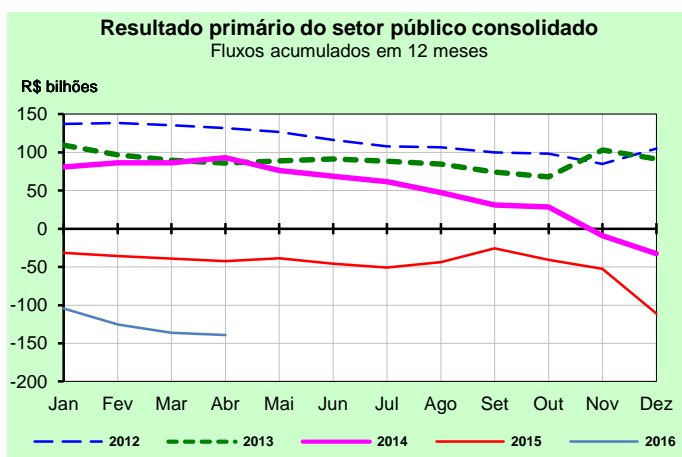
Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI variou 11,26% em maio (11,93% em fevereiro de 2016 e 4,83% em maio do ano anterior). O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 1,83% no período (3,16% no trimestre terminado em fevereiro), resultado de arrefecimento dos preços livres (de 3,32% para 1,85%) e dos monitorados (de 2,69% para 1,73%). A evolução dos preços livres decorreu de reduções nas variações dos preços dos bens comercializáveis, de 2,92% para 2,09%, e dos não comercializáveis, de 3,65% para 1,66%. Conside-

rados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 10,36%, em fevereiro, para 9,32%, em maio, reflexo de desacelerações dos preços monitorados, de 14,94% para 10,90%, e dos livres, de 8,97% para 8,82%.

5. A taxa de desemprego, divulgada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), do IBGE, atingiu 11,2% no trimestre encerrado em abril (9,5% no encerrado em janeiro e 8,0% no terminado em abril de 2016). O nível de ocupação – relação entre população ocupada e população em idade ativa – atingiu 54,6%, menor percentual da série, iniciada em 2012 (55,5% e 56,3%, respectivamente, nos demais períodos mencionados). O mercado de trabalho registrou a eliminação de 286,2 mil postos formais no trimestre encerrado em abril de 2016 (81,0 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 no comércio (128,0 mil), na indústria de transformação (67,0 mil), na construção civil (57,4 mil) e nos serviços (37,8 mil). Foram extintas 385,9 mil vagas nos quatro primeiros meses do ano.

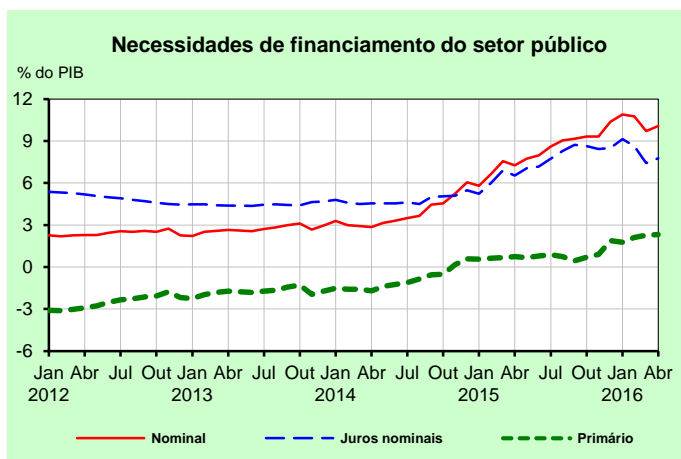


6. O setor público consolidado registrou *superavit* primário de R\$4,4 bilhões no primeiro quadrimestre do ano (*superavit* de R\$32,4 bilhões em igual período de 2015). O Governo Central e as empresas estatais registraram *deficit* respectivos de R\$5,8 bilhões e R\$1,2 bilhão, e os governos regionais, *superavit* de R\$11,4 bilhões. A receita total do Tesouro Nacional totalizou R\$334,3 bilhões, elevando-se 4,1% em relação ao mesmo período de 2015. Destaque para o crescimento de R\$11,8 bilhões (1.129%) nas receitas de concessões, impactado pelo recolhimento de bônus de outorga referente à concessão de usinas hidrelétricas, sem contrapartida no ano anterior, e para as reduções na arrecadação do Imposto sobre Produtos Industrializados (12,3%), influenciada pela redução na produção industrial, e na cota parte de compensações financeiras (32,9%). As despesas do Tesouro Nacional atingiram R\$236,6 bilhões, ressaltando-se que a expansão de 10,5% em relação a igual período de 2015 repercutiu elevações nas despesas obrigató-



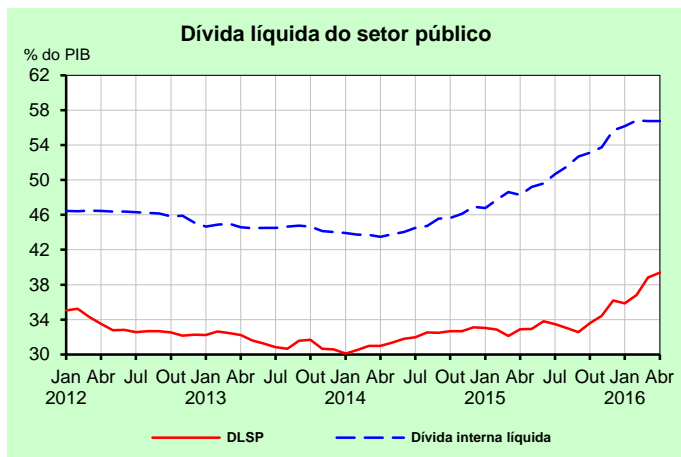
rias (20,5%), nos gastos com pessoal e encargos (7,3%) e nas despesas discricionárias (6,2%).

7. Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$108,7 bilhões no quadrimestre encerrado em abril, ante R\$146,1 bilhões no mesmo período de 2015, destacando-se a contribuição do resultado favorável de R\$50 bilhões das operações de *swap* cambial, que haviam registrado resultado desfavorável de R\$19,2 bilhões no primeiro quadrimestre de 2015. O resultado nominal do setor público, que agrega o resultado primário e os



juros nominais apropriados, foi deficitário em R\$104,3 bilhões no quadrimestre (*deficit* de R\$113,6 bilhões no período equivalente em 2015). Esse resultado foi financiado mediante expansão da dívida mobiliária interna, neutralizada, parcialmente, por reduções na dívida bancária líquida, pelo financiamento externo líquido e pelas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

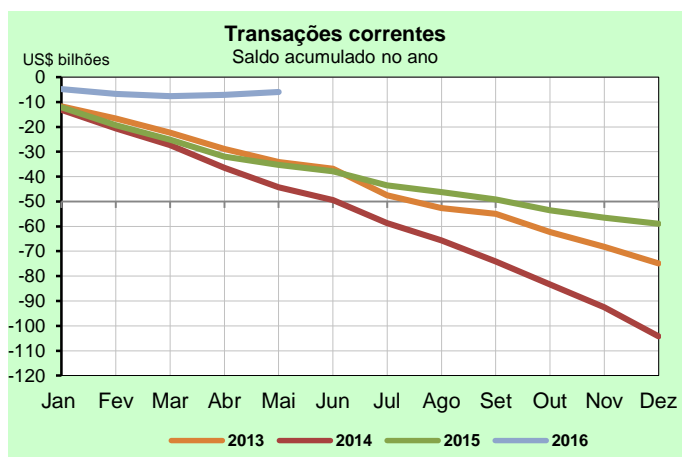
8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$2.356,6 bilhões em abril de 2016 (39,4% do PIB). O aumento de 3,2 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2015 refletiu variações de 4,1 p.p. do PIB no endividamento líquido do Governo Central e de -0,9 p.p. do PIB no dos governos regionais. O crescimento da relação DLSP/PIB repercutiu as contribuições da apreciação cambial de 8,8%, no período (2,3 p.p.); dos juros nominais apropriados (1,8 p.p.); do *superavit* primário (-0,1 p.p.); do ajuste de paridade da dívida externa líquida (-0,4 p.p.); e do crescimento do PIB nominal (-0,5 p.p.). As principais alterações na composição da DLSP ocorreram na parcela credora vinculada ao câmbio (10,7 p.p.), na parcela pré-fixada (-10,5 p.p.) e na parcela vinculada à TJLP (2,5 p.p.). O prazo médio dos títulos federais atingiu 55,6 meses em abril de 2016, elevando-se 2,4 meses em relação a dezembro de 2015. A taxa de juros implícita da DLSP, acumulada em doze meses, atingiu 26,1% em abril de 2016, ante 22,5% em dezembro de 2015, evolução influenciada pelo resultado favorável obtido nas operações de *swap* cambial.



9. O *superavit* da balança comercial somou US\$19,7 bilhões nos cinco primeiros meses de 2016 (*deficit*

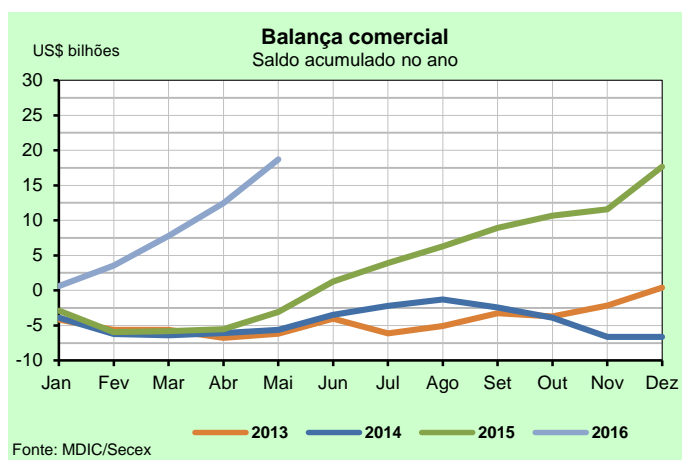
de US\$2,3 bilhões em igual período de 2015). As exportações totalizaram US\$73,5 bilhões e as importações, US\$53,8 bilhões, recuando 1,6% e 30,1%, respectivamente, no período. A corrente de comércio diminuiu 16,1%, para US\$127,4 bilhões. As exportações médias diárias recuaram 2,5%, com reduções nas vendas externas de produtos

básicos (4,1%) e de produtos semimanufaturados (2,6%), e aumento de 0,6% nas de bens manufaturados, que representaram, na ordem, 45,5%, 14,1% e 38,3% das exportações totais no período. A média diária das importações recuou 30,8% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2015. Ocorreram retrações nas compras em todas as categorias de uso: combustíveis e lubrificantes, 48,7%, consistente com a redução nos preços internacionais de petróleo, gás natural e derivados, e com a redução da demanda por combustíveis para geração de energia termoelétrica; bens de consumo duráveis, 47,9%; bens de capital, 29,0%; matérias-primas e bens intermediários, 28,1%; e bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 18,7%. As participações das importações dessas categorias de produtos nas aquisições externas do país atingiram 9,8%, 3,2%, 13,7%, 60,4% e 12,8%, respectivamente, no período. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 1,6% registrado nas exportações nos cinco primeiros meses de 2016, em relação a igual período de 2015, repercutiu variações de 17,1% no *quantum* e de -16,2% nos preços, e a redução de 30,1% observada no valor das importações, recuos de 21,7% no volume adquirido e de 10,8% nos preços.



10. O *deficit* em transações correntes atingiu US\$6,0 bilhões nos cinco primeiros meses de 2016

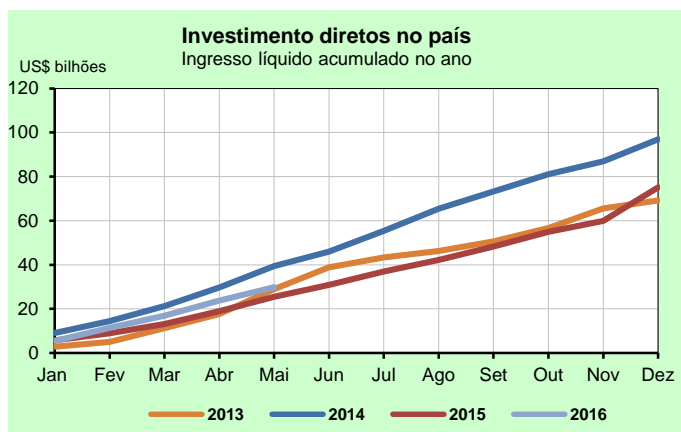
(US\$35,3 bilhões em igual período de 2015). O recuo de 83,1% observado no período repercutiu a reversão registrada no resultado da balança comercial e as reduções nas despesas líquidas de serviços e de rendas. As despesas líquidas de serviços somaram US\$11,2 bilhões, destacando-se que a retração de 34,0% em relação a igual período de



2015 repercutiu, em grande parte, as reduções nos saldos deficitários com viagens internacionais (58,5%) e com transportes (58,9%). As despesas líquidas com aluguel de

equipamentos, após apresentarem trajetória crescente no período recente, recuaram 9,8% no período. As rendas primárias diminuíram 8,8%, para US\$14,7 bilhões: as remessas líquidas com juros recuaram 10,3%, para US\$8,3 bilhões, e as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais aumentaram 15,9%, para US\$1,2 bilhão, no período. As despesas líquidas de lucros e dividendos atingiram US\$6,5 bilhões, ressaltando-se que o decréscimo de 7,3% em relação a igual intervalo de 2015 repercutiu, fundamentalmente, os impactos da depreciação da taxa de câmbio e da retração da atividade econômica doméstica. A renda secundária somou ingressos líquidos de US\$1,2 bilhão nos cinco primeiros meses de 2016. Os ingressos brutos de transferências pessoais, estimulados pela depreciação do real, cresceram 5,3% no período. Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* em transações correntes totalizou US\$29,5 bilhões em maio (1,70% do PIB).

11. No âmbito da conta financeira, as captações líquidas superaram as concessões líquidas em US\$2,3 bilhões nos cinco primeiros meses de 2016 (US\$34,8 bilhões em igual intervalo de 2015), destacando-se o aumento nos ingressos líquidos de investimento direto no país. As concessões líquidas de capital sob a forma de investimentos diretos no exterior atingiram US\$6,0 bilhões (aplicações líquidas de US\$9,8 bilhões nos cinco primeiros meses de 2015), distribuídos em participação no capital, incluídos os lucros reinvestidos (US\$6,3 bilhões) e retorno líquido de empréstimos intercompanhias (US\$294 milhões). Os ingressos líquidos de investimento direto no país somaram US\$29,9 bilhões e os investimentos ativos em carteira no exterior registraram retorno líquido de US\$553 milhões, destacando-se o aumento nas vendas em ações. Os investimentos passivos em carteira apresentaram redução líquida de US\$11,8 bilhões nos cinco primeiros meses de 2016, destacando-se as saídas líquidas em títulos de renda fixa negociados no país (US\$12,5 bilhões) e em títulos de longo prazo negociados no mercado externo (US\$3,7 bilhões). A taxa de rolagem dos títulos de longo prazo negociados no exterior situou-se em 38,0% (52,0% nos cinco primeiros meses de 2015).



12. As reservas internacionais totalizaram, em maio, US\$363,5 bilhões no conceito caixa e US\$374,6 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$7,0 bilhões e US\$5,9 bilhões, em relação a dezembro de 2015). Nos cinco primeiros meses de 2016, a colocação líquida de operações de linhas com recompra exerceu impacto negativo de US\$1,1 bilhão na sua posição. A receita de juros que remuneraram os ativos de reservas somou US\$1,2 bilhão e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$1,8 bilhão e US\$2,0 bilhões. Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$376,2 bilhões ao final de 2016. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$2,8 bilhões.



B. Política Monetária no primeiro trimestre de 2016

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o primeiro trimestre de 2016.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$241,1 bilhões em março, variando -1,3% no mês e de 0,2% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$206 bilhões, oscilando -1,5% no mês e 3,3% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$35,1 bilhões, variando 0,1% no mês e 14,8% 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\$4,3 trilhões em março. O crescimento de 15,2% registrado em doze meses refletiu aumentos de 0,8% na base restrita, de 15,9% no saldo dos títulos públicos federais e de 19,1% nos depósitos compulsórios em espécie.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	279,3	- 327,8	304,4	-3,7
Base restrita ^{3/}	202,3	- 273,8	241,1	0,2
Base ampliada ^{4/}	3.962,9	- 4.652,0	4.265,4	15,2
M4 ^{4/}	4.723,1	- 6.390,1	5.703,7	10,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$304,4 bilhões em março, recuando 1,9% no mês e 3,7% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$172,1 bilhões, com variações respectivas de -1,2% e de 3,7%, e os depósitos à vista situaram-se em R\$132,3 bilhões, recuando 2,8% no mês e 11,9% em doze meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$5,7 trilhões em março, elevando-se 1,5% no mês e 10,9% em doze meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$24,9 bilhões no primeiro trimestre de 2016, resultante de colocações líquidas de R\$5,3 bilhões no mercado primário, de resgates líquidos de R\$ 340 milhões no extramercado, e de compra líquida de títulos de R\$29,9 bilhões no mercado secundário.

19. Nas reuniões realizadas em janeiro e em março de 2016, o Copom, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, considerou que remanesciam incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, ao comportamento da inflação corrente e das expectativas de inflação. Adicionalmente, foi avaliado que mantinham-se as incertezas em relação ao cenário externo, com destaque para a preocupação com o desempenho da economia chinesa e seus desdobramentos e com a evolução de preços no mercado de petróleo. Nesse cenário, parte de seus membros argumentou que seria oportuno ajustar, de imediato, as condições monetárias, de modo a reduzir os riscos de não cumprimento dos objetivos do regime de metas para a inflação, reforçar o processo de ancoragem das expectativas inflacionárias e contribuir para deter a alta das projeções de inflação. No entanto, nas duas reuniões, a maioria dos membros do Copom considerou que as incertezas domésticas e, principalmente, externas, justificam continuar monitorando a evolução do cenário macroeconômico para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária. Para estes membros, faz-se necessário continuar acompanhando o desenvolvimento nos ambientes doméstico e externo e seus impactos sobre o balanço de riscos para a inflação, o que, combinado com os ajustes já

implementados na política monetária, pode fortalecer o cenário de convergência da inflação para a meta de 4,5%, em 2017. O Copom, então, decidiu, nas duas reuniões, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés.

C. Política Monetária no bimestre abril-maio de 2016

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$238,4 bilhões em maio, elevando-se 0,4% no mês e 2,7% em doze meses. As reservas bancárias somaram R\$34,5 bilhões, variando 5,4% e -3,8%, respectivamente, e o saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$203,9 bilhões, recuando 0,4% no mês e aumentando 3,9% em doze meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$4,3 trilhões em maio, com aumentos de 1,5% no mês e de 15,2% em doze meses. O resultado anual refletiu elevações de 0,2% na base restrita, de 15,9% no saldo de títulos públicos federais e de 20,1% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, totalizaram R\$302,7 bilhões em maio, com recuos de 0,2% no mês e de 1,2% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$170,8 bilhões, variando -0,2% no mês e 4,8% em doze meses, e os depósitos à vista totalizaram R\$131,9 bilhões, com retrações respectivas de 0,2% e de 8,0%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$5,8 trilhões em maio, aumentando 0,8% no mês e 11,2% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2016 e ocorridos em abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	277,8 - 326,1	-0,8	302,7	-1,2
Base restrita ^{3/}	203,9 - 275,9	2,9	238,4	2,7
Base ampliada ^{4/}	4.189,8 - 4.918,4	19,8	4.331,7	15,2
M4 ^{4/}	4.983,7 - 6.742,7	11,1	5.836,6	11,2

^{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 retração monetária de R\$19,6 bilhões no bimestre encerrado em maio. Ocorreram resgates líquidos de R\$66,6 bilhões

no mercado primário e de R\$ 129 milhões no extramercado, e venda líquida de títulos de R\$ 86,3 bilhões no mercado secundário.

25. O Copom considerou, nas reuniões de abril e junho, que o ainda elevado patamar da inflação em doze meses refletia os processos de ajustes de preços relativos ocorridos em 2015, bem como o processo de recomposição de receitas tributárias observado nos níveis federal e estadual, no início deste ano, além dos choques temporários de oferta no segmento de alimentação, que fazem com que a inflação mostre resistência. Ao tempo em que reconheceu que esses processos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirmou sua visão de que a política monetária pode, deve e está contendo os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. O Comitê reconheceu os avanços na política de combate à inflação, em especial a contenção dos efeitos de segunda ordem dos ajustes de preços relativos. No entanto, considerou que o nível elevado da inflação em doze meses e as expectativas de inflação distantes dos objetivos do regime de metas não oferecem espaço para flexibilização da política monetária. Dessa forma, o Copom decidiu, por unanimidade, nas duas reuniões, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés.

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.)^{1/}
27.01.2010	-	8,75
17.03.2010	-	8,75
28.04.2010	-	9,50
9.06.2010	-	10,25
21.07.2010	-	10,75
1.09.2010	-	10,75
8.12.2010	-	10,75
19.1.2011	-	11,25
2.3.2011	-	11,75
20.4.2011	-	12,00
8.6.2011	-	12,25
20.7.2011	-	12,50
31.8.2011	-	12,00
19.10.2011	-	11,50
30.11.2011	-	11,00
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

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 2016

26. A intensidade da recuperação da atividade global seguiu condicionada, nos primeiros meses de 2016, pelo cenário de incertezas em relação ao ritmo de crescimento de importantes áreas econômicas, em especial Área do Euro, Japão e China. Nos EUA, após registrar resultados favoráveis no decorrer do primeiro trimestre do ano, os indicadores de emprego arrefeceram nos meses seguintes, aumentando as incertezas em relação à retomada do ciclo de alta da taxa básica de juros.

27. Na China, a adoção de medidas governamentais destinadas a favorecer o desempenho da economia local contribuiu para a redução da volatilidade nos mercados acionários e para o aumento nas cotações das *commodities*, em especial metálicas. Nesse contexto, em que o risco soberano de mercados emergentes recuou e o dólar registrou depreciação em relação às moedas de países exportadores de matérias-primas, a recuperação nos preços do petróleo e a redução dos receios em relação ao setor bancário, em especial na Europa, contribuíram para a diminuição da aversão ao risco nos mercados financeiros.

28. Em sentido oposto, ressalte-se que fatores geopolíticos, a exemplo das eleições nos EUA e, mais recentemente, da decisão do Reino Unido em relação à União Europeia (Brexit), aumentaram as incertezas em relação ao cenário econômico e financeiro global, com desdobramentos sobre a volatilidade nos mercados financeiros.

29. No Brasil, o PIB recuou no primeiro trimestre de 2016, ratificando trajetória de retração da atividade que persiste desde o início de 2015. O ciclo contracionista repercutiu os impactos do ajuste macroeconômico em curso no país sobre os mercados de trabalho e de crédito; e do patamar reduzido das expectativas dos agentes econômicos sobre decisões de consumo e investimento. Esse ambiente foi intensificado pelo cenário de incertezas derivadas de eventos não econômicos.

30. Prospectivamente, devem ser consideradas expectativas de retomada gradual da atividade, em ambiente de recuperação dos indicadores de confiança e de estabilização, na margem, de indicadores de produção, notadamente no setor industrial. No médio prazo, a consolidação dos ajustes macroeconômicos e a redução de impactos negativos de eventos não econômicos sobre a atividade, tendem a traduzir-se em alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade.

31. As operações de crédito permaneceram em desaceleração no trimestre encerrado em maio, evolução compatível com o cenário de retração da atividade econômica, elevação do custo médio das contratações, aumento da inadimplência e patamar reduzido dos indicadores de confiança dos agentes econômicos.

32. No âmbito da política fiscal, a alteração aprovada na LDO de 2016 considerou, entre outros fatores, parâmetros macroeconômicos semelhantes aos de mercado e, em especial, o impacto da retração da atividade econômica sobre a arrecadação.

Nesse contexto, a reversão do *deficit* fiscal, no médio prazo, está condicionada tanto pela adoção de medidas de ajuste que contribuam para o reequilíbrio entre receitas e despesas, quanto pelos impactos da recuperação da confiança dos agentes econômicos sobre a trajetória da atividade econômica.

33. Relativamente ao setor externo, as trajetórias favoráveis da balança comercial e das despesas líquidas de serviços e de rendas implicaram redução expressiva do *deficit* nas transações correntes – de 4,42% do PIB em maio de 2015, para 1,70% do PIB em maio 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.

34. Os ingressos líquidos de investimentos diretos no país, mesmo em cenário de redução no resultado da conta financeira, persistiram em patamar confortável para o financiamento do *deficit* em transações correntes. Ressalte-se adicionalmente que, em maio, o estoque de reservas internacionais, no conceito de liquidez, representou 30 meses de importações de bens e 3,4 vezes o valor das amortizações da dívida externa vincendas nos próximos doze meses.

35. Nesse contexto, a inflação ao consumidor desacelerou no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, trajetória influenciada pelo arrefecimento da pressão dos preços de produtos *in natura*, pela dissipação dos efeitos de reajustes de mensalidades escolares e de tarifas de ônibus urbano, e pela diminuição nos preços de combustíveis e das tarifas de energia elétrica. As taxas de inflação ao consumidor acumuladas em doze meses registraram importante redução no trimestre, evolução relacionada, em especial, ao recuo da inflação dos preços monitorados e dos serviços.

36. Ressalte-se que a alta recém observada nos preços de grãos (soja e milho) em nível de produtor, refletindo, sobretudo, condições climáticas adversas em abril e maio, constituiu vetor de risco para os preços futuros da cadeia de proteína animal, com eventuais desdobramentos negativos sobre a evolução dos preços de alimentação.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o terceiro trimestre e para o ano de 2016.

37. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre de 2016 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 terceiro trimestre e para ano de 2016^{1/}

Discriminação	Terceiro Trimestre			Ano				
	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}		
M1 ^{3/}	279,0	-	327,5	1,9	304,4	-	357,3	-0,4
Base restrita ^{3/}	204,6	-	276,8	4,2	223,2	-	302,0	2,4
Base ampliada ^{4/}	4.155,1	-	4.877,7	12,4	4.236,0	-	4.972,7	10,1
M4 ^{4/}	5.166,5	-	6.990,0	14,3	5.322,3	-	7.200,7	12,7

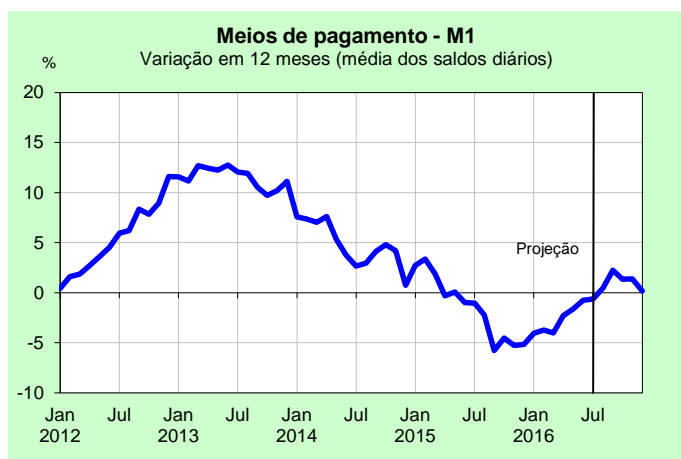
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

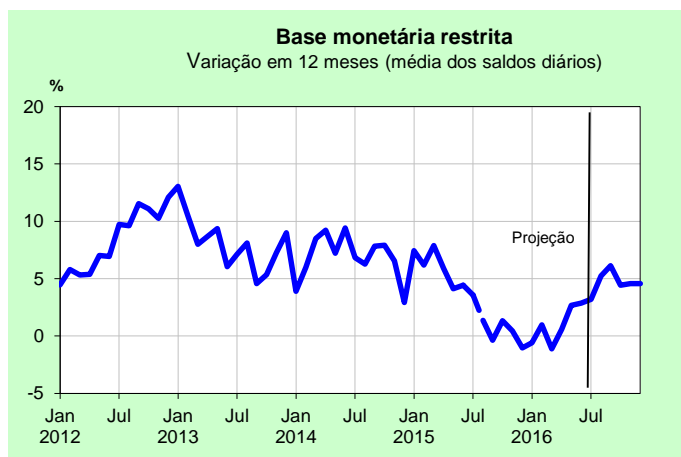
4/ Saldos em fim de período.

38. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes. Considerando-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 1,9% para o terceiro trimestre e em -0,4% para dezembro de 2016.

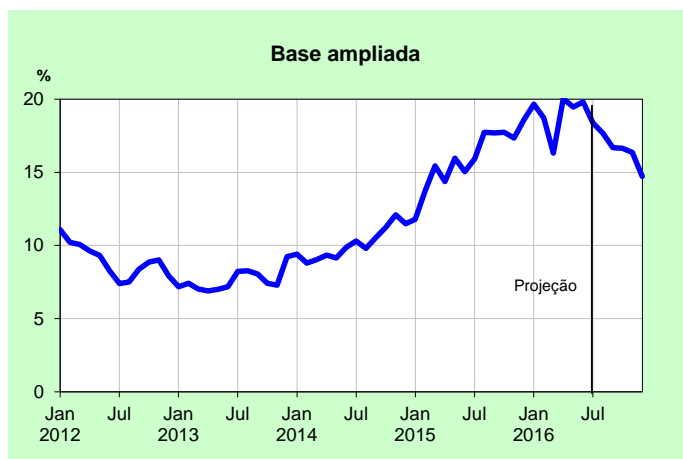


39. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial, a trajetória esperada para a taxa Selic e considerando o crescimento esperado para o produto.

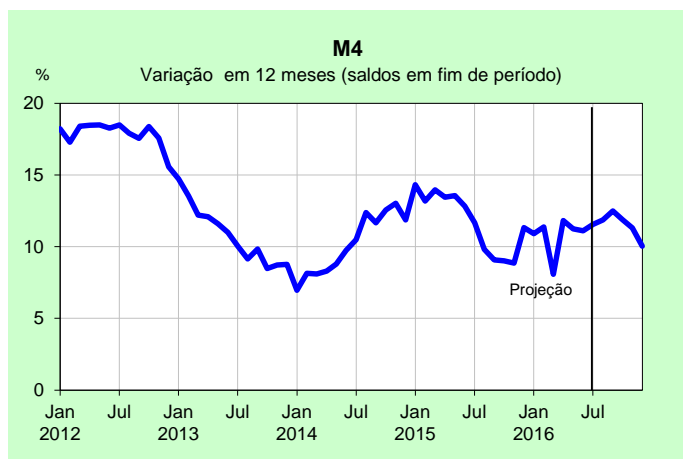
40. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 4,2% em doze meses para o saldo médio da base monetária em setembro e em 2,4% em dezembro de 2016.



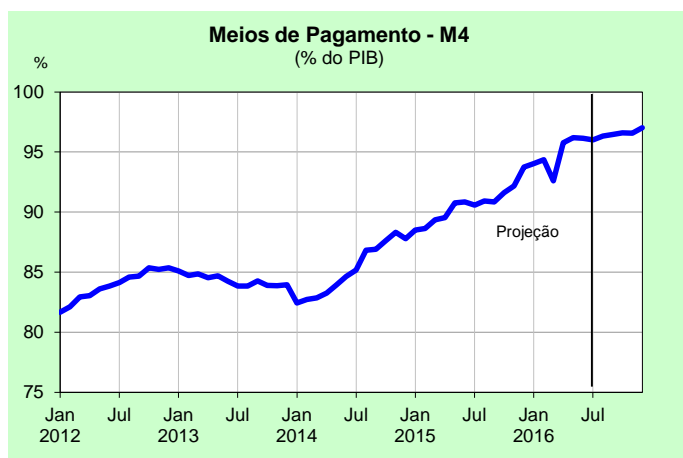
41. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 12,4% e de 10,1%, respectivamente, para o terceiro e quarto trimestres de 2016.



42. Para os meios de pagamento ampliados, as previsões estão baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que correspondem às operações de crédito do sistema financeiro, aos financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e às entradas líquidas de poupança financeira externa. Em decorrência, o crescimento em doze meses esperado para o M4 corresponde a 14,3% e a 12,7% em setembro e em dezembro de 2016, na ordem.



43. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do segundo trimestre de 2016, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis em doze meses.



44. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre abril/maio de 2016, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre e para o final de 2016.

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

Discriminação	2016		2016 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro 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/}	302,7	-1,2	303,3	1,9	330,9	-0,4
Base restrita ^{4/}	238,4	2,7	240,7	4,2	262,6	2,4
Base ampliada ^{5/}	4.331,7	15,2	4.516,4	12,4	4.604,4	10,1
M4 ^{5/}	5.836,6	11,2	6.078,3	14,3	6.261,5	12,7

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2016		2016 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,270	-3,8	1,260	-2,3	1,260	-2,8
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,262	4,6	0,250	-2,6	0,250	6,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,564	6,1	0,574	4,8	0,574	3,5
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,361	-2,5	1,365	3,2	1,385	4,3

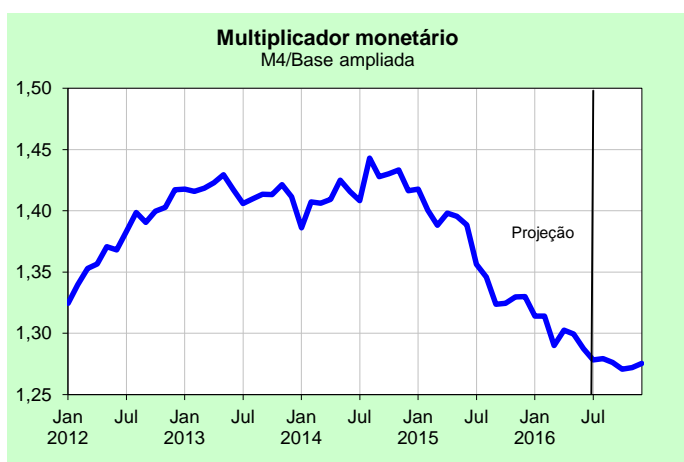
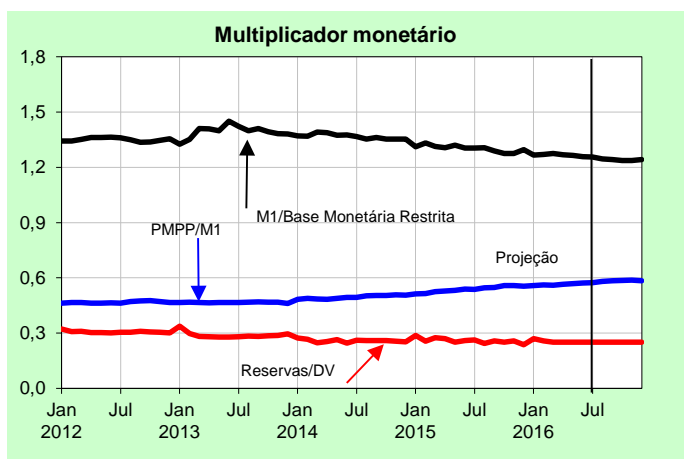
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

46. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do segundo trimestre e do ano de 2016.



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido		
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses ^{2/}		
M1 ^{3/}	279,3	- 327,8	-4,0	304,4	-3,7
Base restrita ^{3/}	202,3	- 273,8	-1,1	241,1	0,2
Base ampliada ^{4/}	3.962,9	- 4.652,0	16,3	4.265,4	15,2
M4 ^{4/}	4.723,1	- 6.390,1	8,1	5.703,7	10,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2016 e ocorridos em abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido		
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses ^{2/}		
M1 ^{3/}	277,8	- 326,1	-0,8	302,7	-1,2
Base restrita ^{3/}	203,9	- 275,9	2,9	238,4	2,7
Base ampliada ^{4/}	4.189,8	- 4.918,4	19,8	4.331,7	15,2
M4 ^{4/}	4.983,7	- 6.742,7	11,1	5.836,6	11,2

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 terceiro trimestre e para ano de 2016^{1/}

Discriminação	Terceiro Trimestre			Ano		
	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	279,0	- 327,5	1,9	304,4	- 357,3	-0,4
Base restrita ^{3/}	204,6	- 276,8	4,2	223,2	- 302,0	2,4
Base ampliada ^{4/}	4.155,1	- 4.877,7	12,4	4.236,0	- 4.972,7	10,1
M4 ^{4/}	5.166,5	- 6.990,0	14,3	5.322,3	- 7.200,7	12,7

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		2016 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro 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/}	302,7	-1,2	303,3	1,9	330,9	-0,4
Base restrita ^{4/}	238,4	2,7	240,7	4,2	262,6	2,4
Base ampliada ^{5/}	4.331,7	15,2	4.516,4	12,4	4.604,4	10,1
M4 ^{5/}	5.836,6	11,2	6.078,3	14,3	6.261,5	12,7

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		2016 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,270	-3,8	1,260	-2,3	1,260	-2,8
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,262	4,6	0,250	-2,6	0,250	6,0
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,564	6,1	0,574	4,8	0,574	3,5
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,361	-2,5	1,365	3,2	1,385	4,3

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.