

Diretoria Colegiada  
Departamento Econômico – DEPEC

# Programação Monetária

2017

Junho – 2017

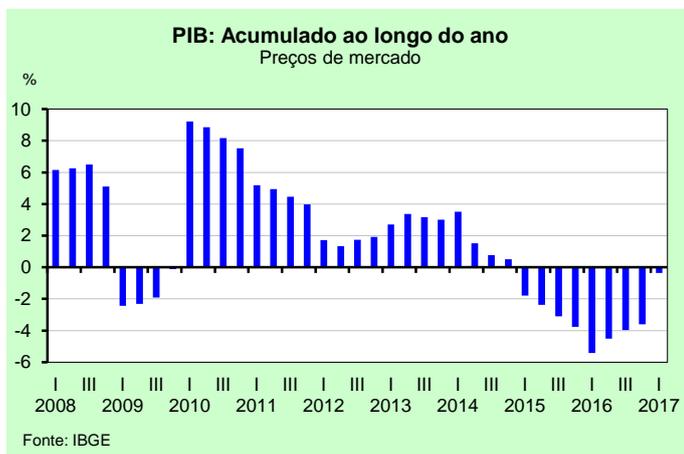


**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

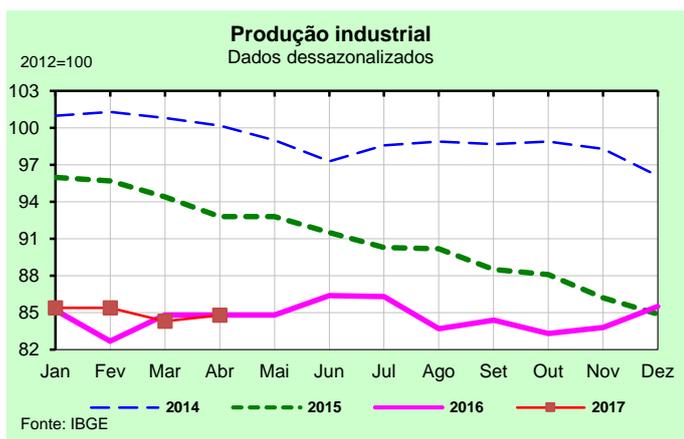
# Programação Monetária para o terceiro trimestre e para o ano de 2017

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

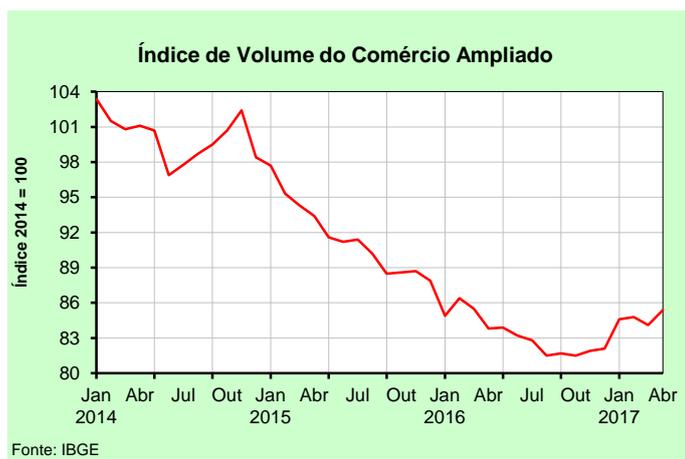
1. O PIB cresceu 1,0% no primeiro trimestre de 2017, em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. O aumento repercutiu, sob a ótica da oferta, crescimento respectivos de 13,4% e 0,9% na agropecuária e na indústria, e estabilidade no segmento de serviços. Em relação aos componentes da demanda, o consumo das famílias permaneceu em patamar historicamente reduzido e a formação bruta de capital fixo (FBCF) experimentou retração adicional, contrastando com a contribuição positiva do setor externo, favorecida pelas exportações da safra de grãos e de petróleo. Nesse contexto, ocorreram recuos de 0,1% no consumo das famílias (nona retração consecutiva nessa base de comparação) e de 1,6% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), e elevações de 4,8% nas exportações e de 1,8% nas importações.



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

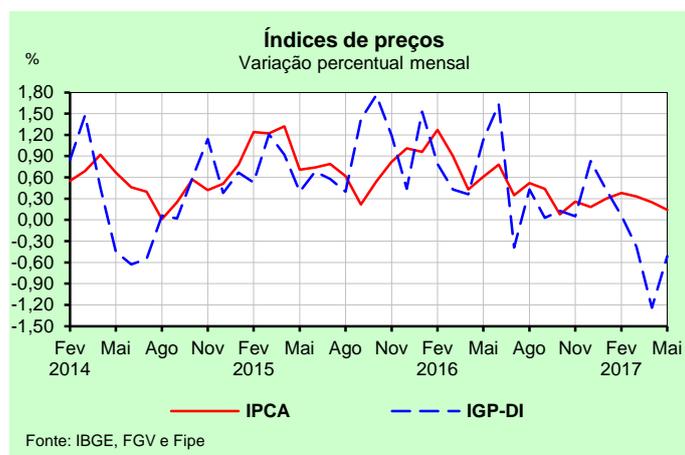


3. As vendas do comércio ampliado aumentaram 2,3% no trimestre finalizado em maio, em relação ao terminado em fevereiro, quando haviam variado 1,6%, neste tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Houve elevações nas vendas em sete dos dez segmentos pesquisados, destacando-se os registrados em



tecidos, vestuário e calçados (11,0%), móveis e eletrodomésticos (6,3%) e livros, jornais, revistas e papelaria (4,4%). As vendas do comércio varejista, excluídos os crescimentos nos segmentos veículos e motos, partes e peças (0,9%) e material de construção (1,1%), aumentaram 2,0% no trimestre, destacando-se as elevações no Sul (7,6%) e no Norte (3,1%).

4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 0,70% no trimestre encerrado em maio (1,01%, no terminado em fevereiro), resultado de desaceleração dos preços livres (de 0,90% para 0,47%) e aceleração dos monitorados (de 1,37% para 1,44%). Apesar da aceleração dos preços de alimentos consumidos no domicílio (de -0,63% para 0,43%), a trajetória dos preços



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

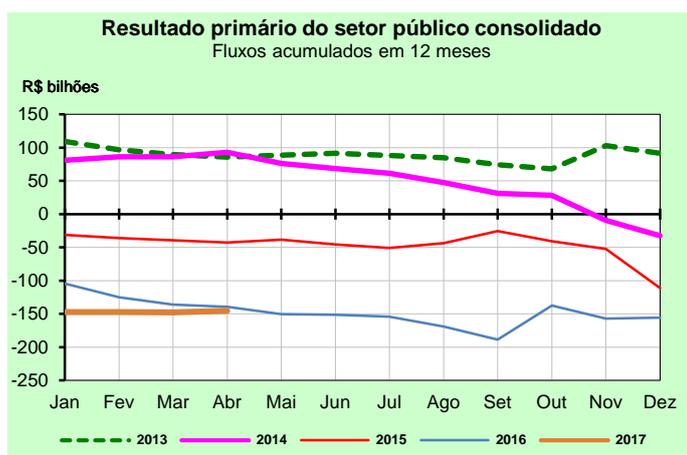
fevereiro. Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI variou 1,07% em maio (5,26% em fevereiro e 11,26% em maio de 2016).

5. A taxa de desemprego, divulgada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, que abrange os setores formal e informal da economia, atingiu 13,6% no trimestre encerrado em abril de 2017, ante 12,6% no terminado em janeiro e 11,2% em igual período de 2016. O rendimento médio habitual de todos os trabalhos registrou, no trimestre, crescimentos reais respectivos de 0,6% e 2,7% em



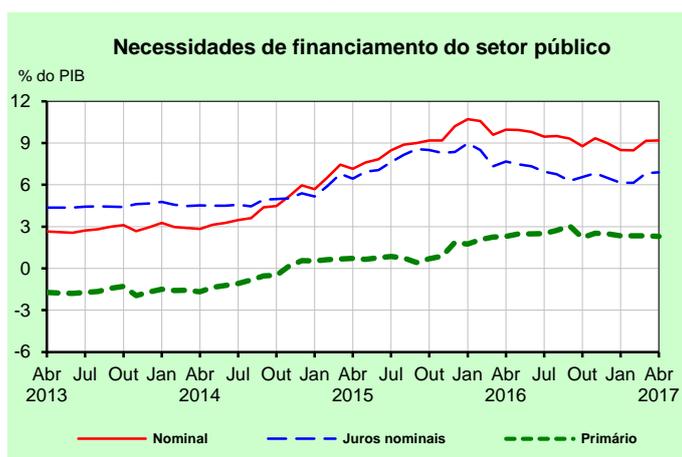
relação aos trimestres encerrados em janeiro de 2017 e em abril de 2016. A massa salarial real habitual de todos os trabalhos variou, na ordem, -0,1% e 1,1%, nas mesmas bases de comparação. A economia do país criou 31,8 mil postos de trabalhos formais no trimestre encerrado em abril de 2017 (corte de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

6. O setor público consolidado registrou *superavit* primário de R\$15,1 bilhões no primeiro quadrimestre de 2017, ante *superavit* de R\$4,4 bilhões no mesmo período de 2016. O Governo Central e as empresas estatais registraram *deficit* respectivos de R\$2,7 bilhões e R\$46 milhões, no período, e os governos regionais, *superavit* de R\$17,9 bilhões. As receitas do Tesouro Nacional elevaram-se 2,7% em relação ao primeiro

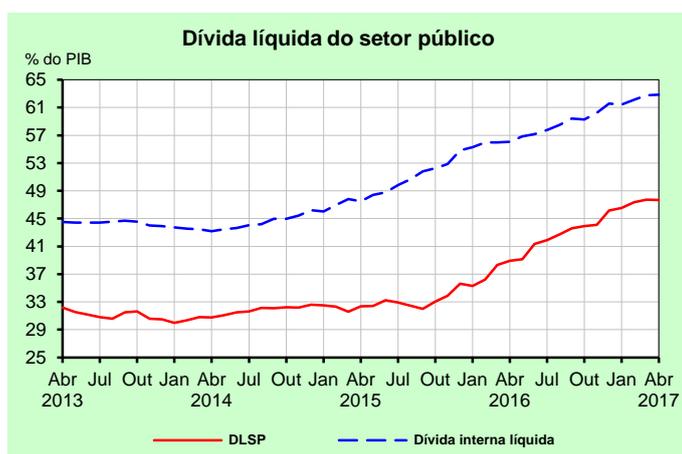


quadrimestre de 2016, e as despesas - influenciadas pelo processo de organização das contas públicas realizado em 2016, que resultou em menor pressão fiscal para 2017 - aumentaram 0,3%. A arrecadação líquida da Previdência Social elevou-se 1,2% no mesmo período, e as despesas com benefícios, refletindo o impacto da elevação do salário mínimo, 10,5%.

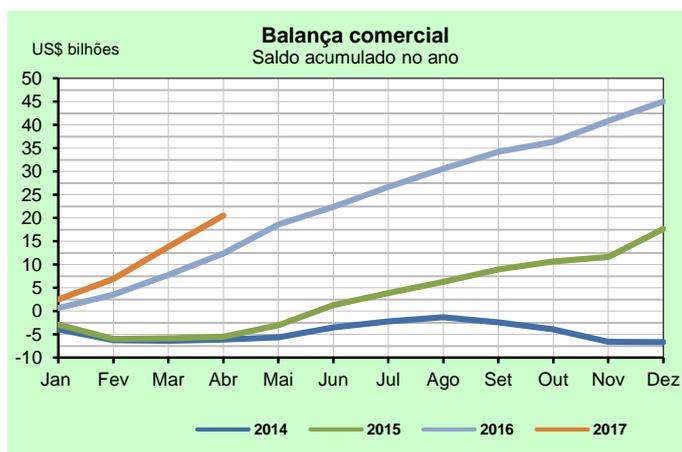
7. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$138,8 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, ante R\$108,7 bilhões no mesmo período de 2016, retração associada, em grande parte, ao resultado menos favorável das operações de *swap* cambial – ganhos respectivos de R\$5,4 bilhões e de R\$50 bilhões nos períodos mencionados. O resultado nominal registrou *deficit* de R\$123,7 milhões no período (*deficit* de R\$104,3 bilhões no primeiro quadrimestre de 2016). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* nominal atingiu 9,18% do PIB em abril.



8. A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$3,1 trilhões em abril (49,2% do PIB), elevando-se 2,5 p.p. do PIB em relação a janeiro e 5,1 p.p. do PIB em doze meses. A evolução trimestral resultou de emissões líquidas realizadas no mercado primário (R\$29 bilhões), da incorporação de juros nominais (R\$107,2 bilhões) e do impacto da valorização cambial de 1,9% no período (-R\$0,3 bilhão). As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos pré-fixados e indexados à taxa Selic aumentaram 1,2 p.p. e 0,9 p.p., respectivamente, em abril, em relação a janeiro, enquanto a representatividade das operações de mercado aberto recuou 2,0 p.p.



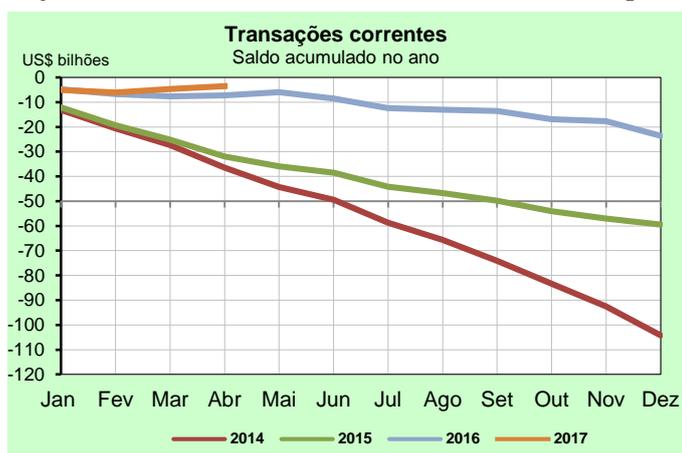
9. A balança comercial registrou *superavit* de US\$20,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2017, ante US\$12,4 bilhões em igual período de 2016. As exportações totalizaram US\$68,0 bilhões; as importações, US\$47,4 bilhões; e a corrente de comércio, US\$115,4 bilhões. A média diária das exportações aumentou 21,8% no período, com expansões nas vendas em todas



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

10. O *deficit* em transações correntes totalizou US\$3,5 bilhões nos quatro primeiros meses de 2017

(US\$7,2 bilhões em igual período de 2016). As despesas líquidas de serviços somaram US\$9,9 bilhões, ressaltando-se que o aumento de 13,2% em relação a igual intervalo de 2016 repercutiu, especialmente, as elevações nos *deficits* das contas transportes (31,2%) e viagens internacionais (104,6%). Os gastos de brasileiros em viagens



internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram, na ordem, US\$5,8 bilhões e US\$2,3 bilhões, variando 43,3% e -2,5%, respectivamente, no período, enquanto os gastos com aluguel de equipamentos diminuíram 10,9%. As remessas líquidas com juros atingiram US\$8,8 bilhões, elevando-se 22,5% no período. Os pagamentos de juros ao exterior aumentaram 22,6%, para US\$10,5 bilhões, e as receitas de juros, 23,1%, para US\$1,8 bilhão. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais aumentaram 17,4%. A renda secundária líquida totalizou US\$653 milhões no primeiro quadrimestre de 2017, redução de 33,8% em relação a igual intervalo de 2016. Os ingressos líquidos de transferências pessoais, evidenciando a gradual recuperação da economia doméstica e o cenário de crescimento moderado das economias dos principais países de destinos de emigrantes brasileiros, reduziram 79,6% no período. Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* em transações correntes totalizou US\$19,8 bilhões em abril (1,06% do PIB).

**11.** A conta financeira registrou captações líquidas de US\$1,2 bilhão no primeiro quadrimestre de 2017 (US\$4,8 bilhões em igual período de 2016). As concessões líquidas de capital sob a forma de investimentos diretos no exterior atingiram US\$774 milhões (US\$2,7 bilhões no mesmo intervalo de 2016). As captações líquidas de investimento direto no país somaram US\$29,5 bilhões no período, dos quais US\$22,1 bilhões referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$7,4 bilhões a operações intercompanhias. O ingresso de investimento direto no país acumulado em doze meses atingiu US\$84,7 bilhões em abril (4,50% do PIB). Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram aumento líquido de US\$3,2 bilhões. As entradas líquidas de investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$811 milhões (saídas líquidas de US\$5,0 bilhões no primeiro quadrimestre de 2016), com ênfase nos ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país, US\$3,2 bilhões (saídas líquidas de US\$7,2 bilhões no mesmo intervalo de 2016).



**12.** Ao final de abril, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$374,9 bilhões no conceito caixa e US\$376,3 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$4,8 bilhões e US\$984 milhões em relação a março de 2017). No período, a liquidação de operações de linhas com recompra proporcionou elevação de US\$3,9 bilhões no estoque de reservas internacionais no conceito caixa. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$300 milhões e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$334 milhões e US\$84 milhões. Incorporados os impactos de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$378,5 bilhões ao final de 2017. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3,3 bilhões.



## B. Política Monetária no primeiro trimestre de 2017

13. Os saldos da base monetária restrita, base monetária ampliada e dos meios de pagamentos, nos conceitos M1 e M4, situaram-se nos intervalos estabelecidos pela Programação Monetária para o primeiro trimestre de 2017.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$248 bilhões em março, com variações de -1,4% no mês e de 2,9% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$212,5 bilhões, variando -1,4% e 3,2%, respectivamente, nos períodos mencionados. As reservas bancárias somaram R\$35,5 bilhões, com decréscimo de 1,3% no mês e elevação de 1,1% em doze meses.

15. O saldo da base monetária ampliada, que inclui a base restrita, os depósitos compulsórios e os títulos públicos federais fora da carteira do Banco Central, cresceu 13,8% no período de doze meses encerrado em março, situando-se em R\$4,8 trilhões. Esta variação refletiu aumentos de 0,4% na base restrita, de 14,6% no saldo dos títulos públicos federais e de 14,8% nos depósitos compulsórios em espécie.

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2017<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	292,4 - 343,2	4,4	311,2	2,2
Base restrita <sup>3/</sup>	212,0 - 286,8	3,4	248,0	2,9
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.310,5 - 5.060,2	9,8	4.794,2	13,8
M4 <sup>4/</sup>	5.266,8 - 7.125,7	8,3	6.242,7	9,2

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\$311,2 bilhões em março, com variações de -1,4% no mês e de 2,2% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$177,2 bilhões, com variações respectivas de -1,8% e 2,9%, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$134 bilhões, recuando 0,9% no mês e elevando-se 1,3% em doze meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$6,2 trilhões em março, aumentando 1,2% no mês e 9,2% em doze meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$47,4 bilhões no primeiro trimestre de 2017, resultante de colocações líquidas de R\$37,5

bilhões no mercado primário e de R\$ 349 milhões no extramercado, e de venda líquida de títulos de R\$9,9 bilhões no mercado secundário.

**19.** O Copom, considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros para 13,00% a.a., sem viés, na reunião de janeiro. O Comitê entendeu, ainda, que a convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2017 e, com peso gradualmente crescente, de 2018, era compatível com intensificação da flexibilização monetária em curso. Na reunião de fevereiro, todos os membros do Copom concordaram que a evolução da conjuntura desde a reunião de janeiro era compatível com a redução da taxa Selic para 12,25% a.a., sem viés, ressaltando que a convergência da inflação para a meta é compatível com o processo de flexibilização monetária.

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

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

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

**22.** Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$312,5 bilhões em maio, recuando 0,6% no mês e aumentando 3,2% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$177,6 bilhões, registrando variações respectivas de -0,4% e 4,0%, nas mesmas bases de comparação. Os depósitos à vista totalizaram R\$134,9 bilhões, com variações respectivas de -1,0% e 2,2%, nas mesmas bases de comparação.

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

**Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2017 e ocorridos em abril/maio<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 <sup>3/</sup>	290,5	- 341,1	5,6	312,5	3,2
Base restrita <sup>3/</sup>	210,3	- 284,6	4,6	248,1	4,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.525,3	- 5.312,3	13,0	4.893,9	13,4
M4 <sup>4/</sup>	5.535,2	- 7.488,8	11,6	6.346,9	9,8

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

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

Reunião do Copom	Aplicação do viés	Meta para a taxa Selic (% a.a.) <sup>1/</sup>
18.1.2012	-	10,50
7.3.2012	-	9,75
18.4.2012	-	9,00
30.5.2012	-	8,50
11.7.2012	-	8,00
29.8.2012	-	7,50
10.10.2012	-	7,25
28.11.2012	-	7,25
16.01.2013	-	7,25
06.03.2013	-	7,25
17.04.2013	-	7,50
29.05.2013	-	8,00
10.07.2013	-	8,50
28.08.2013	-	9,00
09.10.2013	-	9,50
27.11.2013	-	10,00
15.1.2014	-	10,50
26.2.2014	-	10,75
2.4.2014	-	11,00
28.5.2014	-	11,00
16.7.2014	-	11,00
3.9.2014	-	11,00
29.10.2014	-	11,25
3.12.2014	-	11,75
21.1.2015	-	12,25
4.3.2015	-	12,75
29.4.2015	-	13,25
3.6.2015	-	13,75
29.7.2015	-	14,25
2.9.2015	-	14,25
21.10.2015	-	14,25
25.11.2015	-	14,25
20.1.2016	-	14,25
2.3.2016	-	14,25
27.4.2016	-	14,25
8.6.2016	-	14,25
20.7.2016	-	14,25
31.8.2016	-	14,25
19.10.2016	-	14,00
30.11.2016	-	13,75
11.1.2017	-	13,00
22.2.2017	-	12,25
12.4.2017	-	11,25
31.5.2017	-	10,25

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

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

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

27. A economia permanece operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego. O mercado de trabalho, mesmo registrando alguma recuperação nos últimos meses, segue contribuindo para o reduzido dinamismo dos gastos com consumo.

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

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

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

30. A programação dos agregados monetários para o terceiro trimestre de 2017 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e de câmbio, e de outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

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

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

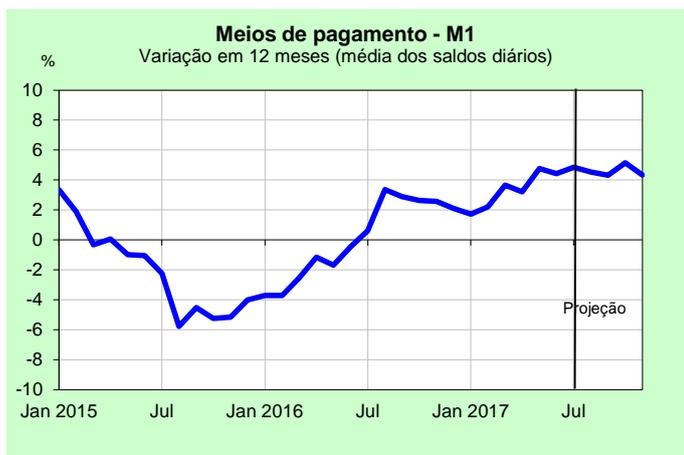
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

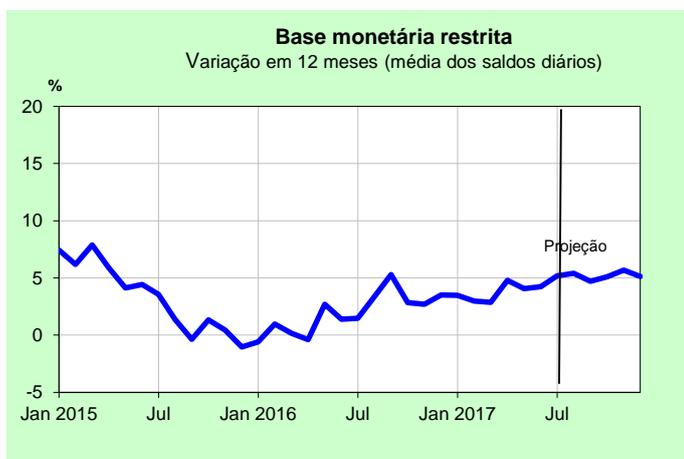
4/ Saldo em fim de período.

**31.** As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se o crescimento 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 4,5% para o terceiro trimestre e em 4,3% para dezembro de 2017.

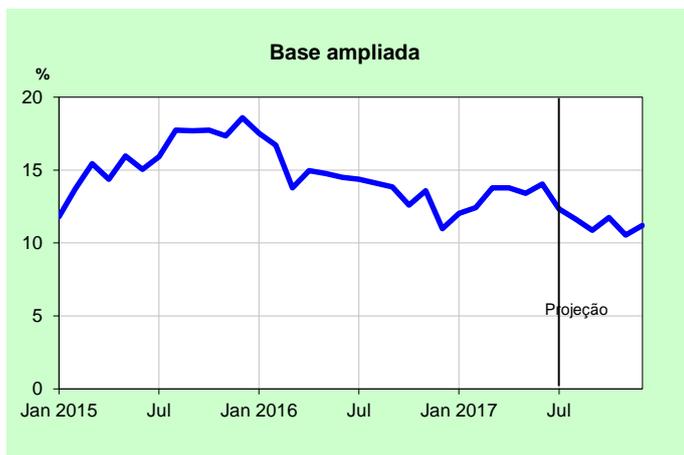


**32.** Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial, a trajetória esperada para a taxa Selic e considerando o crescimento esperado para o produto.

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

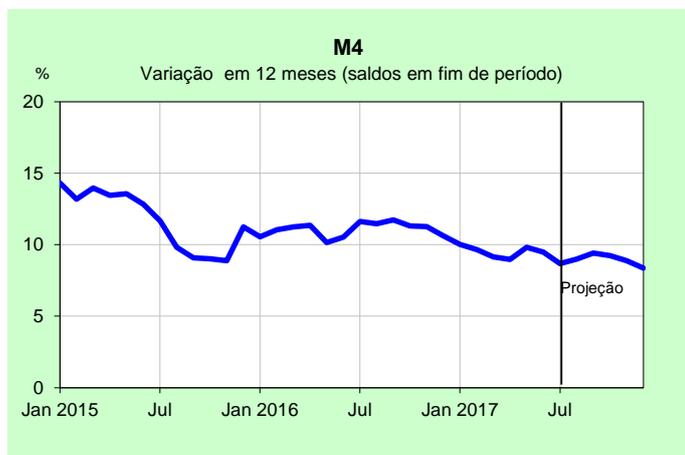


**34.** As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida

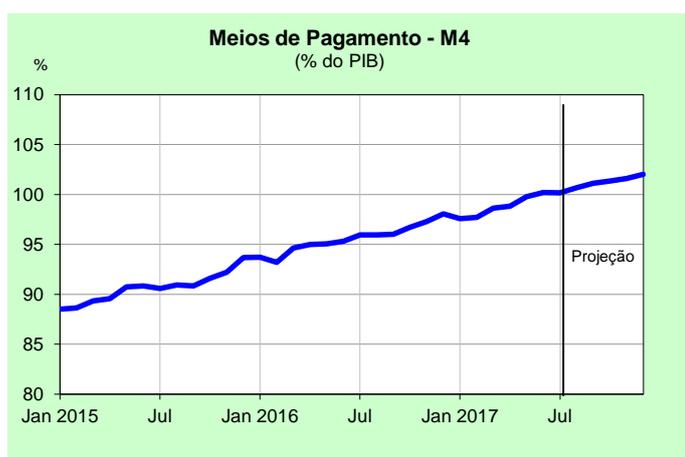


mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 10,9% e de 11,2%, respectivamente, no terceiro e quarto trimestres de 2017.

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



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



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

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

Discriminação	2017		2017 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	312,5	3,2	321,7	4,5	355,7	4,3
Base restrita <sup>4/</sup>	248,1	4,1	254,7	4,7	279,0	5,1
Base ampliada <sup>5/</sup>	4.893,9	13,4	5.072,8	10,9	5.159,5	11,2
M4 <sup>5/</sup>	6.346,9	9,8	6.503,6	9,4	6.658,3	8,4

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

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

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

Discriminação	2017		2017 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio <sup>1/</sup>		Terceiro Trimestre		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,260	-0,8	1,263	-0,2	1,275	-0,7
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,260	-0,5	0,250	-1,6	0,250	-0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,568	0,7	0,571	0,2	0,563	0,5
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,297	-3,2	1,282	-1,3	1,291	-2,6

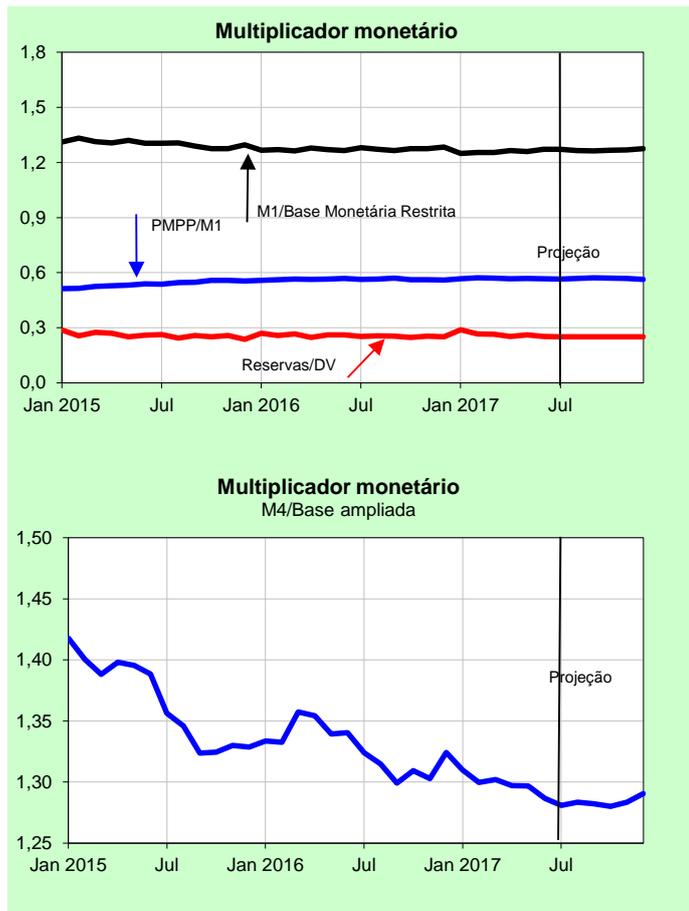
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

39. 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 2017.



## Resumo das projeções

**Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no primeiro trimestre de 2017<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido		
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>		
M1 <sup>3/</sup>	292,4	- 343,2	4,4	311,2	2,2
Base restrita <sup>3/</sup>	212,0	- 286,8	3,4	248,0	2,9
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.310,5	- 5.060,2	9,8	4.794,2	13,8
M4 <sup>4/</sup>	5.266,8	- 7.125,7	8,3	6.242,7	9,2

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 2017 e ocorridos em abril/maio<sup>1/</sup>**

Discriminação	Previsto		Ocorrido		
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses <sup>2/</sup>		
M1 <sup>3/</sup>	290,5	- 341,1	5,6	312,5	3,2
Base restrita <sup>3/</sup>	210,3	- 284,6	4,6	248,1	4,1
Base ampliada <sup>4/</sup>	4.525,3	- 5.312,3	13,0	4.893,9	13,4
M4 <sup>4/</sup>	5.535,2	- 7.488,8	11,6	6.346,9	9,8

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 2017<sup>1/</sup>**

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

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<sup>1/</sup>

Discriminação	2017		2017 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre <sup>3/</sup>		Ano <sup>3/</sup>	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões <sup>3/</sup>	Var. % em 12 meses
M1 <sup>4/</sup>	312,5	3,2	321,7	4,5	355,7	4,3
Base restrita <sup>4/</sup>	248,1	4,1	254,7	4,7	279,0	5,1
Base ampliada <sup>5/</sup>	4.893,9	13,4	5.072,8	10,9	5.159,5	11,2
M4 <sup>5/</sup>	6.346,9	9,8	6.503,6	9,4	6.658,3	8,4

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

5/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	2017		2017 <sup>2/</sup>			
	Abril - Maio <sup>1/</sup>		Terceiro Trimestre		Ano <sup>2/</sup>	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita <sup>3/</sup>	1,260	-0,8	1,263	-0,2	1,275	-0,7
Res.bancárias / dep.vista <sup>3/</sup>	0,260	-0,5	0,250	-1,6	0,250	-0,3
Papel-moeda / M1 <sup>3/</sup>	0,568	0,7	0,571	0,2	0,563	0,5
M4 / Base ampliada <sup>4/</sup>	1,297	-3,2	1,282	-1,3	1,291	-2,6

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

## Glossário

**Base monetária:** passivo monetário do Banco Central, também conhecido como emissão primária de moeda. Inclui o total de cédulas e moedas em circulação e os recursos da conta “Reservas Bancárias”. Essa variável reflete o resultado líquido de todas as operações ativas e passivas do Banco Central.

**Fatores condicionantes da base monetária:** refere-se às fontes de criação (emissão de moeda pelo Banco Central) ou destruição (recolhimento de moeda pelo Banco Central) de moeda primária (base monetária). Toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em entrega de papel-moeda e/ou crédito em contas de “Reservas Bancárias” significa expansão monetária e é apresentada com sinal positivo. Ao contrário, toda operação/intervenção do Banco Central que resulta em recebimento e/ou débito em contas de “Reservas Bancárias” significa contração monetária e é apresentada com sinal negativo. Deve-se ressaltar a diferença entre fabricação e emissão de moeda: a fabricação é um processo fabril de cédulas e moedas e a emissão é um processo econômico que resulta em crescimento da oferta monetária, tanto física (cédulas e moedas) quanto escritural (Reservas Bancárias).

**Base monetária ampliada:** conceito amplo de base monetária, introduzido no Plano Real com o pressuposto de que agregados mais amplos sejam melhor correlacionados com os preços na economia brasileira, visto que mais perfeitamente captam a substitutibilidade entre a moeda, em seu conceito mais restrito, e os demais ativos financeiros. Inclui, além da base restrita, os principais passivos do Banco Central e do Tesouro Nacional (compulsórios e títulos federais).

**Meios de pagamento:** conceito restrito de moeda (M1). Representa o volume de recursos prontamente disponíveis para o pagamento de bens e serviços. Inclui o papel-moeda em poder do público, isto é, as cédulas e moedas metálicas detidas pelos indivíduos e empresas não financeiras e, ainda, os seus depósitos à vista efetivamente movimentáveis por cheques. Com a redução da inflação, a partir da introdução do real, ocorreu forte crescimento dos meios de pagamento no conceito restrito, processo esse conhecido como remonetização, resultante da recuperação da credibilidade da moeda nacional.

**Meios de pagamento ampliados:** inclui moeda legal e quase-moeda, correspondendo aos instrumentos de elevada liquidez, em sentido amplo. O M2 corresponde ao M1 mais as emissões de alta liquidez realizadas primariamente no mercado interno por instituições depositárias – as que realizam multiplicação de crédito. O M3 é composto pelo M2 e as captações

internas por intermédio dos fundos de renda fixa e das carteiras de títulos públicos federais registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). O M4 agrega o M3 e a carteira livre de títulos públicos do setor não financeiro.

**Depósitos compulsórios de instituições financeiras:** refere-se aos valores recolhidos ao Banco Central e/ou mantidos pelas instituições na forma de encaixe para fins de cumprimento das diversas normas prudenciais e de controle monetário, estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Os recolhimentos “em espécie” correspondem aos valores que foram transferidos das contas “Reservas Bancárias” para outras contas de depósitos no Banco Central e que têm movimentação limitada aos períodos regulamentares, geralmente semanais, mediante demonstrativo de evolução da base de cálculo. Estes recolhimentos podem ser remunerados ou não. Os recolhimentos “em títulos” correspondem aos valores dos títulos públicos federais que foram vinculados no Selic, e que ficaram indisponíveis para negociações enquanto mantida a vinculação. Os recolhimentos “em títulos” são considerados remunerados em função da rentabilidade implícita no valor atualizado do título, não recebendo qualquer remuneração adicional por parte do Banco Central.