

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2016

Dezembro – 2015

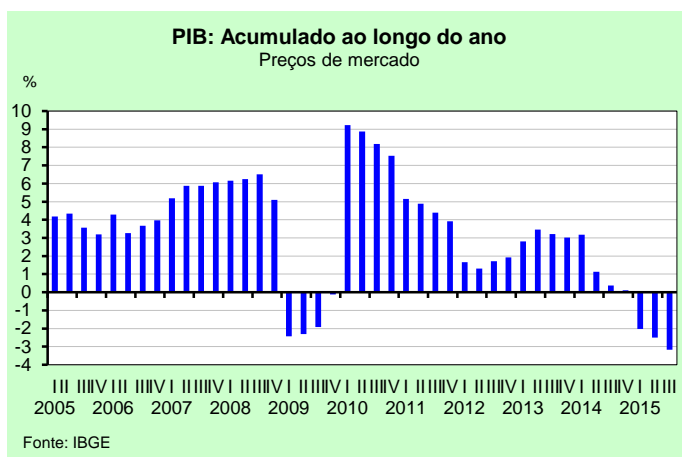


BANCO CENTRAL DO BRASIL

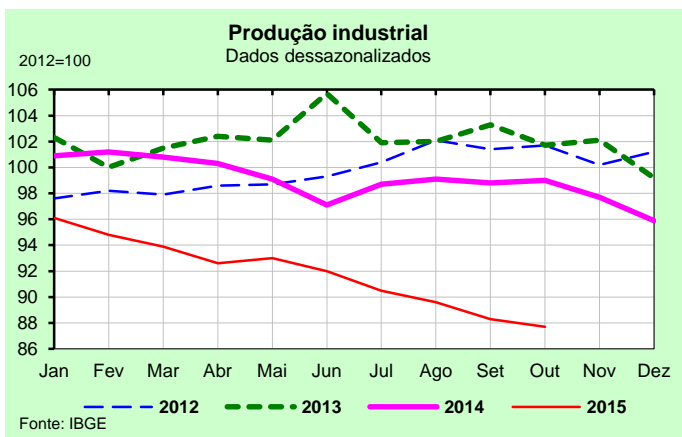
Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2016

A. A economia brasileira no quarto trimestre de 2015

1. O PIB retraiu 1,7% no terceiro trimestre de 2015, em relação ao segundo, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. A análise sob a ótica da oferta revela variações respectivas de -2,4%, -1,3% e -1,0% na agropecuária, na indústria e no setor de serviços. O desempenho do setor industrial repercutiu, em especial, as retrações de 3,1% na indústria de transformação e de 0,5% na construção civil. Sob a ótica da demanda, destacou-se a redução de 4,0% na formação bruta de capital fixo (FBCF), resultado compatível com o impacto da crise de confiança observada no país sobre decisões de investimento. O consumo governamental avançou 0,3% e o das famílias recuou 1,5% (terceira retração trimestral consecutiva). As exportações e as importações decresceram 1,8% e 6,9%, respectivamente, no trimestre. O PIB recuou 4,5% em relação ao terceiro trimestre de 2014, resultado de recuos, segundo a ótica da produção, de 2,0% na agropecuária, 2,9% nos serviços e de 6,7% na indústria. No âmbito da demanda agregada, o componente interno contribuiu com -7,4 p.p. para o crescimento interanual do PIB (-1,3 p.p. no trimestre encerrado em setembro de 2014), resultado de recuos respectivos de 0,4%, 4,5% e 15,0% nos consumos do governo e das famílias, e na FBCF. O setor externo, repercutindo variações respectivas de 1,1% e -20,0% nas exportações e importações, contribuiu com 2,9 p.p.

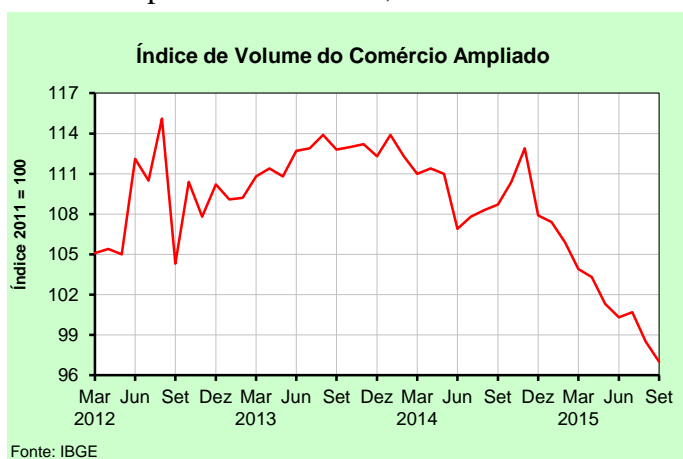


2. A produção física da indústria diminuiu 3,6% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao terminado em julho, quando havia decrescido 2,1%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa recuou 0,9% e a de transformação, 3,6%, repercutindo reduções em 18 das 23 atividades pesquisa-

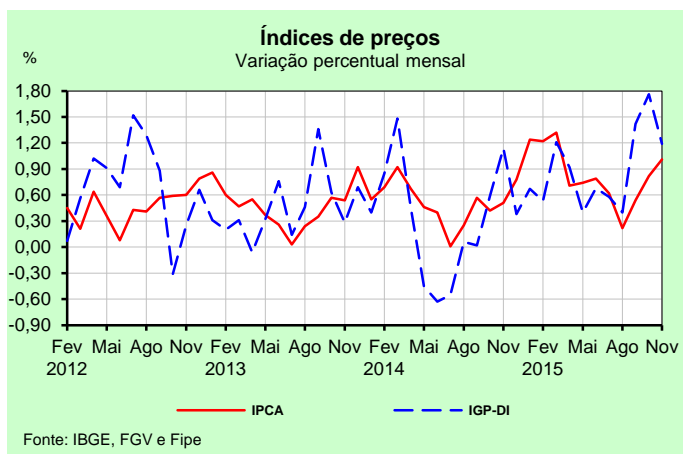


das (veículos automotores, reboques e carrocerias, -15,9%; móveis, -10,8%; produtos diversos, -9,3%). Em sentido inverso, destaque para o aumento de 13,3% na produção de fumo. Na mesma base de comparação, a análise por categorias de uso indica recuo acentuado na produção de bens de capital (10%), seguindo-se os registrados nas indústrias de bens de consumo duráveis (8,9%), bens intermediários (2,7%) e de bens de consumo semi e não duráveis (1,7%).

3. As vendas do comércio ampliado recuaram 2,9% no trimestre encerrado em setembro em relação ao finalizado em junho, quando decresceram 3,9%, no mesmo tipo de comparação, dados des-sazonalizados. Houve reduções nas vendas nos dez segmentos pesquisados (equipamentos e material para escritório, informática e comunicação 6,4%; móveis e eletrodomésticos, 5,4% e livros, jornais, revistas e papelaria, 5,2%). As vendas do comércio varejista¹ diminuíram 3,0% no período, oitavo recuo trimestral consecutivo.



4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 2,39% no trimestre encerrado em novembro (1,64% no terminado em agosto), resultado de acelerações dos preços monitorados (de 2,63% para 3,44%) e dos livres (de 1,34% para 2,05%). A evolução trimestral dos preços livres repercutiu as elevações nas variações dos preços dos bens comercializáveis (de 1,61% para 2,61%), com destaque para etanol e vestuário;

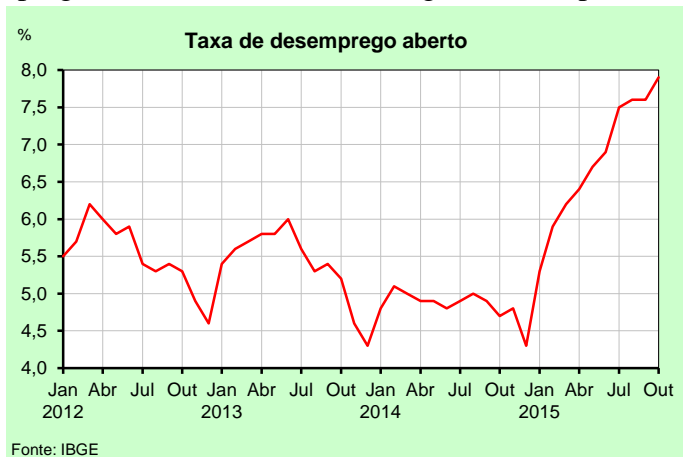


e dos não comercializáveis (de 1,08% para 1,58%), em especial de alimentos *in natura* e passagem aérea. O aumento na variação trimestral dos preços monitorados refletiu, em grande parte, o impacto das maiores altas nos itens gasolina e gás de botijão, mitigado pelo recuo dos efeitos dos reajustes nos preços dos itens jogos de azar e taxa de água e esgoto. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 9,53%, em agosto, para 10,48%, em novembro, reflexo de acelerações dos preços monitorados, de 15,75% para 17,95%, e dos livres, de 7,70% para 8,28%. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, variou 4,44% no trimestre terminado em novembro (1,68% no finalizado em agosto). A variação do Índice de Preços ao Produ-

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

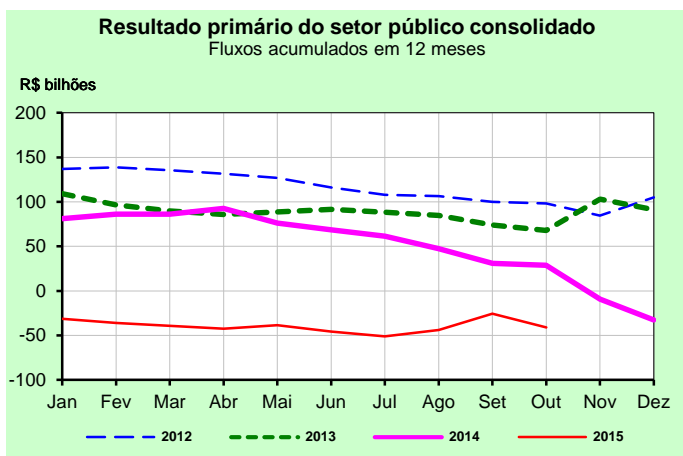
tor Amplo (IPA) passou de 1,49% para 5,92%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 1,58% para 2,19%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 3,00% para 0,92%. Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 10,64% em novembro (7,80% em agosto e 4,10% em novembro de 2014).

5. A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 7,7% no trimestre encerrado em outubro (4,9% em igual período de 2014). Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego totalizou 7,6% no período (6,8% no trimestre encerrado em julho), resultado de recuos de 1,4% na população ocupada e de 0,5% na população economicamente



ativa. A taxa de desemprego, considerada a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, de âmbito nacional, atingiu 8,9% no terceiro trimestre de 2015 (8,3% no segundo e 6,8% no terceiro trimestre de 2014). A economia do país eliminou 351,3 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em outubro (criação de 194,9 mil em igual período de 2014), segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Destacaram-se os cortes na indústria de transformação (107,3 mil), na construção civil (103,1 mil) e no setor de serviços (74,8 mil). Foram extintas 898,7 mil vagas nos dez primeiros meses do ano, maior corte, nessa base de comparação, desde o início da série, em janeiro de 1985.

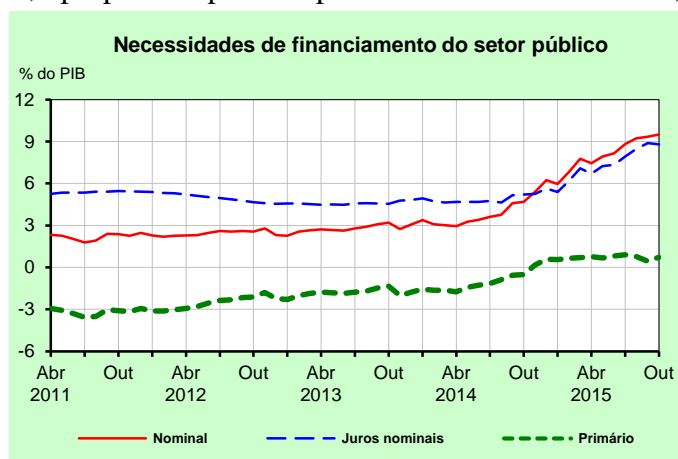
6. O *deficit* primário do setor público totalizou R\$20 bilhões nos dez primeiros meses de 2015, aumentando 72,6% em relação a igual intervalo de 2014. O Governo Central e as empresas estatais registraram *deficits* de R\$34 bilhões e R\$3,1 bilhões, respectivamente, e os governos regionais, *superavit* de R\$17,1 bilhões. O setor público apresentou *deficit* primário de R\$40,9 bilhões (0,71% do PIB) no intervalo de doze meses encerrado em outubro.



A receita bruta do Governo Federal atingiu R\$772,5 bilhões nos dez primeiros meses de 2015, aumentando 3,0% em relação a igual intervalo de 2014. Destacaram-se os crescimentos da arrecadação do Imposto de Renda Retido na Fonte sobre rendimentos de capital (27,8%), em função da maior arrecadação sobre fundos de

renda fixa e operações de *swap*, e do Imposto sobre Operações Financeiras (18,4%), explicado principalmente pelo aumento da alíquota incidente sobre crédito a pessoas físicas. Em sentido contrário, recuaram as receitas de dividendos (66,0%) e da cota parte de compensações financeiras (29,7%), esta influenciada pela redução no preço internacional do petróleo. As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$532,8 bilhões, ressaltando-se que o aumento de 1,6% observado no período refletiu o impacto da elevação de 6,6% nos gastos com pessoal e encargos, mitigado pela retração de 0,9% nas despesas com custeio e capital. Nesse grupo, destacaram-se o aumento de R\$14,8 bilhões nos pagamentos de subsídios e subvenções, em especial nos gastos relativos ao Programa de Sustentação do Investimento (R\$7,3 bilhões), e as reduções de R\$18,7 bilhões nas despesas do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e de R\$7,7 bilhões nas relativas a auxílio à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE).

7. Os juros nominais, apropriados por competência totalizaram R\$426,2 bilhões nos dez primeiros de 2015, ante R\$230,7 bilhões em igual período de 2014. O aumento repercutiu, em especial, os impactos da elevação da taxa Selic e da variação do IPCA, indexadores de parcela significativa do endividamento líquido, e o resultado desfavorável de R\$93,8 bilhões nas operações de *swap* cambial, que haviam gerado ganho de R\$8,4 bilhões no mesmo período de 2014. O *deficit* do setor público – soma do resultado primário e dos juros nominais apropriados – totalizou R\$446,2 bilhões nos dez primeiros meses (R\$242,2 bilhões em igual intervalo de 2014). Seu financiamento ocorreu mediante expansões da dívida mobiliária interna e da dívida bancária líquida, neutralizadas, em parte, pelas reduções do financiamento externo líquido e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

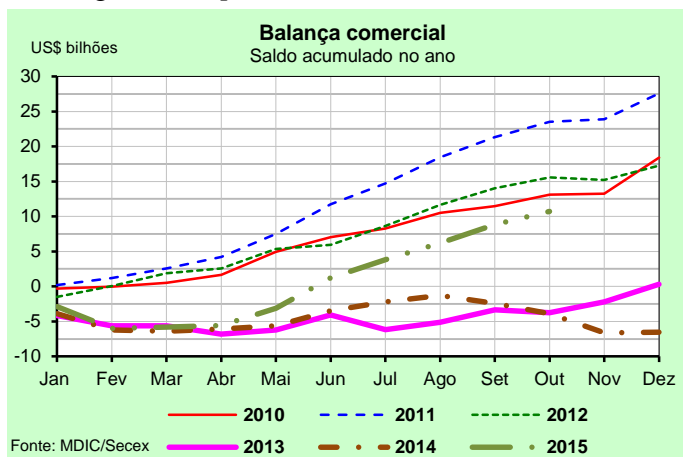


8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.972,5 bilhões em outubro (34,2% do PIB). A elevação de 0,1 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2014 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais (7,4 p.p.), do *deficit* primário (0,3 p.p.), da depreciação cambial de 45,3% acumulada no ano (-6,4 p.p.), do ajuste de paridade da dívida externa líquida (0,2 p.p.) e do crescimento do PIB nominal (-



1,5 p.p.). As maiores alterações observadas na composição da DLSP nos dez primeiros meses de 2015 ocorreram na parcela vinculada à taxa Selic (16 p.p.) e na parcela credora vinculada ao câmbio (-17 p.p.). A taxa de juros implícita da DLSP, acumulada em doze meses, atingiu 30,6% em outubro (19,3% em dezembro de 2014).

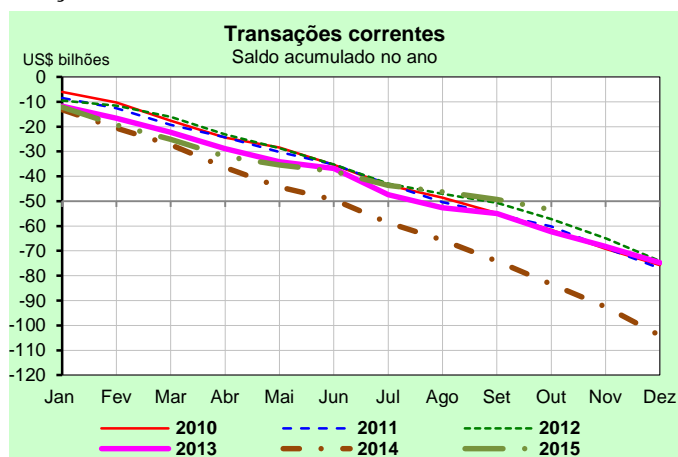
9. A balança comercial registrou *superavit* de US\$10,7 bilhões nos dez primeiros meses de 2015, ante *deficit* de US\$3,9 bilhões em igual período de 2014². Esta reversão repercutiu retrações de 16,5% nas exportações e de 23,7% nas importações, que totalizaram, na ordem, US\$159,6 bilhões e US\$148,9 bilhões. As exportações médias diárias recuaram 15,2% na mesma base de comparação, reflexo de retrações nas de produtos básicos, 20,1%; manufaturados, 10,0%; e semimanufaturados, 7,9%.



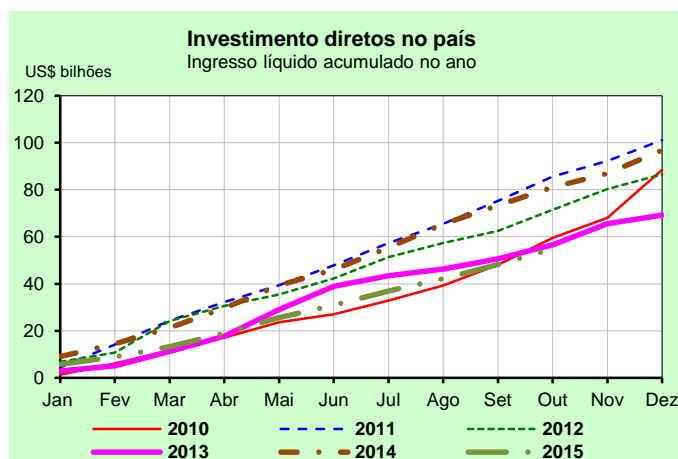
As vendas destas categorias de fator agregado corresponderam, na ordem, a 46,6%, 37,2% e 13,7% das exportações totais no período. A média diária das importações recuou 22,4% no período, evolução decorrente de retrações nas aquisições de combustíveis e lubrificantes, 42,9%; bens de consumo duráveis, 22,3%; bens de capital, 18,2%; matérias-primas, 18,8%; e de bens de consumo não duráveis, 10,2%. As aquisições dessas categorias representaram, na ordem, 12,6%, 8,9%, 21,9%, 47,3% e 9,4% do total. A redução de 16,5% registrada nas exportações nos dez primeiros meses de 2015 repercutiu variações de -21,5% nos preços e 6,8% no *quantum*, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex). Houve reduções nos preços em todas as categorias de fator agregado. Na mesma base de comparação, a redução de 23,7% nas importações decorreu de retrações de 11,3% nos preços e de 13,9% no *quantum*. Houve recuo nos preços em todas as categorias de uso.

² Desde abril de 2015, o Banco Central passou a divulgar as estatísticas do setor do setor externo conforme a 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6). No balanço de pagamentos, a conta de bens tem como base os dados do MDIC, acrescidos de fontes complementares. O objetivo é respeitar a definição do BPM6, pela qual ocorrem exportações e importações quando há mudança de propriedade de bens, entre residente e não residente. Maiores informações acerca das mudanças metodológicas introduzidas pelo BPM6 estão disponíveis no sítio do Banco Central do Brasil em <http://www.bcb.gov.br/ftp/infeccon/nm2bpm6p.pdf>.

10. O *deficit* em transações correntes somou US\$53,5 bilhões nos dez primeiros meses de 2015 (US\$83,4 bilhões em igual período do ano anterior) e US\$74,2 bilhões no intervalo de doze meses encerrado em outubro (4,02 % do PIB). As despesas líquidas de serviços atingiram US\$32,1 bilhões, ressaltando-se que a retração de 19% em relação a igual intervalo de 2014 repercutiu, especialmente, os recuos em viagens internacionais (34,7%) e transportes (30,9%). Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram, na ordem, US\$15,1 bilhões e US\$4,8 bilhões, com reduções respectivas de 30,2% e 17,9% no período. As rendas primárias – que compreendem salários, juros, lucros e dividendos – somaram US\$34,1 bilhões, reduzindo-se 18,6% em relação aos dez primeiros meses de 2014. As remessas líquidas com juros cresceram 0,8% e os pagamentos de juros ao exterior e as receitas de juros recuaram, na ordem, 1,7% e 13,1%. As receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais recuaram 15,6%, evolução consistente com o comportamento das taxas de juros internacionais.



11. As captações líquidas superaram as concessões líquidas em US\$51,1 bilhões nos dez primeiros meses de 2015 (US\$79,5 bilhões em igual período de 2014). As concessões líquidas de capital sob a forma de Investimentos Diretos no Exterior (IDE) atingiram US\$11,8 bilhões (US\$24,5 bilhões nos dez primeiros meses de 2014). As captações líquidas de Investimento Direto no País (IDP) somaram US\$54,9 bilhões no período, dos quais US\$39,2 bilhões referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$15,7 bilhões a empréstimos intercompanhias. O ingresso de investimento direto no país acumulado em doze meses atingiu US\$70,7 bilhões em outubro (3,84% do PIB). Os investimentos ativos em carteira no exterior registraram retornos líquidos de US\$1,3 bilhão (aplicações líquidas de US\$3,9 bilhões nos dez primeiros meses de 2014), as captações líquidas de investimentos passivos em carteira, US\$16,6 bilhões (US\$50,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2014), com ênfase nos ingressos líquidos de investimentos em ações e em cotas de fundos de investimento (US\$10,5 bilhões) e em títulos de renda fixa negociados no país (US\$12,7 bilhões), que haviam registrado ingressos



líquidos de US\$12,5 bilhões e de US\$35,8 bilhões, respectivamente, nos dez primeiros meses de 2014.

12. Ao final de outubro, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$361,2 bilhões no conceito caixa e US\$371 bilhões no conceito liquidez (diminuições respectivas de US\$2,3 bilhões e US\$3,1 bilhões em relação a dezembro de 2014). No período, houve compras líquidas de US\$770 milhões de operações de linhas com recompra. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$2,1 bilhões; as variações



por preços aumentaram o estoque das reservas em US\$521 milhões; e as mudanças de paridades determinaram impacto de -US\$6,4 bilhões. Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$363,2 bilhões e US\$371,3 bilhões, na ordem, nos conceitos caixa e liquidez, ao final de 2015. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$2,5 bilhões.

B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2015

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 terceiro trimestre de 2015.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$231 bilhões em setembro, variando 0,7% no mês e -0,4% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$196,4 bilhões, elevando-se 0,1% no mês e 2,7% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$34,6 bilhões, variando 3,9% e -14,7% 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 trilhões em setembro. A elevação de 17,7% em doze meses refletiu aumentos de 20,4% no saldo dos títulos públicos federais e de 9,1% nos depósitos compulsórios em espécie, e recuo de 4,2% na base restrita.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2015^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	293,7	- 344,8	297,6	-5,8
Base restrita ^{3/}	209,5	- 283,5	231,0	-0,4
Base ampliada ^{4/}	3.442,4	- 4.041,1	4 018,8	17,7
M4 ^{4/}	4.615,9	- 6.245,1	5 318,1	9,1

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.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$297,6 bilhões em setembro, recuando 0,7% no mês e 5,8% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$163,1 bilhões, com variações respectivas de -0,2% de 2,6%, e os depósitos à vista situaram-se em R\$134,5 bilhões, recuando 1,3% no mês e 14,3% em doze meses.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$5,3 trilhões em setembro, elevando-se 0,1% no mês e 9,1% em 12 meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto contracionista de R\$33,7 bilhões no terceiro trimestre de 2015, resultante de colocações líquidas de R\$39,1 bilhões no mercado primário e de compra líquida de títulos de R\$5,4 bilhões no mercado secundário.

19. Na reunião de julho, o Copom avaliou que os processos de ajustes de preços relativos na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres – tornaram o balanço de riscos para a inflação desfavorável para 2015. Nesse contexto, conforme antecipado em Notas anteriores, esses ajustes de preços fazem com que a inflação se eleve no curto prazo e tenda a permanecer elevada em 2015, necessitando determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. Diante do exposto, avaliando o cenário macroeconômico, as perspectivas para a inflação e o atual balanço de riscos, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 14,25% a.a., sem viés. Na reunião de setembro, o Copom avaliou que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se mantido, apesar de certa deterioração no balanço de riscos. Para o Comitê, de um lado, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – mostram que a estratégia de política monetária está na direção correta. Nesse cenário, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés. O Comitê entendeu que a manutenção desse patamar da taxa

básica de juros, por período suficientemente prolongado, é necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016.

C. Política Monetária no bimestre outubro-novembro de 2015

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$237,1 bilhões em novembro, variando -0,1% no mês e 0,4% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$34,3 bilhões (variações respectivas de 2,2% no mês e 14,8%) e o saldo médio do papel-moeda emitido, R\$202,7 bilhões (variações respectivas de -0,5% e 3,6%).

21. A base monetária ampliada totalizou R\$4,1 trilhões em novembro, com aumentos de 0,7% no mês e de 17,3% em doze meses. O resultado anual refletiu elevações de 0,5% na base restrita, de 19% no saldo de títulos públicos federais e de 14% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$302,5 bilhões em novembro, com recuos de 0,1% no mês e de 5,3% em 12 meses. O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$168,7 bilhões (variações respectivas de -0,1% e 4,2%) e os depósitos à vista, R\$133,8 bilhões, com estabilidade mensal e recuo e 15,0% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$5,4 trilhões em novembro, registrando aumentos de 1,1% no mês e de 8,8% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2015 e ocorridos em outubro/novembro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	305,1 - 358,1	-5,4	302,5	-5,3
Base restrita ^{3/}	214,8 - 290,6	-2,5	237,1	0,4
Base ampliada ^{4/}	3.575,9 - 4.197,8	10,2	4 093,3	17,3
M4 ^{4/}	4.647,3 - 6.287,6	9,5	5 437,1	8,8

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 expansão monetária de R\$23,1 bilhões no bimestre outubro-novembro. Houve resgate líquido de R\$72,5 bilhões no mercado primário e venda líquida de títulos de R\$49,4 bilhões no mercado secundário.

25. Na reunião de outubro, avaliando o cenário macroeconômico, as perspectivas para a inflação e o atual balanço de riscos, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés. O Comitê entendeu que a manutenção desse patamar da taxa básica de juros, por período suficientemente prolongado, era necessária para a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante da política

Reunião do Copom	Aplicação do viés de baixa	Meta para a taxa Selic (% a.a.) ^{1/}
27.1.2010	-	8,75
17.3.2010	-	8,75
28.4.2010	-	9,50
9.6.2010	-	10,25
21.7.2010	-	10,75
1.9.2010	-	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
16.1.2013	-	7,25
6.3.2013	-	7,25
17.4.2013	-	7,50
29.5.2013	-	8,00
10.7.2013	-	8,50
28.8.2013	-	9,00
9.10.2013	-	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

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

monetária e ressaltou que a política monetária se manteria vigilante para a consecução desse objetivo. Na reunião de novembro, o Copom considerou que remanescem incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. 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. No entanto, a maioria dos membros do Copom considerou manter a taxa Selic em 14,25% a.a. e monitorar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

D. Perspectivas para o primeiro trimestre e para o ano de 2016

26. O processo de recuperação da economia global manteve-se heterogêneo no terceiro trimestre do ano. A atividade econômica seguiu em expansão, embora com menor dinamismo, nos EUA, Reino Unido e na Área do Euro, contrastando com o processo recessivo observado no Japão. O ritmo de expansão econômica da China mostrou acomodação, mas em patamar significativamente superior à média da economia mundial, e o crescimento da maior parte das demais economias emergentes manteve-se em patamar inferior ao esperado. A despeito dessa heterogeneidade, a atividade econômica global mostra perspectivas de moderação nos próximos meses.

27. O recente arrefecimento da percepção de risco nos mercados financeiros internacionais e dados surpreendentemente positivos do mercado de trabalho nos EUA ampliaram as expectativas de que o início do processo de normalização da política monetária (*liftoff*) naquele país possa ocorrer ainda este ano. Nesse contexto, poderá aumentar a divergência da postura da política monetária entre as grandes economias globais, tendo em vista as perspectivas de aumento do caráter acomodatório da política monetária na Área do Euro, Japão e China.

28. No Brasil, os resultados do balanço de pagamentos seguem confirmando a perspectiva de redução significativa no *deficit* em transações correntes, consistente com o cenário de depreciação da taxa de câmbio, retração da demanda interna e recuperação, ainda que moderada, das economias de importantes parceiros comerciais. A continuidade do processo de ajuste macroeconômico em curso deverá seguir favorecendo, em 2016, a trajetória de fortalecimento da conta de transações correntes.

29. Os ingressos líquidos de capitais estrangeiros seguem financiando o *deficit* adequadamente, com destaque para a entrada líquida de investimento direto no país e de investimentos em carteira. Adicionalmente, ressaltam-se as rolagens de títulos e empréstimos em 106%, nos primeiros onze meses deste ano.

30. A atividade econômica interna economia brasileira segue evoluindo em ritmo inferior ao seu potencial. Esse desempenho repercute os impactos do processo de ajuste macroeconômico em curso e os efeitos de eventos não econômicos.

31. Nesse contexto, o PIB recuou, na margem, 1,2% no terceiro trimestre de 2015, dados dessazonalizados. Vale ressaltar, sob a ótica da oferta, o arrefecimento na atividade da indústria e dos serviços, e sob a ótica da demanda, o recuo dos gastos com investimentos e consumo, compensado parcialmente pela contribuição positiva do componente externo, compatível com o cenário de retração do mercado doméstico e de depreciação da moeda brasileira.

32. Estatísticas mais recentes, notadamente os indicadores coincidentes de vendas e os dados de produção da indústria em outubro, não sugerem reação da atividade no quarto trimestre.

33. Nesse contexto, as operações de crédito mantiveram tendência de desaceleração no trimestre encerrado em outubro. Esse comportamento repercutiu elevações das taxas de juros e o cenário de retração da atividade econômica e deterioração tanto dos indicadores de confiança quanto de emprego e renda. A perda de dinamismo no mercado de crédito foi mitigada parcialmente pelo desempenho das carteiras com recursos direcionados, em particular nas modalidades financiamentos imobiliários e rurais.

34. O *deficit* primário projetado para o setor público em 2015 repercute, em especial, os impactos da desaceleração da atividade econômica sobre o nível das receitas públicas. Esse cenário – agravado pelo aumento recorrente de eventos não econômicos e pelas perspectivas de pagamentos de despesas acumuladas de exercícios anteriores, sobretudo as vinculadas a programas de equalização de taxas e subsídios -, tende a ser atenuado, no médio prazo, pelos impactos das medidas de ajuste fiscal adotadas recentemente.

35. As taxas mensais de inflação ao consumidor aceleraram no trimestre encerrado em novembro, refletindo, em grande parte, aumentos nos preços de combustíveis e alimentos. Em doze meses, a inflação medida pelo IPCA registrou nova aceleração, permanecendo acima do limite superior da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) no âmbito do regime de metas para a inflação.

36. Prospectivamente, ainda que a recente depreciação cambial e a inércia inflacionária representem riscos relevantes, o arrefecimento dos preços monitorados e os efeitos das ações de política monetária recentemente implementadas devem favorecer a trajetória da inflação ao consumidor. No primeiro trimestre de 2016, em particular, espera-se significativa desaceleração da inflação em doze meses, repercutindo o descarte das elevadas taxas mensais registradas no mesmo período de 2015.

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

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

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões		R\$ bilhões	
		Var. % em 12 meses ^{2/}		Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	279,3 - 327,8	-4,0	298,1 - 349,9	-2,3
Base restrita ^{3/}	202,3 - 273,8	-1,1	221,1 - 299,2	2,9
Base ampliada ^{4/}	3.962,9 - 4.652,0	16,3	4.103,7 - 4.817,4	7,7
M4 ^{4/}	4.723,1 - 6.390,1	8,1	5.023,7 - 6.796,8	7,5

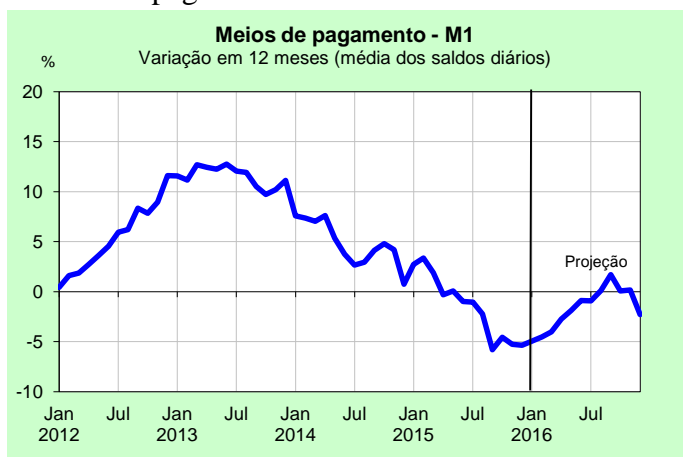
^{1/} Refere-se ao último mês do período.

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

^{3/} Média dos saldos nos dias úteis do mês.

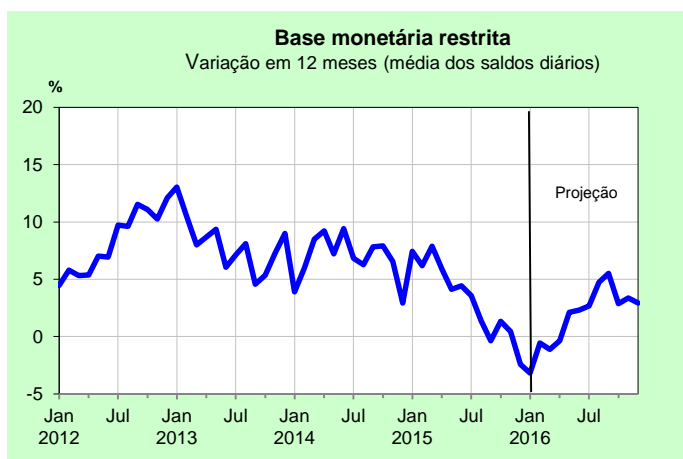
^{4/} Saldos em fim de período.

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 -2,3% para dezembro de 2016.

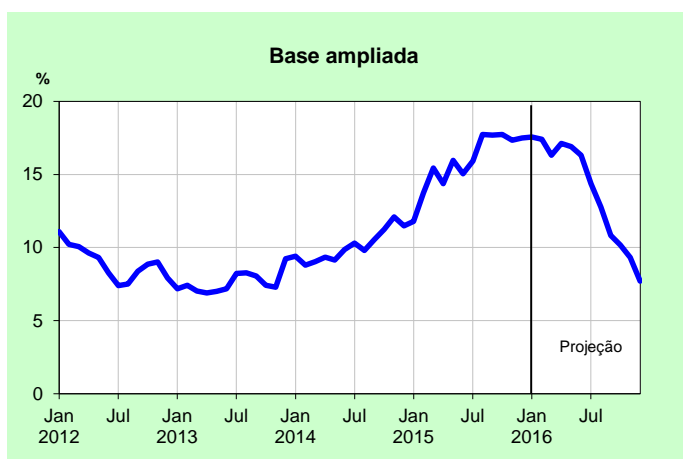


39. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além da expansão das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial, a trajetória esperada para a taxa Selic e considerando o crescimento esperado para o produto.

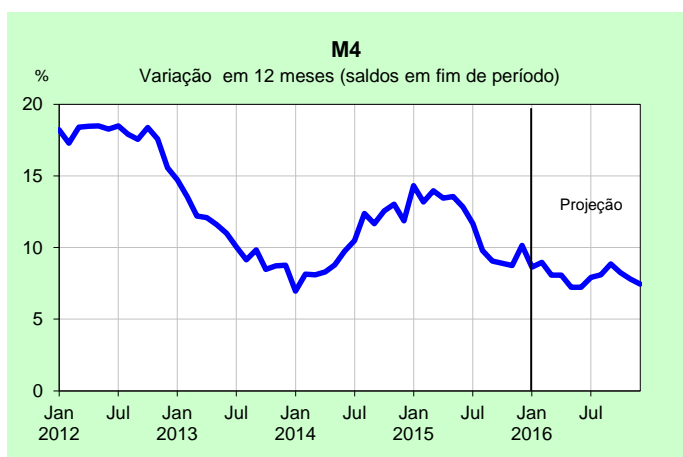
40. Tendo em vista as projeções para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 2,9% em doze meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2016.



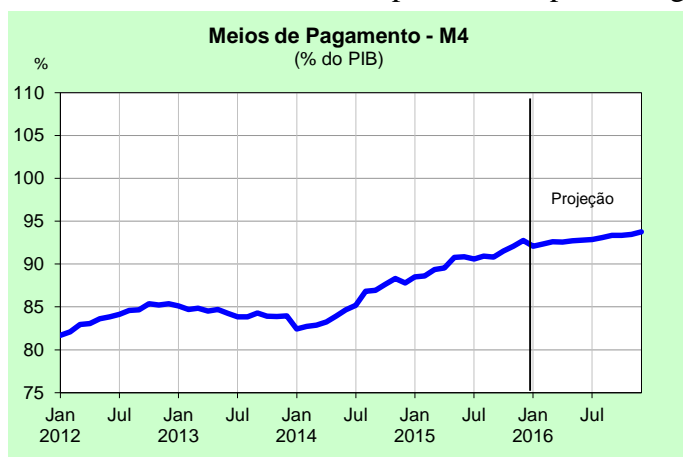
41. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 7,7% em dezembro 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 7,5% em dezembro de 2016.



43. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do primeiro 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 outubro/novembro de 2015, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre de 2016.

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

Discriminação	2015		2016 ^{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/}	302,5	-5,3	303,6	-4,0	324,0	-2,3
Base restrita ^{4/}	237,1	0,4	238,1	-1,1	260,1	2,9
Base ampliada ^{5/}	4 093,3	17,3	4 307,4	16,3	4 460,6	7,7
M4 ^{5/}	5 437,1	8,8	5 556,6	8,1	5 910,3	7,5

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	2015		2016 ^{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/}	1,276	-5,7	1,275	-2,9	1,245	-5,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,257	0,2	0,250	-9,0	0,250	2,2
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,558	9,9	0,560	6,7	0,580	7,3
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,328	-7,3	1,290	-7,1	1,325	-0,2

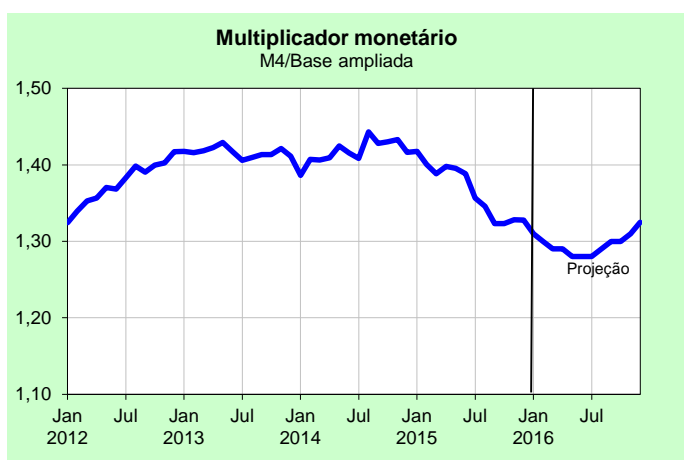
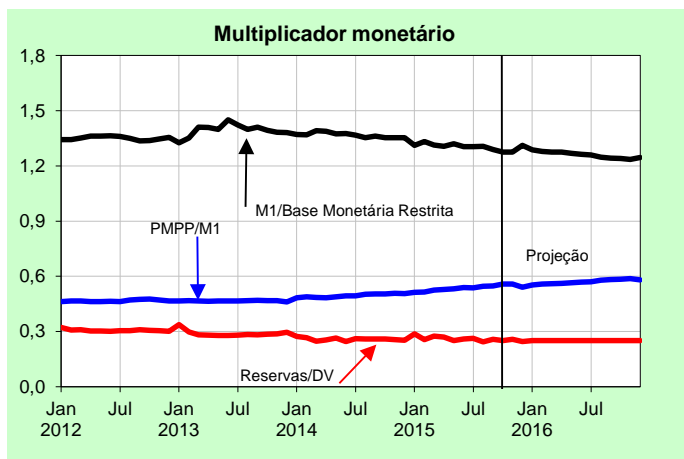
1/ Refere-se ao último mês do período.

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 primeiro trimestre e do ano de 2016.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2015^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	293,7 - 344,8	1,0	297,6	-5,8
Base restrita ^{3/}	209,5 - 283,5	6,4	231,0	-0,4
Base ampliada ^{4/}	3.442,4 - 4.041,1	9,6	4 018,8	17,7
M4 ^{4/}	4.615,9 - 6.245,1	11,4	5 318,1	9,1

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 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2015 e ocorridos em outubro/novembro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	305,1 - 358,1	-5,4	302,5	-5,3
Base restrita ^{3/}	214,8 - 290,6	-2,5	237,1	0,4
Base ampliada ^{4/}	3.575,9 - 4.197,8	10,2	4 093,3	17,3
M4 ^{4/}	4.647,3 - 6.287,6	9,5	5 437,1	8,8

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

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	279,3 - 327,8	-4,0	298,1 - 349,9	-2,3
Base restrita ^{3/}	202,3 - 273,8	-1,1	221,1 - 299,2	2,9
Base ampliada ^{4/}	3.962,9 - 4.652,0	16,3	4.103,7 - 4.817,4	7,7
M4 ^{4/}	4.723,1 - 6.390,1	8,1	5.023,7 - 6.796,8	7,5

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	2015		2016 ^{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/}	302,5	-5,3	303,6	-4,0	324,0	-2,3
Base restrita ^{4/}	237,1	0,4	238,1	-1,1	260,1	2,9
Base ampliada ^{5/}	4 093,3	17,3	4 307,4	16,3	4 460,6	7,7
M4 ^{5/}	5 437,1	8,8	5 556,6	8,1	5 910,3	7,5

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	2015		2016 ^{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/}	1,276	-5,7	1,275	-2,9	1,245	-5,1
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,257	0,2	0,250	-9,0	0,250	2,2
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,558	9,9	0,560	6,7	0,580	7,3
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,328	-7,3	1,290	-7,1	1,325	-0,2

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.