

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2015

Setembro – 2015

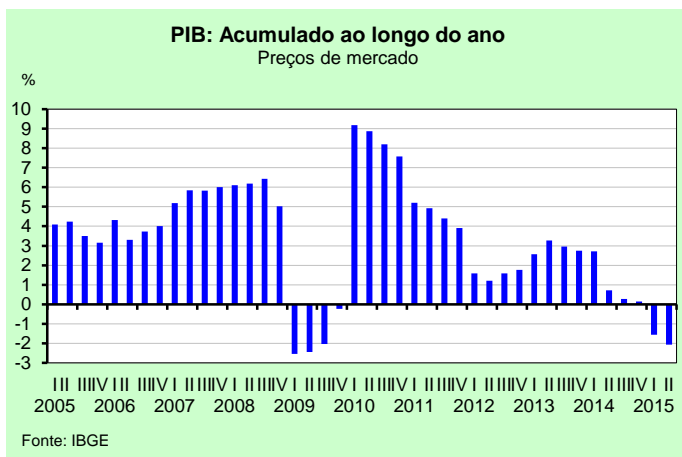


BANCO CENTRAL DO BRASIL

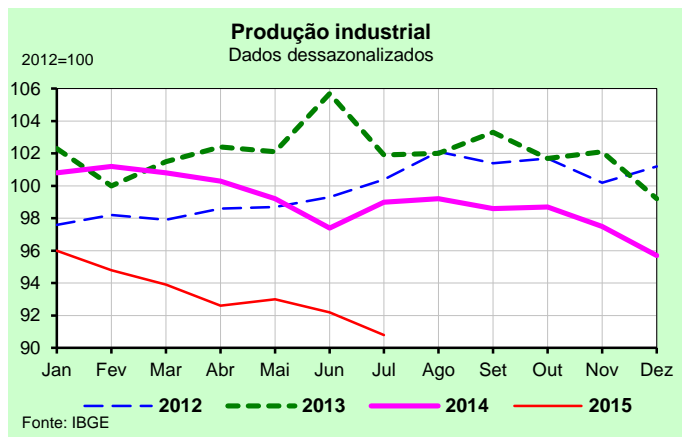
Programação Monetária para o quarto trimestre de 2015

A. A economia brasileira no terceiro trimestre de 2014

1. O PIB, repercutindo o processo de ajuste em curso na economia do país, recuou 1,9% no segundo trimestre de 2015, em relação ao primeiro, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. No âmbito da oferta, houve retrações na atividade agropecuária (2,7%), industrial (4,3%) e do setor de serviços (0,7%). O resultado do setor industrial refletiu, em especial, as retrações de 3,7% na indústria de transformação e de 8,4% na construção civil. Sob a ótica da demanda, destacaram-se os recuos no consumo das famílias, 2,1%, maior redução desde o terceiro trimestre de 2001, e da formação bruta de capital fixo (FBCF), 8,1%. As exportações e as importações variaram 3,4% e -8,8%, respectivamente, no período. O PIB recuou 2,6% em relação ao primeiro trimestre de 2014, resultado de variações, segundo a ótica da produção, de 1,8% na agropecuária, -1,4% no setor de serviços e de -5,2% na indústria, segmento que registrou recuos na produção e distribuição de eletricidade, gás e água (4,7%), na construção civil (8,2%) e na indústria de transformação (8,3%), e expansão de 8,1% na indústria extrativa. No âmbito da demanda agregada, o componente interno contribuiu com -5,1 p.p. para o crescimento interanual do PIB (-1,6 p.p. no trimestre encerrado em junho de 2014), resultado de retrações no consumo do governo (1,1%), no consumo das famílias (2,7%) e na FBCF (11,9%). O setor externo, traduzindo variações respectivas de 7,5% e -11,7% nas exportações e nas importações, contribuiu com 2,5 p.p. no período.

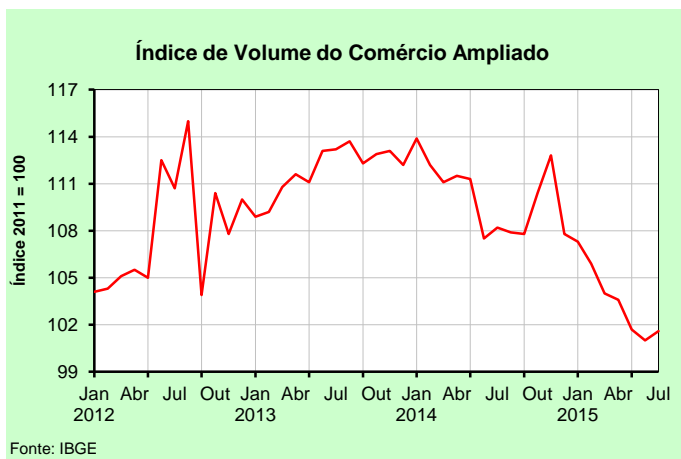


2. A produção física da indústria decresceu 0,9% no trimestre terminado em julho, relativamente ao encerrado em abril, quando havia diminuído 2,6%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa expandiu 0,2% e a da transformação recuou 0,9%, reflexo de retrações em treze das 23 atividades pesquisadas (equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos, -

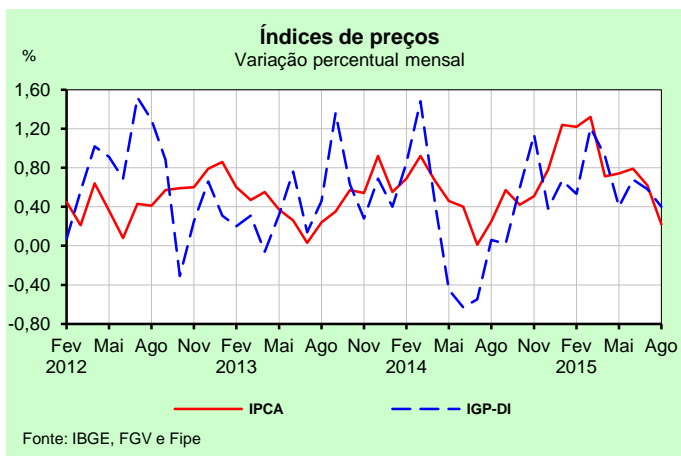


12,9%; máquinas e equipamentos, -11,4%; e têxteis, -7,8%). Em sentido oposto, sobressaíram os aumentos nas indústrias de fumo (18,2%), madeira (3,5%) e coque, derivados de petróleo e biocombustíveis (2,5%). A análise por categorias de uso mostra recuos trimestrais nas indústrias de bens de consumo duráveis (8,3%), bens de capital (6,1%) e de bens intermediários (1,0%), e aumento de 0,1% na de bens de consumo semi e não duráveis.

3. As vendas do comércio ampliado recuaram 2,1% no trimestre finalizado em julho, em relação ao terminado em abril, quando decresceram 4,4%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. Houve reduções nas vendas em nove dos dez segmentos pesquisados (veículos e motos, partes e peças, 4,8%; móveis e eletrodomésticos, 3,5%). As vendas de materiais de construção cresceram 1,0% no trimestre. As vendas do comércio varejista¹ recuaram 1,7% no trimestre. Ocorreram retrações em todas as regiões do país, com ênfase nas registradas no Nordeste (2,6%) e no Norte (2,1%).



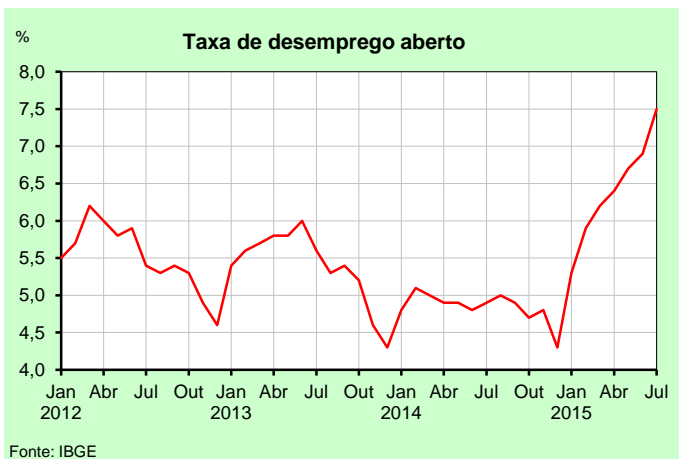
4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 1,64% no trimestre encerrado em agosto (2,79% no terminado em maio), resultado de desacelerações dos preços monitorados (de 5,44% para 2,63%) e dos livres (de 1,99% para 1,34%). A evolução dos preços livres repercutiu recuos nas variações dos preços dos bens comercializáveis (de 2,00% para 1,61%), com destaque para o arrefecimento no grupo vestuário; e dos não comercializáveis (de 1,98% para 1,08%), com ênfase para a menor variação dos preços do alimentos *in natura*. A redução na variação trimestral dos preços monitorados refletiu, em grande parte, o impacto de menores reajustes nos itens tarifas de energia elétrica residencial e produtos farmacêuticos. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 8,47%, em maio, para 9,53%, em agosto, reflexo de acelerações dos preços monitorados, de 14,09% para 15,75%, e dos livres, de 6,82% para 7,70%. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado



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

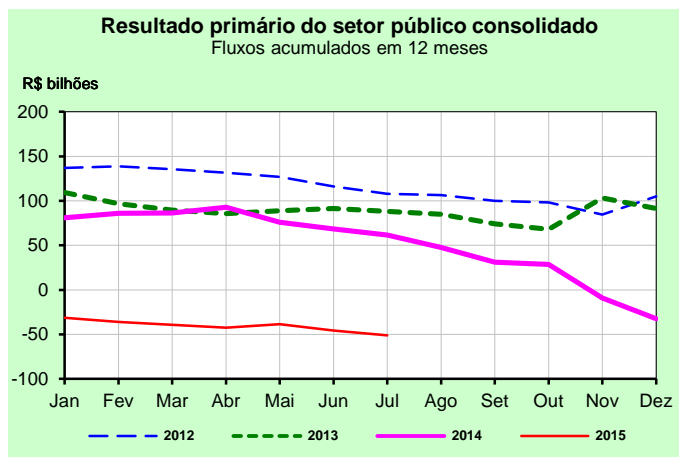
pela FGV, variou 1,68% no trimestre terminado em agosto (2,55% no finalizado em maio). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 2,56% para 1,49%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 2,76% para 1,58%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 2,04% para 3,00%. Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 7,80% em agosto (4,83% em maio e 4,63% em agosto de 2014).

5. A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 7,0% no trimestre encerrado em julho (4,9% em igual período de 2014). Em termos dessazonalizados, a taxa de desemprego totalizou 6,8% no período (5,9% no trimestre encerrado em abril), resultado de variações de -0,2% na população ocupada e de 0,7% na população economicamente ativa.



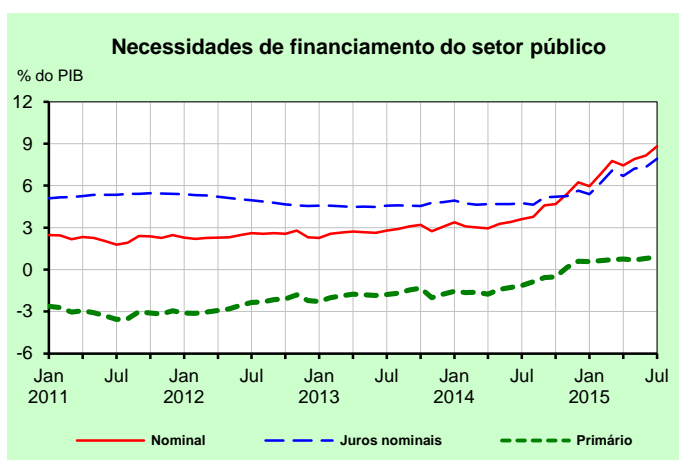
Considerada a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, de âmbito nacional, a taxa de desemprego atingiu 8,3% no segundo trimestre de 2015 (7,9% no anterior e 6,8% em igual trimestre de 2014). A economia do país eliminou 384,7 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em julho de 2015 (criação de 96,0 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 de vagas na indústria de transformação (189,5 mil) e no setor de serviços (129,7 mil), segmentos responsáveis, no mesmo período de 2014, por variações líquidas de -72,5 mil e 81,9 mil postos, respectivamente. Foram extintos 547,4 mil postos de trabalho formais nos sete primeiros meses do ano.

6. O *superavit* primário do setor público atingiu R\$6,2 bilhões nos sete primeiros meses de 2015, ante R\$24,7 bilhões em igual período de 2014. Os governos regionais registraram *superavit* de R\$16,1 bilhões e o Governo Central e as empresas estatais, *deficits* respectivos de R\$7,9 bilhões e R\$1,9 bilhão. A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$552 bilhões, elevando-se 4,6% no período. Com destaque para os crescimentos da arrecadação do Imposto de Renda Retido na Fonte (16,6%), impulsionado pelo aumento da

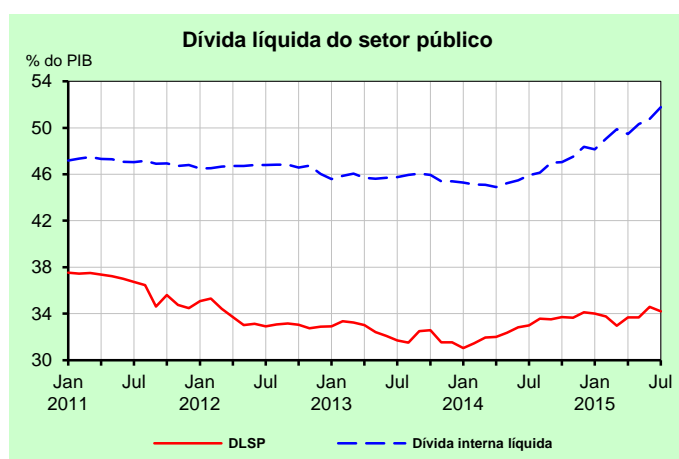


massa salarial, e do Imposto sobre Operações Financeiras (19,4%), impactado pela elevação da alíquota nos empréstimos para pessoas físicas, no início do ano. As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$377,5 bilhões nos sete primeiros meses de 2015, aumentando 7,2% em relação a igual período de 2014. Os gastos com pessoal e encargos cresceram 6,8% e os relacionados a custeio e capital, 7,6%. Destacaram-se, nessa modalidade, os aumentos nos pagamentos de subsídios e subvenções, com ênfase na elevação de R\$7,3 bilhões das despesas com o Programa de Sustentação do Investimento (PSI), e nas despesas do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), R\$2,9 bilhões; e a redução de R\$10,5 bilhões nas despesas com o PAC. O resultado primário do setor público foi deficitário em R\$50,9 bilhões (0,9% do PIB) no intervalo de doze meses encerrado em julho.

7. Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$288,6 bilhões nos sete primeiros meses do ano, ante R\$148,2 bilhões no mesmo período de 2014. O aumento repercutiu, em especial, os impactos da elevação da taxa Selic e da aceleração do IPCA, indexadores de parcela significativa do endividamento líquido; e o resultado desfavorável de R\$57 bilhões nas operações de *swap* cambial, que haviam gerado ganhos de R\$17,6 bilhões nos sete primeiros meses de 2014. O resultado nominal do setor público – soma do resultado primário e dos juros nominais apropriados – foi deficitário em R\$282,4 bilhões nos sete primeiros meses de 2015 (R\$123,6 bilhões no mesmo período de 2014). O financiamento do *deficit* ocorreu por meio da expansão da dívida mobiliária interna, neutralizada, em parte, por reduções da dívida bancária líquida, do financiamento externo líquido e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

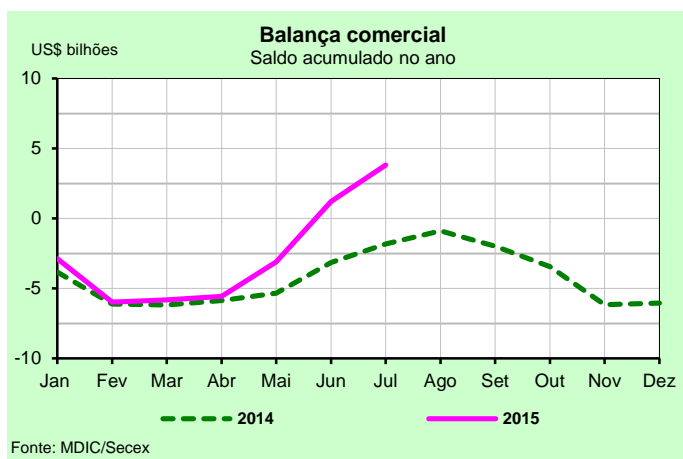


8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.950,8 bilhões em julho (34,2% do PIB). A elevação de 0,1 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2014 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais (5,1 p.p.), da depreciação cambial de 27,8% acumulada no ano (-4,0 p.p.), do *superavit* primário (-0,1 p.p.), do ajuste de paridade da dívida externa líquida (0,2 p.p.) e do crescimento do PIB nominal (-1,1 p.p.). As maiores alterações na



composição da DLSP nos sete primeiros meses de 2015 ocorreram na parcela credora vinculada ao câmbio (-10,1 p.p.), na parcela vinculada à taxa Selic (7,3 p.p.) e na parcela vinculada a índices de preços (1,7 p.p.). A taxa de juros implícita da DLSP, acumulada em doze meses, atingiu 27,2% em julho (19,3% em dezembro de 2014).

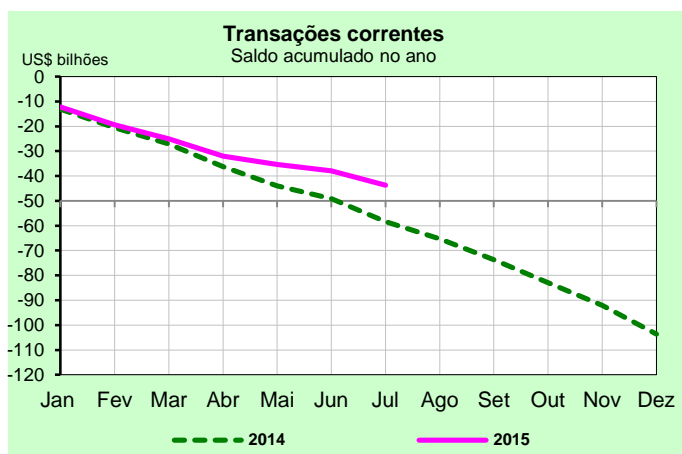
9. A balança comercial registrou superavit de US\$4,6 bilhões nos sete primeiros meses de 2015, ante deficit de US\$952 milhões em igual período de 2014. As exportações recuaram 15,5% e as importações, 19,5%, totalizando US\$112,9 bilhões e US\$108,6 bilhões, respectivamente. A corrente de comércio atingiu US\$221,1 bilhões, retração de 17,5% no período. A média diária das exportações repercutiu reduções em todas as categorias



de fator agregado, com destaque para o recuo de 22,4% nas de produtos básicos, impactadas, em especial, pelas retrações nas cotações de soja, minério de ferro e petróleo, responsáveis por 28,1% das vendas da categoria, no período². Os embarques de manufaturados decresceram 9,4% e os de semimanufaturados, 5,9%. A média diária das importações recuou 19,5%, reflexo de reduções em todas as categorias de uso: combustíveis e lubrificantes, 40,9%; bens de consumo duráveis, 20,3%; matérias-primas, 15,5%; bens de capital, 15,1%; e bens de consumo não duráveis, 5,8%. Destaque, no período, para a redução de 4,7 p.p., para 12,9%, na participação das aquisições de combustíveis e lubrificantes, evolução compatível com a trajetória das cotações do petróleo. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 15,5% registrado pelas exportações nos sete primeiros meses de 2015, em relação a igual período de 2014, refletiu, variações de -20,5% nos preços e de 6,6% no quantum. Destacaram-se as reduções nos preços de produtos básicos, 30,2%, e de semimanufaturados, 12,3%; e o aumento de 12,5% no quantum exportado de produtos básicos. Na mesma base de comparação, o recuo de 19,5% nas importações decorreu de retrações de 10,9% nos preços e de 9,7% no quantum. Destacaram-se as reduções nos preços de combustíveis e lubrificantes, 36,9%, e de bens de consumo não duráveis, 10,2%; e os recuos no volume importado de bens de consumo duráveis, 19,7%; bens de capital, 15,3%; e bens intermediários, 10,2%.

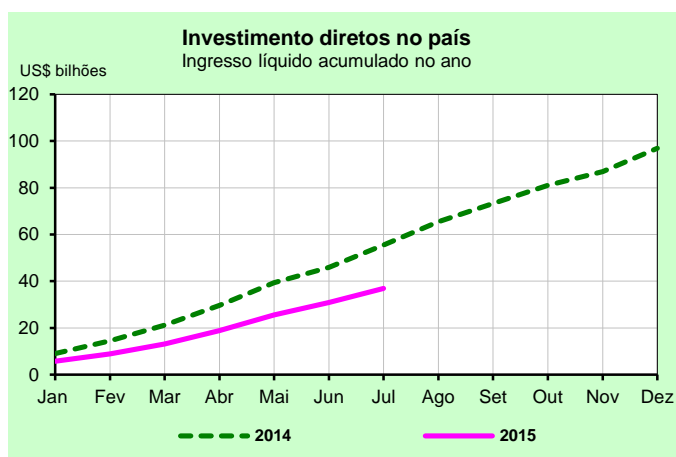
² As cotações médias dessas commodities recuaram 26,7%, 42,7% e 46,4%, respectivamente, de julho de 2015 a julho de 2014.

10. O *deficit* em transações correntes somou US\$43,7 bilhões nos sete primeiros meses de 2015 (US\$58,3 bilhões em igual período do ano anterior). As despesas líquidas de serviços atingiram US\$23,8 bilhões. O recuo de 11,8%, em relação a igual intervalo de 2014, repercutiu, especialmente, as reduções nos *deficits* das contas transportes (21,4%) e viagens internacionais (21,7%). Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e



de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram, na ordem, US\$11,6 bilhões e US\$3,4 bilhões, reduções respectivas de 21,8% e 21,9% em relação a igual intervalo de 2014. Os gastos com aluguel de equipamentos aumentaram 1,3%, no período, para US\$12,8 bilhões. As remessas líquidas com juros atingiram US\$15,2 bilhões, elevando-se 0,8% no período. Os pagamentos de juros ao exterior recuaram 1,5%, para US\$17,6 bilhões, e as receitas de juros, 13,6%, para US\$2,4 bilhões. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais recuaram 17,8%, evolução consistente com a redução das taxas de juros internacionais. A renda secundária líquida totalizou US\$1,3 bilhão nos sete primeiros meses, decrescendo 5,7% em relação a igual intervalo de 2014. Os ingressos líquidos de transferências pessoais, apesar do cenário de crescimento moderado das economias dos principais países de destinos de emigrantes brasileiros, foram impulsionados pela depreciação do real e aumentaram 8,7% no período. Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* em transações correntes totalizou US\$88,9 bilhões em julho (4,4 % do PIB).

11. A conta financeira registrou ingressos líquidos de US\$42,1 bilhões nos sete primeiros meses de 2015 (US\$55,2 bilhões em igual período de 2014). As concessões líquidas de capital sob a forma de investimentos diretos no exterior atingiram US\$12,7 bilhões (aplicações líquidas de US\$18,2 bilhões nos sete primeiros meses de 2014). As captações líquidas de investimento direto no país somaram US\$36,9 bilhões no período, dos quais US\$25,8 bilhões



referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$11,1 bilhões a empréstimos intercompanhias. O ingresso de investimento direto no país acumulado em doze meses atingiu US\$78,4 bilhões em agosto (3,9% do PIB). Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram retorno líquido de US\$768 milhões (saídas

líquidas de US\$2,9 bilhões nos sete primeiros meses de 2014). As captações líquidas de investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$23,1 bilhões (US\$33,9 bilhões nos sete primeiros meses de 2014), com ênfase nos ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações e em cotas de fundos de investimento, US\$11 bilhões, e em títulos de renda fixa negociados no país, US\$18 bilhões (ingressos líquidos de US\$9 bilhões e de US\$24,7 bilhões, respectivamente, nos sete primeiros meses de 2014).

12. Ao final de julho, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$368,3 bilhões no conceito caixa e US\$370,8 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$4,7 bilhões e -US\$3,3 bilhões em relação a dezembro de 2014). No período, a liquidação de operações de linhas com recompra proporcionou elevação de US\$8 bilhões no estoque de reservas internacionais no conceito caixa. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$1,5 bilhão e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$923 milhões e -US\$6,2 bilhões. Incorporados os impactos de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$372 bilhões ao final de 2015. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$2,7 bilhões.



B. Política Monetária no segundo 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 segundo trimestre de 2015.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$233,2 bilhões em junho, com expansões de 0,5% no mês e de 4,4% em doze meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$196,9 bilhões, elevando-se 0,3% no mês e 6,2% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$36,4 bilhões, variando 1,5% e -4,4%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

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\$3,8 trilhões em junho. O crescimento de 15,0% em doze meses refletiu aumentos de 4,1% na base restrita e de 20,3% no saldo dos títulos públicos federais, e redução de 19,4% nos depósitos compulsórios em espécie.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	296,3 - 347,8	4,8	304,2	-1,0
Base restrita ^{3/}	204,9 - 277,3	7,9	233,2	4,4
Base ampliada ^{4/}	3.395,4 - 3.985,9	11,7	3.800,8	15,0
M4 ^{4/}	4.502,5 - 6.091,7	13,3	5.282,6	13,0

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\$304,2 bilhões em junho, com reduções de 0,7% no mês e de 1,0% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$163,8 bilhões, aumentando 0,5% no mês e 8,0% em doze meses, enquanto os depósitos à vista situaram-se em R\$140,4 bilhões, com recuos respectivos de 2,0% e 9,8%.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$5,3 trilhões em junho, elevando-se 0,9% no mês e 13,0% 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\$6 bilhões no segundo trimestre de 2015, resultante de colocações líquidas de R\$64,6 bilhões no mercado primário e de R\$58,3 bilhões no mercado secundário, e de resgate de R\$292 milhões no extramercado.

19. O Copom ponderou, na reunião de abril, que o fato da inflação se encontrar em patamares elevados refletia, em grande parte, os efeitos de dois importantes 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. O Comitê considerou ainda que, desde sua última reunião, entre outros fatores, esses ajustes de preços relativos na economia tornaram o balanço de riscos para a inflação desfavorável para este ano e fizeram com que a inflação se elevasse no curto prazo e tendesse a permanecer elevada em 2015. Diante do exposto, avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 13,25% a.a., sem viés. Na reunião de junho, o Comitê afirmou a necessidade de determinação e perseverança para impedir a transmissão, para prazos mais longos, dos ajustes de preços em curso na economia brasileira. Nesse contexto, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 13,75% a.a., sem viés.

C. Política Monetária no bimestre julho-agosto de 2015

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$229,4 bilhões em agosto, com redução de 2,0% no mês e crescimento de 1,4% em doze meses. As reservas bancárias recuaram 10,2% e 16,1%, respectivamente, situando-se em R\$33,3 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$196,1 bilhões, com variações de -0,4% no mês e de 5,1% em doze meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$3,9 trilhões em agosto. A expansão de 17,7% em doze meses refletiu elevações de 0,2% na base restrita e de 21,9% no saldo de títulos públicos federais, e redução de 6,5% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, atingiram R\$299,6 bilhões em agosto, decrescendo 2,0% no mês e 2,3% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público somou R\$163,4 bilhões, com variações respectivas de -0,5% e 6,2%, e os depósitos à vista atingiram R\$136,2 bilhões, recuando 3,6% no mês e 10,8% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$5,4 trilhões em agosto, aumentando 0,9% no mês e 11,1% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o terceiro trimestre de 2015 e ocorridos em julho/agosto^{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	1,0	299,6	-2,3
Base restrita ^{3/}	209,5 - 283,5	6,4	229,4	1,4
Base ampliada ^{4/}	3.442,4 - 4.041,1	9,6	3.948,4	17,7
M4 ^{4/}	4.615,9 - 6.245,1	11,4	5.375,1	11,1

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.

24. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, resultaram em contração monetária de R\$46,4 bilhões no bimestre julho-agosto, com colocações líquidas de R\$26,7 bilhões no mercado primário e de R\$19,8 bilhões no mercado secundário.

25. 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

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

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

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.

D. Perspectivas para o quarto trimestre de 2015

26. O processo de recuperação desigual da economia global se aprofundou no segundo trimestre do ano. Nesse cenário, o aumento observado no dinamismo da atividade nos EUA e no Reino Unido contrastou com a desaceleração da recuperação na Área do Euro e com a contração registrada no PIB do Japão. Na China, embora a atividade mostrasse recuperação no segundo trimestre, dados mais recentes indicam a persistência do processo de acomodação em curso naquela economia, enquanto em importantes países emergentes, o crescimento econômico manteve-se inferior ao projetado.

27. Nesse contexto, aumentam as expectativas quanto ao início do processo de normalização da política monetária nos EUA e no Reino Unido, e cresce a perspectiva de manutenção e/ou ampliação, no médio prazo, do caráter acomodatório da política monetária na Área do Euro, no Japão e na China.

28. Após período de relativa estabilidade, a aversão ao risco voltou a crescer no decorrer do trimestre encerrado em agosto, repercutindo, inicialmente, o impasse em relação à Grécia e o início das perdas nas bolsas chinesas, e, em sequência, incertezas associadas às alterações introduzidas na política cambial chinesa, ao ritmo de recuperação da atividade global e ao início da normalização da política monetária nos EUA.

29. No Brasil, os resultados parciais do balanço de pagamentos de 2015 ratificaram a perspectiva de redução significativa no *deficit* em transações correntes, em ambiente de depreciação do real e contração da atividade interna. A continuidade do processo de ajuste macroeconômico em curso no Brasil deverá seguir favorecendo a trajetória benigna das transações correntes.

30. Os ingressos líquidos de capitais estrangeiros seguiram financiando o *deficit* adequadamente, com destaque para a entrada líquida de investimento estrangeiro direto e de investimentos em carteira. Esses afluxos, associados a taxas de rolagens de títulos e empréstimos, próximas a 100% nos primeiros oito meses deste ano, implicaram recursos ao resultado das transações corrente.

31. Ressalte-se que recente reclassificação da dívida soberana do país por uma das principais agências de *rating* traz riscos a esse cenário, uma vez que incorpora

custos adicionais a captações de empresas e reduz a capacidade do país em atrair novos investimentos e aplicações. Ainda assim, tendem a prevalecer condições apropriadas ao financiamento das contas externas.

32. Ressalte-se, ainda, que o estoque de reservas internacionais no conceito de liquidez permaneceu representando, em agosto, 22 meses de importações de bens e o triplo das amortizações de compromissos de dívida total vincendas nos próximos doze meses.

33. A atividade econômica no Brasil segue sob influência do ajuste macroeconômico em curso no país. Os efeitos desse processo, necessário e essencial para a consolidação de fundamentos que favoreçam a convergência da inflação para a meta no final de 2016, tendem a estar ampliados pelo ambiente associado a eventos não econômicos. Nesse contexto, o PIB recuou, na margem, 1,9% no segundo trimestre de 2015, dados dessazonalizados.

34. Ressalte-se que a análise da evolução do PIB sob a ótica da demanda evidencia tanto a perda de dinamismo do consumo das famílias e dos investimentos, em ambiente de retrações importantes nos indicadores de confiança de consumidores e empresários, quanto a maior contribuição do componente externo da demanda, compatível com o cenário de retração na renda disponível interna e de depreciação da moeda brasileira.

35. Estatísticas mais recentes, a exemplo da produção industrial de julho e dos indicadores coincidentes de vendas do comércio em julho e agosto, assim como os indicativos de manutenção da taxa básica de juros no atual patamar, indicam continuidade da moderação da atividade doméstica no curto prazo.

36. O desempenho das operações de crédito do sistema financeiro esteve condicionado, no trimestre encerrado em julho, pelo processo de ajuste macroeconômico em curso no país. Nesse cenário, ocorreram elevação nas taxas de juros ativas e relativa estabilidade nas taxas de inadimplência e nos meios de pagamento.

37. Os impactos das medidas de ajuste fiscal adotadas desde o início do ano, embora relevantes, não reverteram o desempenho desfavorável das contas públicas, impactado pela recuo da arrecadação associada à contração do nível de atividade. Nesse contexto, medidas que concorram para o reequilíbrio das contas públicas mostram-se fundamentais para a estabilidade macroeconômica e para a retomada da confiança e do nível de atividade.

38. A inflação ao consumidor desacelerou no trimestre encerrado em agosto, comparativamente ao trimestre anterior. Os índices de preços ao produtor também arrefeceram no período, repercutindo, em parte, a diminuição dos efeitos da depreciação cambial sobre os preços de produtos industriais e o comportamento favorável de

importantes itens agrícolas. Considerados intervalos de doze meses, os preços ao consumidor seguiram em elevação no período, evolução consistente com os processos de ajustes de preços relativos – preços domésticos em relação aos internacionais e preços administrados em relação aos livres – em curso na economia.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2015.

39. A programação dos agregados monetários para o quarto trimestre de 2015 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 ano de 2015^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	305,1 - 358,1	-5,4
Base restrita ^{3/}	214,8 - 290,6	-2,5
Base ampliada ^{4/}	3.575,9 - 4.197,8	10,2
M4 ^{4/}	4.647,3 - 6.287,6	9,5

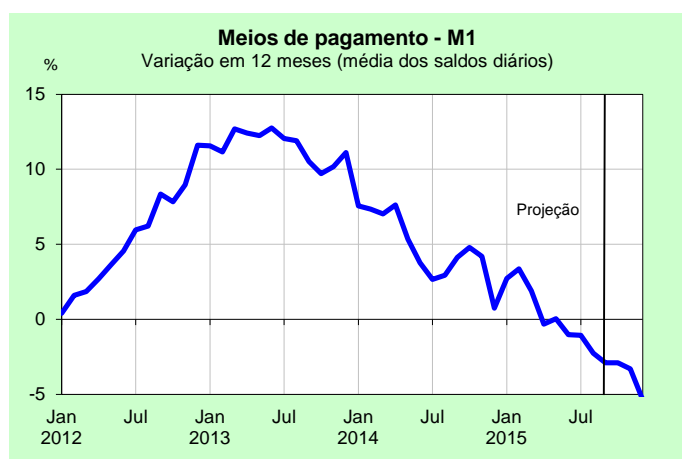
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

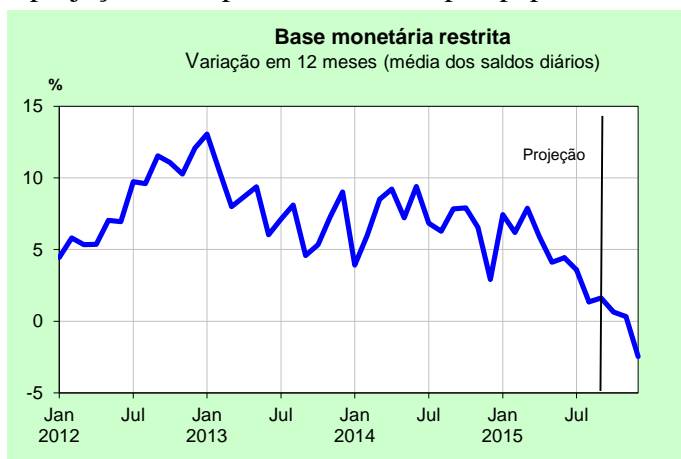
4/ Saldo em fim de período.

40. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se as trajetórias esperadas para o produto e para a taxa Selic, e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em decorrência, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento (M1) foi estimada em -5,4% para dezembro de 2015.

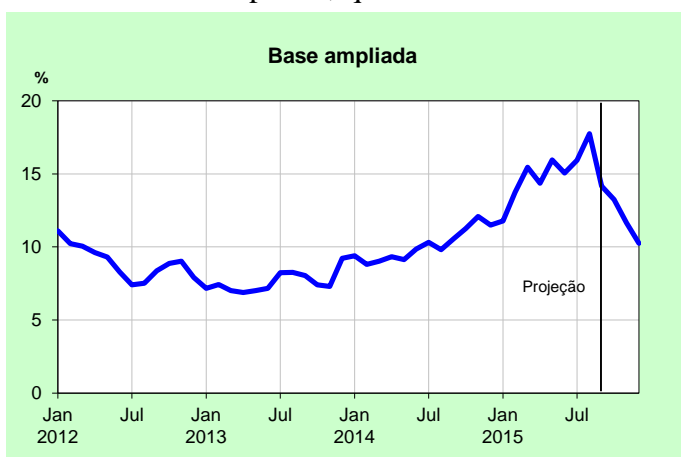


41. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e a elevação da massa salarial.

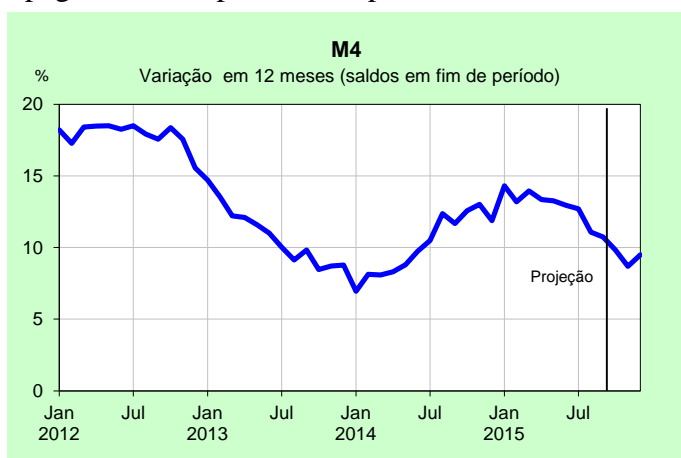
42. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se diminuição em doze meses para o saldo médio da base monetária de 2,5% em dezembro de 2015.



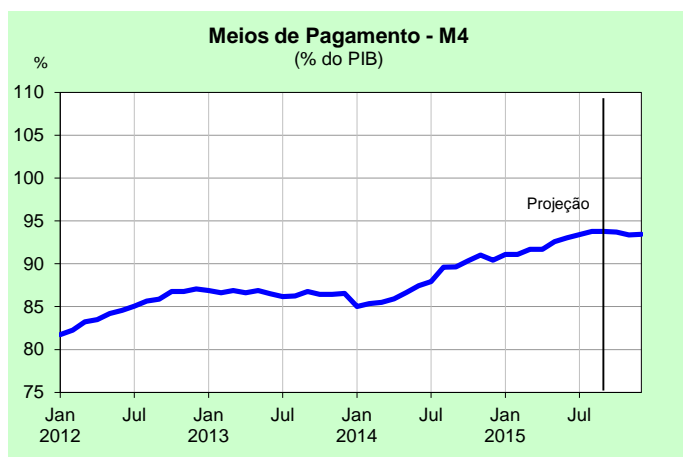
43. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 10,2% em dezembro de 2015.



44. 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 9,5% em dezembro de 2015.



45. A proporção entre o M4 e o PIB deverá apresentar expansão ao longo de 2015, consistente com o comportamento esperado para as respectivas variáveis no período.



46. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre julho-agosto de 2015, bem como os valores previstos para o quarto trimestre de 2015.

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

Discriminação	2014		2015			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	350,4	3,4	299,6	-2,3	331,6	-5,4
Base restrita ^{4/}	259,0	7,8	229,4	1,4	252,7	-2,5
Base ampliada ^{5/}	3.525,4	13,2	3.948,4	17,7	3.886,8	10,2
M4 ^{5/}	4.993,1	13,4	5.375,1	11,1	5.467,5	9,5

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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2014		2015			
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
			Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,353	-4,1	1,306	-3,6	1,313	-3,0
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,252	6,1	0,244	-6,0	0,245	-2,6
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,506	5,8	0,545	8,6	0,540	6,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,416	0,2	1,337	-7,3	1,407	-0,6

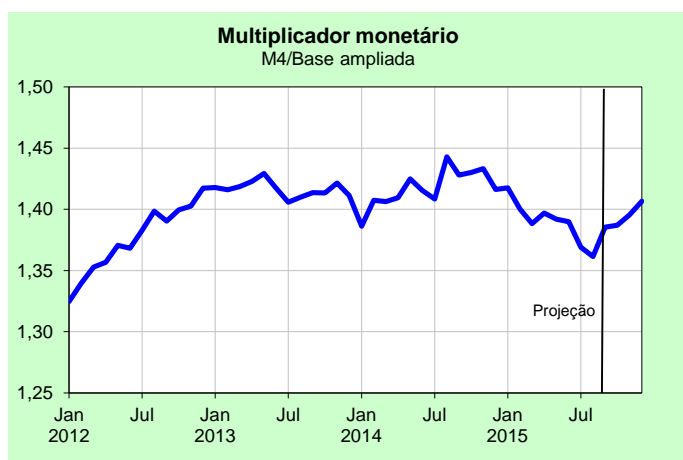
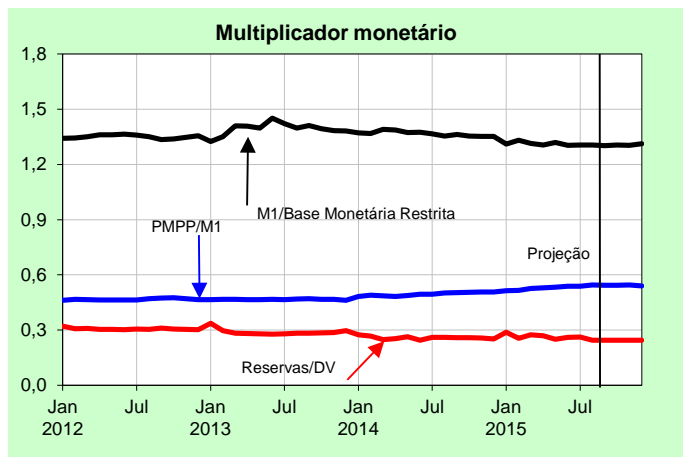
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

48. Os multiplicadores da base monetária restrita e da base monetária ampliada não deverão apresentar tendência pronunciada em qualquer direção ao longo do quarto trimestre de 2015.



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	296,3 - 347,8	4,8	304,2	-1,0
Base restrita ^{3/}	204,9 - 277,3	7,9	233,2	4,4
Base ampliada ^{4/}	3.395,4 - 3.985,9	11,7	3.800,8	15,0
M4 ^{4/}	4.502,5 - 6.091,7	13,3	5.282,6	13,0

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 terceiro trimestre de 2015 e ocorridos em julho/agosto^{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	1,0	299,6	-2,3
Base restrita ^{3/}	209,5 - 283,5	6,4	229,4	1,4
Base ampliada ^{4/}	3.442,4 - 4.041,1	9,6	3.948,4	17,7
M4 ^{4/}	4.615,9 - 6.245,1	11,4	5.375,1	11,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 3. Programação monetária para o ano de 2015^{1/}

Discriminação	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	305,1 - 358,1	-5,4
Base restrita ^{3/}	214,8 - 290,6	-2,5
Base ampliada ^{4/}	3.575,9 - 4.197,8	10,2
M4 ^{4/}	4.647,3 - 6.287,6	9,5

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	2014		2015			
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
			R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	350,4	3,4	299,6	-2,3	331,6	-5,4
Base restrita ^{4/}	259,0	7,8	229,4	1,4	252,7	-2,5
Base ampliada ^{5/}	3.525,4	13,2	3.948,4	17,7	3.886,8	10,2
M4 ^{5/}	4.993,1	13,4	5.375,1	11,1	5.467,5	9,5

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	2014		2015			
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Julho - Agosto		Ano ^{2/}	
			Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,353	-4,1	1,306	-3,6	1,313	-3,0
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,252	6,1	0,244	-6,0	0,245	-2,6
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,506	5,8	0,545	8,6	0,540	6,7
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,416	0,2	1,337	-7,3	1,407	-0,6

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.