

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2015

Dezembro – 2014



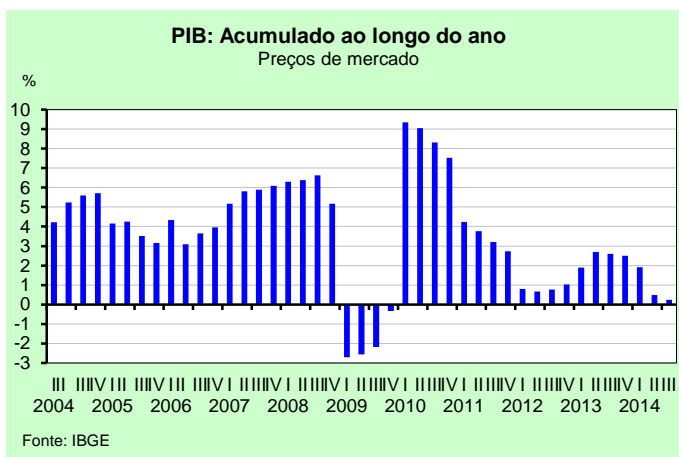
BANCO CENTRAL DO BRASIL

Programação Monetária para o primeiro trimestre e para o ano de 2015

A. A economia brasileira no quarto trimestre de 2014

1. O PIB cresceu 0,1% no terceiro trimestre de 2014, em relação ao anterior, após dois resultados trimestrais negativos, segundo dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Sob a ótica da oferta, houve variações trimestrais de -1,9% na produção da agropecuária, de 1,7% na da indústria e de 0,5% na do setor de serviços.

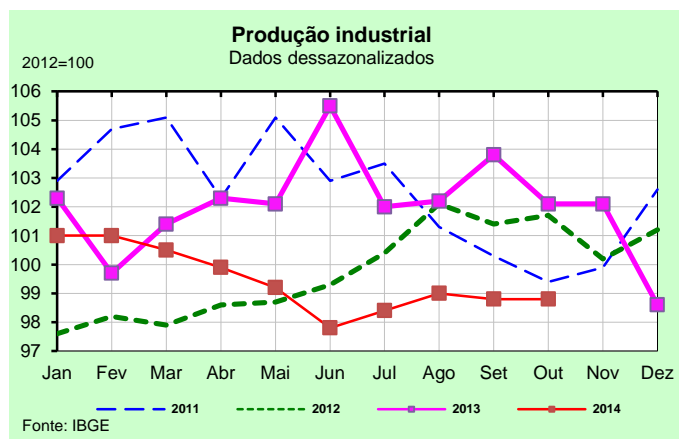
A recuperação do setor industrial, após quatro trimestres consecutivos de queda, repercutiu, em especial, os aumentos nas indústrias de transformação (0,7%), da construção civil (1,3%) e extrativa (2,2%). No setor de serviços, destaque para o crescimento de 0,4% no comércio. No âmbito da demanda doméstica, o consumo do governo e a formação bruta de capital fixo (FBCF) cresceram 1,3% e o consumo das famílias recuou 0,3% no trimestre, enquanto no setor externo ocorreram variações de 1,0% nas exportações e de 2,4% nas importações. O PIB recuou 0,2% em relação ao terceiro trimestre de 2013. Sob a ótica da oferta, destacou-se a retração de 1,5% na produção da indústria. A produção da agropecuária cresceu 0,3% e o setor de serviços avançou 0,5%. A análise da demanda indica que a contribuição do componente doméstico para o aumento interanual do PIB atingiu -0,6 p.p. no terceiro trimestre de 2014 e a do setor externo, 0,4 p.p. com as exportações elevando-se 3,8% e as importações, 0,7%.



A recuperação do setor industrial, após quatro trimestres consecutivos de queda, repercutiu, em especial, os aumentos nas indústrias de transformação (0,7%), da construção civil (1,3%) e extrativa (2,2%). No setor de serviços, destaque para o crescimento de 0,4% no comércio. No âmbito da demanda doméstica, o consumo do governo e a formação bruta de capital fixo (FBCF) cresceram 1,3% e o consumo das famílias recuou 0,3% no trimestre, enquanto no setor externo ocorreram variações de 1,0% nas exportações e de 2,4% nas importações. O PIB recuou 0,2% em relação ao terceiro trimestre de 2013. Sob a ótica da oferta, destacou-se a retração de 1,5% na produção da indústria. A produção da agropecuária cresceu 0,3% e o setor de serviços avançou 0,5%. A análise da demanda indica que a contribuição do componente doméstico para o aumento interanual do PIB atingiu -0,6 p.p. no terceiro trimestre de 2014 e a do setor externo, 0,4 p.p. com as exportações elevando-se 3,8% e as importações, 0,7%.

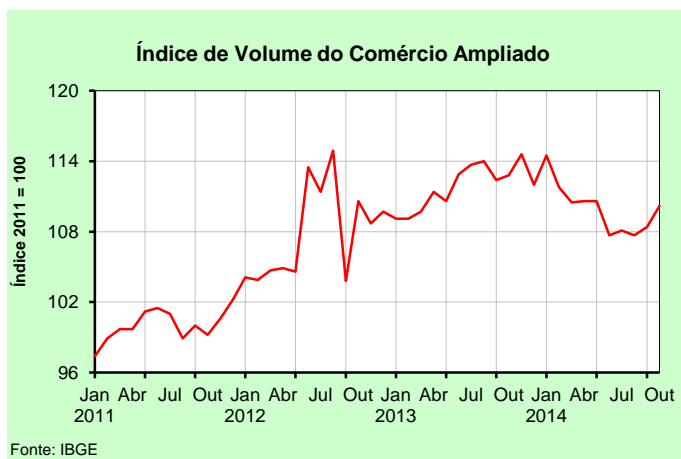
2. A produção física da indústria aumentou 0,4% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao terminado em julho, quando recuara 2,1%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF) do IBGE.

A produção da indústria extrativa cresceu 3,1% e a da indústria de transformação, 0,1%, com destaque para as elevações nas atividades fumo (18,8%), equipa-



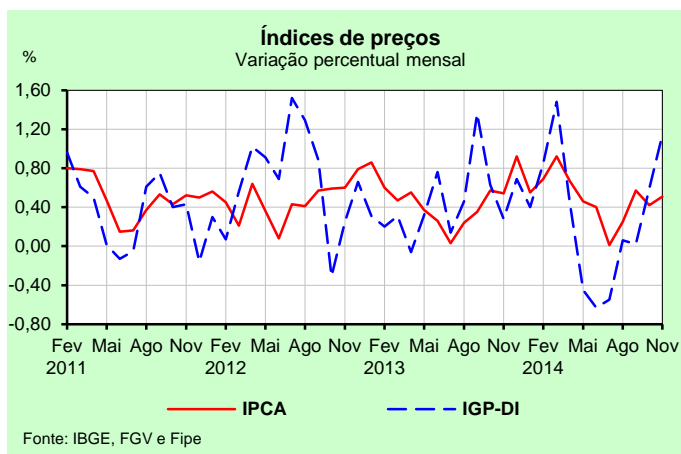
mentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos (7,5%) e veículos automotores (6,9%). A análise por categorias de uso indica expansões trimestrais nas produções de bens de consumo duráveis (7,2%), bens de capital (4,8%) e de bens intermediários (0,4%), e recuo de 0,4% na de bens de consumo semi e não duráveis.

3. As vendas do comércio ampliado, embora registrassem aumento mensal de 1,7% em outubro, apresentaram estabilidade no trimestre encerrado nesse mês, em relação ao finalizado em julho, quando haviam decrescido 2,0%, no mesmo tipo de comparação, dados dessazonalizados. As vendas aumentaram em seis dos dez segmentos pesquisados, destacando-se as elevações nas de equipamentos e material para escritório e informática (6,4%) e



artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria (3,7%). As maiores retrações ocorreram em livros, jornais, revistas e papelaria (2%) e móveis e eletrodomésticos (0,5%). As vendas do comércio varejista[1] cresceram 1,1% no período, após sequencia de seis resultados trimestrais negativos.

4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 1,51% no trimestre encerrado em novembro (0,66% no terminado em agosto), resultado de aceleração dos preços livres (de 0,51% para 1,51%) e dos monitorados (de 1,15% para 1,51%). A evolução dos preços livres decorreu de aumentos nas variações dos preços dos itens não comercializáveis (de 0,33% para 1,67%), destacando-se a aceleração dos

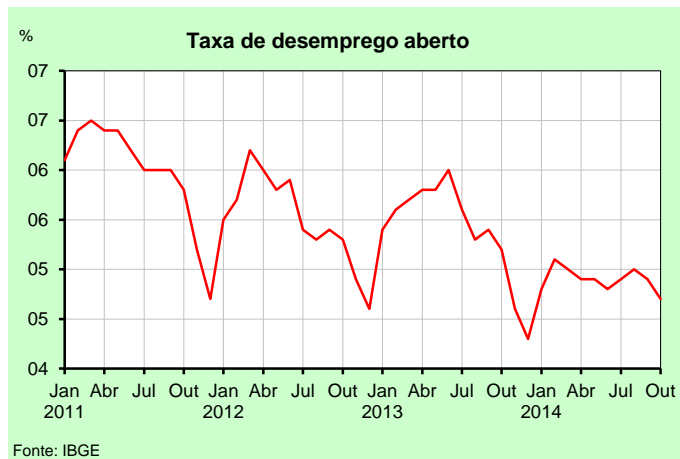


preços dos produtos *in natura*, e dos itens comercializáveis (de 0,74% para 1,33%), com ênfase no impacto das variações de preços nos itens roupas e carnes. A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 6,56% em novembro (6,51% em agosto), resultado de desaceleração dos preços livres, de 6,95% para 6,76%, e aceleração dos monitorados, de 5,07% para 5,83%. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, variou 1,76% no trimestre encerrado em novembro (-1,12% no finalizado em agosto). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de -2,17% para 2,00%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 0,55% para

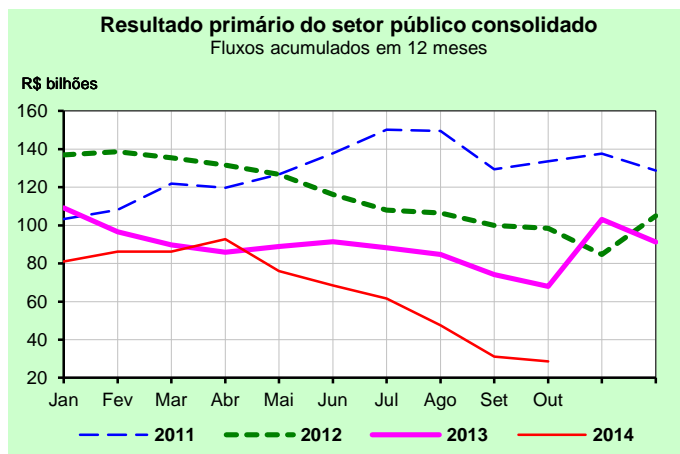
[1] Conceito que exclui do comércio ampliado os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção.

1,58%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,49% para 0,77%. Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 4,10% em novembro (4,63% em agosto e 5,49% em novembro de 2013).

5. A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, situou-se em 4,9% no trimestre encerrado em outubro (5,3% em igual período do ano anterior). Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu 4,8% no trimestre até outubro e 4,7% no até julho, aumento decorrente de elevação de 0,1% na população ocupada e de estabilidade na população economicamente ativa. A economia brasileira gerou 194,9 mil postos formais de trabalho no trimestre encerrado em outubro de 2014 (433,6 mil em igual período de 2013), segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Destacaram-se as criações líquidas de empregos no setor de serviços (136,1mil) e no comércio (109,8 mil), e a eliminação de 38,1 mil vagas na agropecuária.

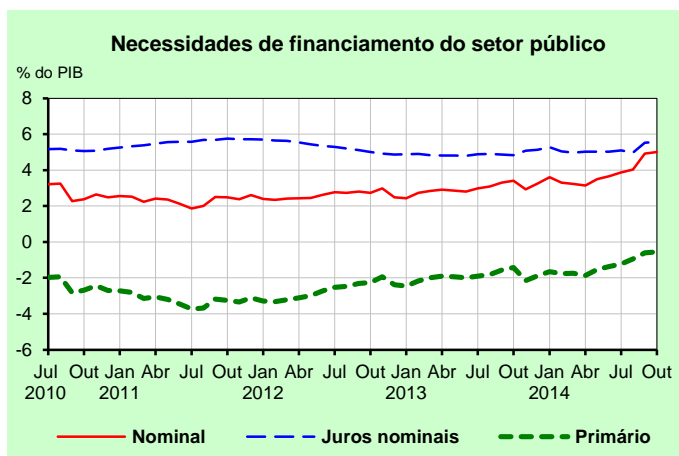


6. O setor público consolidado registrou *deficit* primário de R\$11,6 bilhões (0,27% do PIB) nos dez primeiros meses de 2014, ante *superavit* primário de R\$51,2 bilhões (1,28% do PIB) em igual período de 2013. Houve redução do *superavit* em todas as esferas do setor público, com destaque para o Governo Central (1,15 p.p. do PIB). A receita bruta do Governo Federal atingiu R\$750 bilhões, elevando-se 5,6% no período, destacando-se os crescimentos nas receitas de dividendos (22,2%); do Imposto de Renda (7,1%), influenciado pelo aumento da massa salarial e das aplicações financeiras de renda fixa; e de *royalties* (9,4%). As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$524,5 bilhões, com expansão de 15,2% no período. As despesas de pessoal e encargos sociais cresceram 7,4% e as de custeio e capital, 19,5%, com destaque para os aumentos nas relacionadas à compensação ao Fundo do Regime Geral de Previdência Social – RGPS (106,9%), ao PAC (41,1%) e às despesas discricionárias (16,3%). Em contrapartida, as despesas com sub-

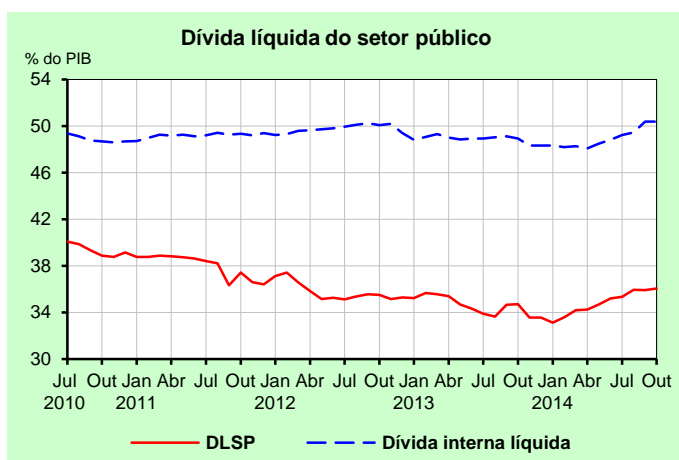


sídios e subvenções econômicas recuaram 12,2% nos dez primeiros meses de 2014, em relação a igual período de 2013.

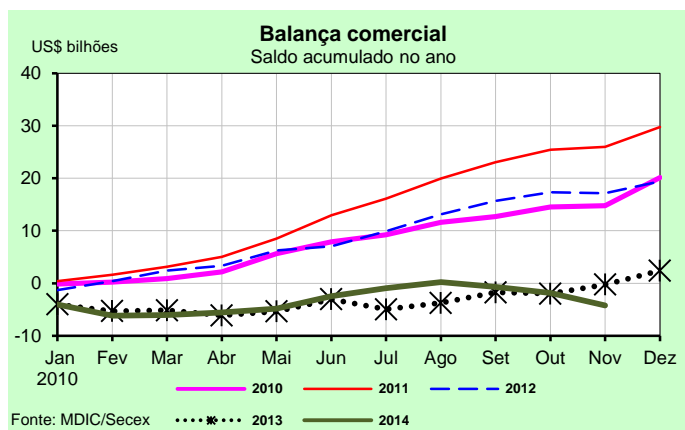
7. Os juros nominais apropriados por competência totalizaram R\$230,7 bilhões (5,43% do PIB) nos dez primeiros meses de 2014 (4,89% do PIB em igual intervalo de 2013). Essa trajetória reflete, em parte, a elevação, de 6,61% para 8,93%, da taxa Selic acumulada no ano, nos períodos considerados. O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi deficitário em R\$242,2 bilhões (5,71% do PIB) nos dez primeiros meses de 2014 (3,61% do PIB no mesmo período de 2013). Ocorreram, no período, expansões da dívida mobiliária e do financiamento externo líquido, e reduções na dívida bancária líquida e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.



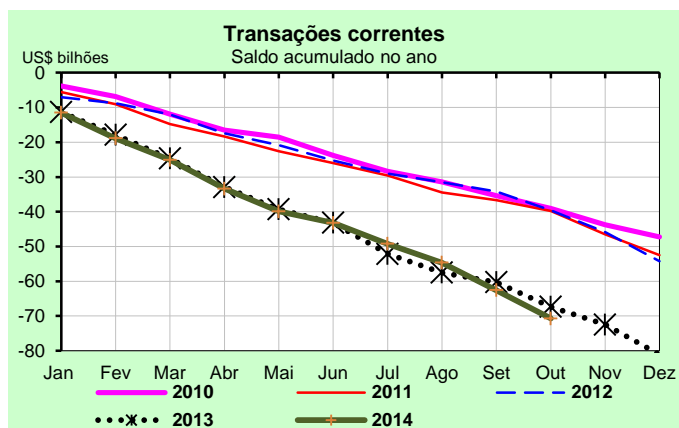
8. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.842,1 bilhões em outubro (36,1% do PIB). A elevação de 2,5 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2013 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais (4,5 p.p.), do *deficit* primário (0,2 p.p.), da depreciação cambial de 4,3% acumulada no ano (-0,6 p.p.), do ajuste de paridade da dívida externa líquida (0,2 p.p.), do reconhecimento de ativos (-0,1 p.p.) e do efeito do crescimento do PIB nominal (-1,7 p.p.). As maiores alterações na composição da DLSP nos dez primeiros meses de 2014 ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa Selic (11,4 p.p.) e pré-fixada (-6,1 p.p.), que passaram a representar, na ordem, 73,7% e 45,6% da DLSP ao final de outubro.



9. A balança comercial apresentou *deficit* de US\$4,2 bilhões nos onze primeiros meses de 2014 (déficit de US\$251 milhões em igual período de 2013). As exportações totalizaram US\$207,6 bilhões, as importações, US\$211,8 bilhões, e a corrente de comércio, US\$419,4 bilhões, variando, -6,1%, 4,3% e 5,2%, respectivamente, no período. A média diária das exportações recuou 5,7% no período. Destacaram-se as reduções nas vendas de manufaturados (12,4%), semimanufaturados (4,0%) e de produtos básicos (1,8%), que representaram, na ordem, 35,3%, 12,8% e 49,1% do total exportado pelo país, no período. As importações médias diárias recuaram 3,9%, com destaque para as reduções de 7,7% nas aquisições de bens de consumo duráveis e de 6,6% nas de bens de capital, cujas participações no total das compras externas do país recuaram 0,4 p.p. e 0,6 p.p., respectivamente, no período. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 4,2% no valor das exportações nos dez primeiros meses de 2014, em relação a igual período do ano anterior, refletiu recuo de 4,2% nos preços e estabilidade no *quantum*. Ocorreram reduções de preços em todas as categorias de fator agregado: básicos (7,0%), impactada pela retração nas cotações internacionais de minério de ferro e petróleo; semimanufaturados (4,0%); e manufaturados (0,4%). O *quantum* exportado dessas categorias variou 7,8%, -0,3% e -10,4%, respectivamente, no período.

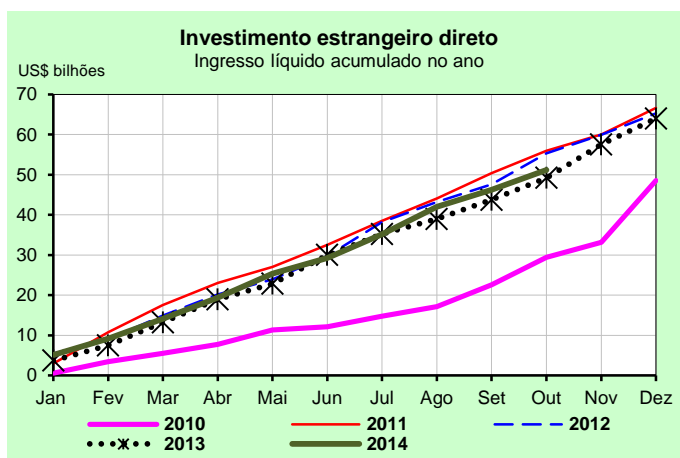


10. O deficit em transações correntes somou US\$70,7 bilhões nos dez primeiros meses de 2014 (US\$67,4 bilhões em igual período do ano anterior). Considerados intervalos de doze meses, o deficit totalizou US\$84,4 bilhões em outubro (3,73 % do PIB). As despesas líquidas de serviços atingiram US\$40 bilhões (aumento de 1,3% na comparação com os dez primeiros meses de 2013), com destaque para a expansão de 17,3% nos gastos líquidos com aluguel de equipamentos e para o recuo de 10,3% nas despesas líquidas com transportes. Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram US\$21,8 bilhões e US\$5,9 bilhões, respectivamente (elevações, na ordem, de 4,0% e 6,2% em relação a igual intervalo de 2013). As remessas líquidas com juros totalizaram US\$10,9 bilhões (recuo de 0,4%). Os pagamentos de juros ao exterior diminuíram 3,2%, para US\$14,5 bilhões, e as receitas de juros, 12,4%, para US\$3,6 bilhões. Em particular, as receitas



provenientes da remuneração das reservas internacionais recuaram 13,1%, evolução consistente com o comportamento das taxas de juros internacionais.

11. Os ingressos líquidos de IED atingiram US\$51,2 bilhões nos dez primeiros meses do ano (US\$49,2 bilhões em igual período de 2013), dos quais US\$37,6 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$13,6 bilhões a empréstimos intercompanhias. Considerados intervalos de doze meses, o IED atingiu US\$66 bilhões em outubro (2,91% do PIB). As aplicações líquidas de investimentos brasileiros em



carteira no exterior totalizaram saída de US\$5 bilhões nos dez primeiros meses de 2014 (US\$9 bilhões no período correspondente de 2013), dos quais US\$4,7 bilhões sob a forma de títulos estrangeiros. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$43,1 bilhões. Os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somaram US\$12,5 bilhões e as aplicações líquidas de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país, US\$29 bilhões (US\$9,9 bilhões e US\$28 bilhões, respectivamente, nos dez primeiros meses de 2013).

12. As reservas internacionais totalizaram, em novembro, US\$375,4 bilhões no conceito caixa e US\$375,6 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$16,6 bilhões e -US\$200 milhões em relação a dezembro de 2013). No período, houve compras líquidas de operações de linhas com recompra no valor de US\$16,8 bilhões. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$2,8 bi-



lhões; as variações por preços aumentaram o estoque das reservas em US\$2,3 bilhões; e as mudanças de paridades determinaram impacto de -US\$6,3 bilhões. Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$376,3 bilhões, no conceito caixa, e US\$376,5 bilhões, no conceito liquidez, ao final de 2014. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3 bilhões; despesas de juros de US\$2,6 bilhões; amortizações de US\$2,8 bilhões; e compras líquidas de operações de linhas de US\$16,8 bilhões.

B. Política Monetária no terceiro trimestre de 2014

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 2014.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$231,8 bilhões em setembro, com crescimentos de 2,4% no mês e de 7,8% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido totalizou R\$191,3 bilhões, elevando-se 2,5% e 8,6%, respectivamente, e as reservas bancárias atingiram R\$40,5 bilhões, com aumentos de 2,2% no mês e de 4,3% 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\$3,4 trilhões, elevando-se 1,2% no mês e 10,6% em doze meses. Esta variação refletiu aumentos de 3,8% na base restrita e de 12,7% no saldo dos títulos públicos federais, com redução de 2,7% nos depósitos compulsórios em espécie.

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2014^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	291,7 - 342,5	4,5	315,8	4,1
Base restrita ^{3/}	198,9 - 269,1	8,9	231,8	7,8
Base ampliada ^{4/}	3 088,0 - 3 625,1	8,7	3 414,7	10,6
M4 ^{4/}	4 045,8 - 5 473,7	9,0	4 873,6	12,2

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\$315,8 bilhões em setembro, elevando-se 3,1% no mês e 4,1% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$159 bilhões (aumentos respectivos de 3,3% e 9,6%) e os depósitos à vista, R\$156,8 bilhões (aumento de 2,8% no mês e recuo de 1,0% em doze meses).

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$4,9 trilhões em setembro, elevando-se 0,7% no mês e 12,2% 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\$82,8 bilhões no terceiro trimestre de 2013, resultante de resgates líquidos de R\$91,2 bilhões

no mercado primário e de venda líquida de títulos de R\$174 bilhões no mercado secundário.

19. O Copom ponderou, nas reuniões de julho e setembro, que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribuía para que a inflação ainda mostrasse resistência, e ressaltou que esse movimento vem sendo condicionado por dois importantes processos de ajustes de preços relativos ora em curso na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê reconheceu que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação e reafirmou sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. A propósito, para combater essas e outras pressões inflacionárias, as condições monetárias foram apertadas, mas o Comitê avaliou que os efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação, em parte, ainda estão por se materializar. Além disso, considerou que, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação tendem a ser potencializados. Diante disso, avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, nas duas reuniões, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés.

C. Política Monetária no bimestre outubro-novembro de 2014

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$236 bilhões em novembro, aumentando 0,8% no mês e 6,5% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$40,3 bilhões (recuos respectivos de 0,8% e 4%) e o saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$195,7 bilhões (aumentos de 1,1% no mês e de 9,0% em doze meses).

21. A base monetária ampliada totalizou R\$3,5 trilhões em novembro, com aumentos de 1,0% no mês e de 12,1% em doze meses. O resultado anual refletiu elevações de 12,1% na base restrita e de 14,6% no saldo de títulos públicos federais, e decréscimo de 8,6% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, somaram R\$319,3 bilhões em novembro (aumentos de 0,7% no mês e de 4,2% em doze meses). O saldo do papel-moeda em poder do público atingiu R\$161,9 bilhões, com expansões respectivas de 1,3% e 10,5%, e os depósitos à vista totalizaram R\$157,3 bilhões, com acréscimo mensal de 0,1% e retração interanual de 1,6%.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$5 trilhões em novembro (aumentos de 0,9% no mês e de 13,6% em doze meses).

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o quarto trimestre de 2014 e ocorridos em outubro/novembro^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses ^{2/}	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	322,6 - 378,8	3,5	319,3	4,2
Base restrita ^{3/}	216,3 - 292,7	5,9	236,0	6,5
Base ampliada ^{4/}	3 171,3 - 3 722,8	10,7	3 488,4	12,1
M4 ^{4/}	4 225,1 - 5 716,3	11,5	4 979,3	13,6

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\$11,8 bilhões no bimestre outubro-novembro. Ocorreram resgate líquido de R\$26,8 bilhões no mercado primário e venda líquida de títulos de R\$ 38,6 bilhões no mercado secundário.

25. O Copom avaliou, na reunião de outubro, que desde sua última reunião, entre outros fatores, a intensificação dos ajustes de preços relativos na economia havia tornado o balanço de riscos para a inflação menos favorável. Nesse cenário, a maioria dos membros do Comitê considerou oportuno ajustar, de imediato, as condições monetárias, de modo a garantir, a um custo menor, a prevalência de um cenário mais benigno para a inflação em 2015 e 2016. O Copom, então, decidiu elevar a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela manutenção da taxa Selic em 11,00% a.a. Na reunião de dezembro, considerando os efeitos cumulativos e defasados da política monetária, entre outros fatores, o Copom decidiu, por unanimidade, intensificar o ajuste da taxa Selic e elevá-la em 0,50 p.p., para 11,75% a.a., sem viés.

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

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

D. Perspectivas para o primeiro trimestre e para o ano de 2015

26. As principais economias voltaram a apresentar ritmo de expansão heterogêneo no terceiro trimestre do ano. De um lado, EUA, Reino Unido e China mostraram taxas de crescimento expressivas, contrastando com o resultado negativo no Japão e com expansão modesta na Área do Euro.

27. Nesse cenário, em que as cotações das *commodities* seguiram deprimidas e a inflação ao consumidor nas principais economias maduras manteve-se em patamar reduzido, o FED anunciou o término do programa de compras de ativos. Os bancos centrais da Área do Euro e do Japão ampliaram suas políticas de afrouxamento quantitativo, a fim de diluir riscos de deflação em suas respectivas jurisdições.

28. No Brasil, o *deficit* em transações correntes totalizou US\$70,7 bilhões nos dez primeiros meses do ano, 4,5% maior do que em igual período de 2013. Para isso

contribuíram, em especial, o *deficit* da balança comercial e a elevação de remessas de lucros.

29. As condições de financiamento do *deficit* em transações correntes permanecem confortáveis. Nesse sentido, o fluxo de investimento direto - modalidade de ingresso mais expressiva - atingiu US\$51,2 bilhões nos dez primeiros meses de 2014. A taxa de rolagem atingiu 151% no período, implicando captações líquidas positivas; e os ingressos líquidos em títulos de renda fixa e ações também superaram o patamar de igual período de 2013.

30. Prospectivamente, o maior crescimento global, a depreciação do Real e ampliação da produção interna de petróleo deverão favorecer a balança comercial em 2015. Além disso, os fluxos de investimento estrangeiro direto tendem a continuar sendo a principal fonte de financiamento do *déficit* em conta corrente.

31. A atividade econômica interna mostrou recuperação moderada no terceiro trimestre de 2014, quando o PIB cresceu 0,1% em relação ao segundo, após dois recuos trimestrais consecutivos, segundo dados dessazonalizados do IBGE. O resultado repercutiu, sob a ótica da oferta, desempenhos positivos dos setores industrial (1,7%) – após quatro recuos consecutivos – e de serviços (0,5%), e recuo de 1,9% na produção da agropecuária. No âmbito da demanda doméstica, destacaram-se a recuperação dos investimentos – após quatro recuos consecutivos – e a contração do consumo das famílias.

32. Indicadores já divulgados, relacionados à produção industrial e às vendas varejistas, sugerem expansão moderada da atividade no quarto trimestre. Os primeiros prognósticos para o desempenho da safra agrícola em 2015 mostraram-se positivos.

33. Nesse ambiente, as operações de crédito do sistema financeiro continuaram em expansão moderada no trimestre encerrado em outubro, com taxas de crescimento semelhantes nas carteiras de pessoas jurídicas – com destaque para os desembolsos do BNDES – e de pessoas físicas – com destaque para financiamentos habitacionais e operações de crédito consignado. Especificamente sobre crédito consignado, o desempenho do segmento foi impulsionado pela alteração no limite de prazos para contratações.

34. As taxas de juros médias e os *spreads* recuaram no trimestre, período em que a inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, atingiu o menor nível da série iniciada em março de 2011.

35. A moderação do crescimento econômico e a adoção de medidas de incentivo à atividade de setores específicos tiveram impactos significativos sobre a arrecadação neste ano. Esse fato, associado ao crescimento de algumas despesas acima do

projetado, em especial de custeio e capital, foram determinantes para que o setor público consolidado registrasse *deficit* primário de R\$11,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2014.

36. As taxas de inflação aumentaram no trimestre finalizado em novembro, em relação ao encerrado em agosto. Nesse contexto, os preços ao produtor repercutiram, em especial, a reversão da deflação no segmento de produtos agropecuários; os preços ao consumidor refletiram, sobretudo, o aumento nos preços de alimentação, vestuário e transportes; e os núcleos de inflação ao consumidor, nos distintos critérios de cálculo, aceleraram.

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

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	300,6 - 352,9	5,3	335,2 - 393,5	3,9
Base restrita ^{3/}	206,3 - 279,1	8,8	231,2 - 312,8	5,7
Base ampliada ^{4/}	3 334,2 - 3 914,0	13,0	3 588,3 - 4 212,3	11,8
M4 ^{4/}	4 407,7 - 5 963,4	15,0	4 797,4 - 6 490,7	12,1

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

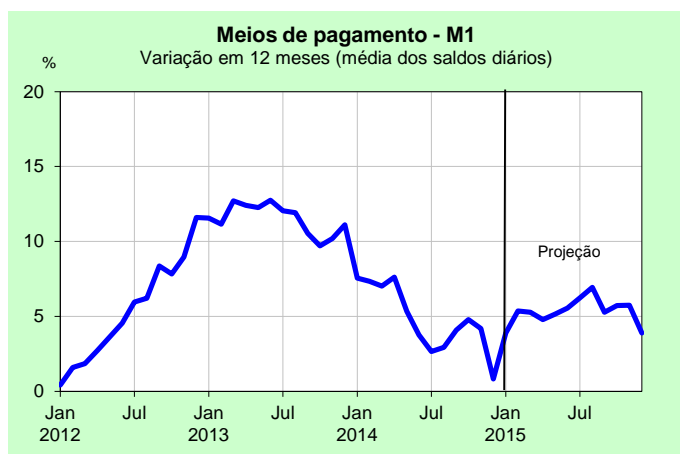
3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

E. Metas indicativas da evolução dos agregados monetários para o primeiro trimestre e para o ano de 2015.

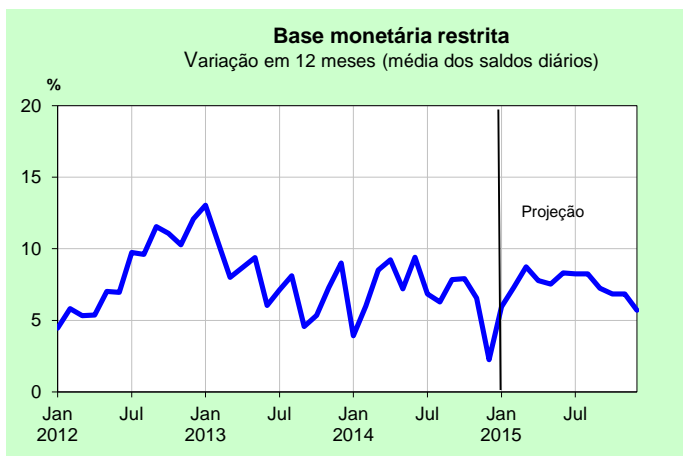
37. A programação dos agregados monetários para o primeiro trimestre de 2015 considerou o cenário provável para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e de câmbio, e de outros indicadores pertinentes, além de ser consistente com o atual regime de política monetária, baseado no sistema de metas para a inflação.

38. As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerados 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 3,9% para dezembro de 2015.

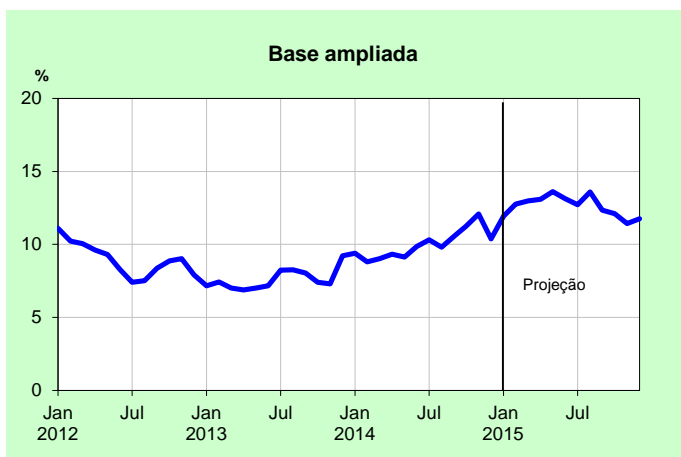


39. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, além das operações de crédito do sistema financeiro, a elevação da massa salarial e a antecipação de parcela do décimo terceiro salário concedida a aposentados e pensionistas, bem como as restituições do imposto de renda.

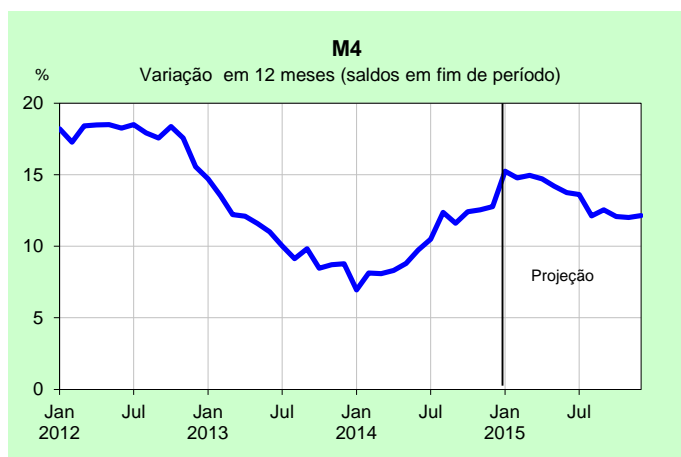
40. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 5,7% em doze meses para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2015.



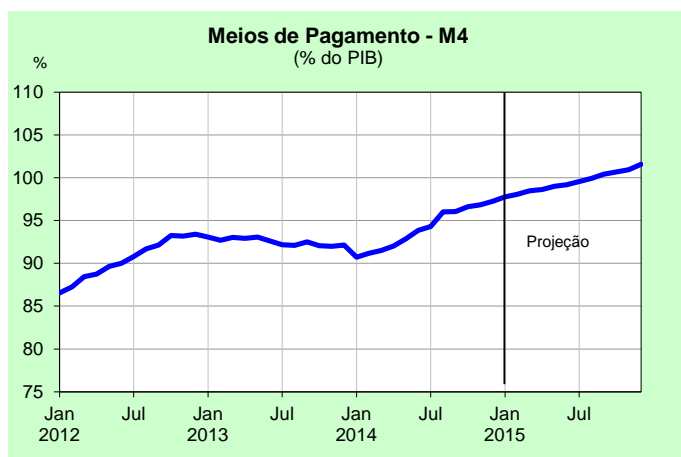
41. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 11,8% em dezembro de 2015.



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 12,1% em dezembro de 2015.



43. A proporção entre o M4 e o PIB não deverá apresentar expansão significativa ao longo do quarto trimestre de 2015, 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 2014, bem como os valores previstos para o primeiro trimestre de 2015.

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

Discriminação	2014		2015 ^{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/}	319,3	4,2	326,8	5,3	364,4	3,9
Base restrita ^{4/}	236,0	6,5	242,7	8,8	272,0	5,7
Base ampliada ^{5/}	3 488,4	12,1	3 624,1	13,0	3 900,3	11,8
M4 ^{5/}	4 979,3	13,6	5 185,6	15,0	5 644,0	12,1

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	2014		2015 ^{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/}	1,353	-2,2	1,347	-3,2	1,339	-1,7
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,256	-2,4	0,260	5,3	0,260	1,6
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,507	6,1	0,509	4,7	0,510	2,6
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,428	1,4	1,431	1,7	1,447	0,4

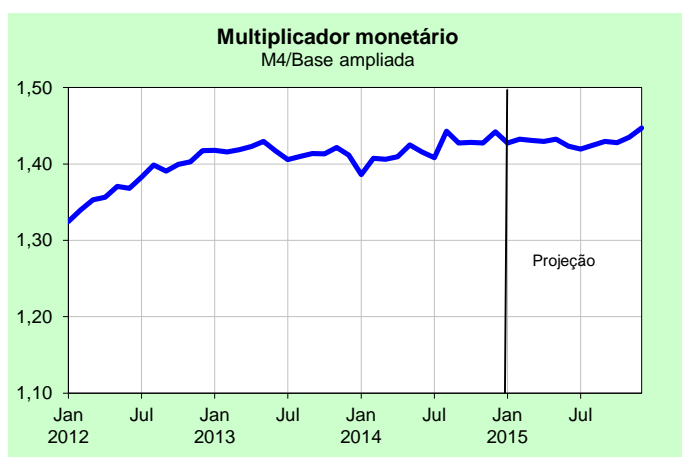
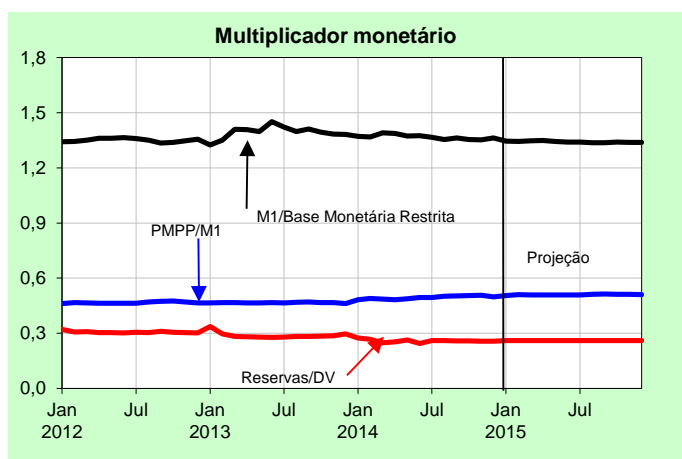
1/ Refere-se ao último mês do período.

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 2015.



Resumo das projeções

Quadro 1. Resultados previstos pela programação monetária e ocorridos no terceiro trimestre de 2014^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	291,7 - 342,5	4,5	315,8	4,1
Base restrita ^{3/}	198,9 - 269,1	8,9	231,8	7,8
Base ampliada ^{4/}	3 088,0 - 3 625,1	8,7	3 414,7	10,6
M4 ^{4/}	4 045,8 - 5 473,7	9,0	4 873,6	12,2

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 quarto trimestre de 2014 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/}	322,6 - 378,8	3,5	319,3	4,2
Base restrita ^{3/}	216,3 - 292,7	5,9	236,0	6,5
Base ampliada ^{4/}	3 171,3 - 3 722,8	10,7	3 488,4	12,1
M4 ^{4/}	4 225,1 - 5 716,3	11,5	4 979,3	13,6

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 2015^{1/}

Discriminação	Primeiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	300,6 - 352,9	5,3	335,2 - 393,5	3,9
Base restrita ^{3/}	206,3 - 279,1	8,8	231,2 - 312,8	5,7
Base ampliada ^{4/}	3 334,2 - 3 914,0	13,0	3 588,3 - 4 212,3	11,8
M4 ^{4/}	4 407,7 - 5 963,4	15,0	4 797,4 - 6 490,7	12,1

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 ^{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/}	319,3	4,2	326,8	5,3	364,4	3,9
Base restrita ^{4/}	236,0	6,5	242,7	8,8	272,0	5,7
Base ampliada ^{5/}	3 488,4	12,1	3 624,1	13,0	3 900,3	11,8
M4 ^{5/}	4 979,3	13,6	5 185,6	15,0	5 644,0	12,1

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 ^{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/}	1,353	-2,2	1,347	-3,2	1,339	-1,7
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,256	-2,4	0,260	5,3	0,260	1,6
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,507	6,1	0,509	4,7	0,510	2,6
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,428	1,4	1,431	1,7	1,447	0,4

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.