

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2015

Junho – 2015

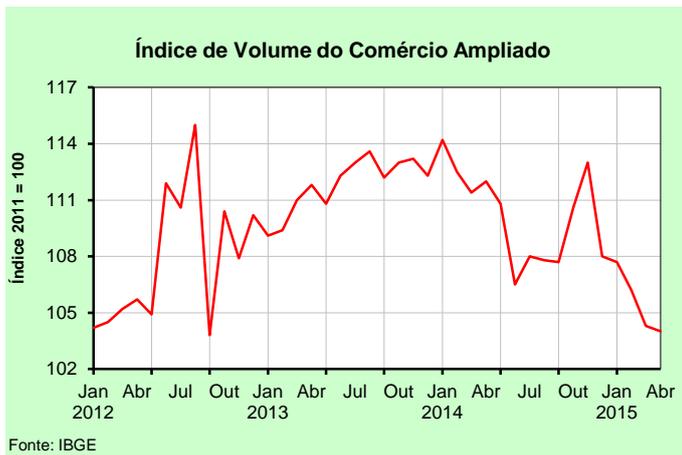


BANCO CENTRAL DO BRASIL

automotores, -10,7%). A produção extrativa seguiu com dinâmica distinta da indústria de transformação, apresentando crescimento de 2,6% no período. O decréscimo observado na produção da indústria no trimestre finalizado em abril repercutiu reduções em todas as categorias de uso: bens de capital, 8,7%; bens de consumo duráveis, 6,6%; bens de consumo semi e não duráveis 2,9%; e bens intermediários, 0,7%.

3. As vendas do comércio ampliado recuaram 4,3% no trimestre finali-

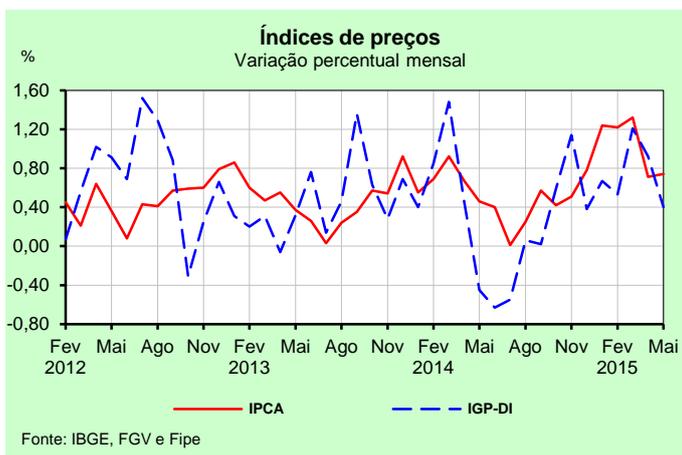
zado em abril, em relação ao terminado em janeiro, quando aumentaram 0,8%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE. Houve reduções nas vendas em nove dos dez segmentos pesquisados, destacando-se os recuos nas de veículos e motos, partes e peças (9,9%) e de móveis e eletrodomésticos (7,9%), mais sensíveis à evolução do crédito, e o aumento de 1,2% nas de equipamentos e material para escritório e comunicação. As vendas do comércio varejista^[1] recuaram 2,0% no trimestre, reflexo de reduções em todas as regiões do país, com ênfase no Centro-Oeste (3,4%) e no Nordeste (2,5%).



zado em abril, em relação ao terminado em janeiro, quando aumentaram 0,8%, 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, destacando-se os recuos nas de veículos e motos, partes e peças (9,9%) e de móveis e eletrodomésticos (7,9%), mais sensíveis à evolução do crédito, e o aumento de 1,2% nas de equipamentos e material para escritório e comunicação. As vendas do comércio varejista^[1] recuaram 2,0% no trimestre, reflexo de reduções em todas as regiões do país, com ênfase no Centro-Oeste (3,4%) e no Nordeste (2,5%).

4. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divul-

gado pela FGV, variou 2,55% no trimestre terminado em maio, ante 1,60% no finalizado em fevereiro. Nos períodos considerados, a variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 0,93% para 2,56%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 3,49% para 2,76%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,31% para 2,04%.



O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 2,79% no trimestre encerrado em maio (3,27% no terminado em fevereiro), resultado de desaceleração dos preços livres (de 2,65% para 1,99%) e aceleração dos monitorados (de 5,38% para 5,44%). A evolução dos preços livres repercutiu a maior variação dos preços dos bens comercializáveis no trimestre (2,00% ante 1,53% no trimestre anterior) e o arrefecimento dos preços dos não comercializáveis (1,98% ante 3,62%). Dentre os itens comercializáveis, destacaram-se os aumentos nos preços de vestuário e de leite e deri-

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

vados, e no âmbito dos não comercializáveis, o menor impacto dos reajustes sazonais nos preços de cursos regulares e a deflação nas tarifas de passagens aéreas. O aumento na variação trimestral dos preços monitorados refletiu, em parte, o impacto dos reajustes na tarifa de energia elétrica residencial e nos produtos farmacêuticos, mitigado parcialmente pelos efeitos do arrefecimento nos reajustes dos preços da gasolina e das tarifas de ônibus urbano.

5. O mercado de trabalho segue em processo de distensão, expresso em

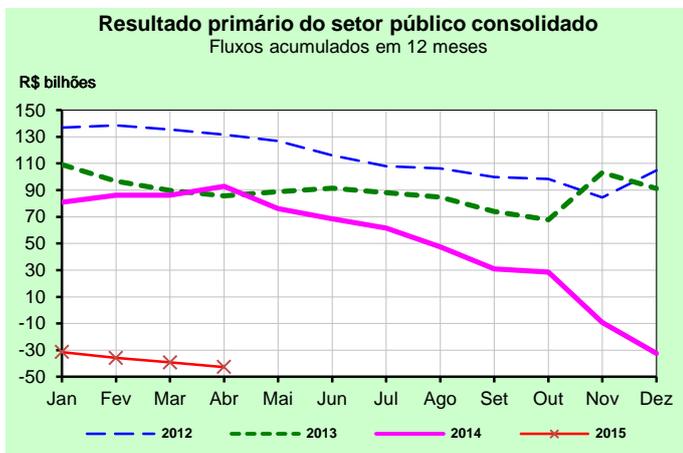
aumento da taxa de desemprego e recuo da geração líquida de postos de trabalho formais. Nesse ambiente, a taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 6,2% no trimestre encerrado em abril (5,0% em igual período de 2014). Considerados dados des-sazonalizados, a taxa de desemprego situou-se em 5,8%, ante 5,3% no trimestre encerrado em janeiro, resultado de variações de -0,4% na população ocupada e de 0,2% na população economicamente ativa. Considerada a Pesquisa Nacional de Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, de âmbito nacional, a taxa de desemprego atingiu 8,0% no trimestre encerrado em abril, ante 6,8% no encerrado em janeiro e 7,1% em igual período de 2014. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), houve eliminação de 81,0 mil empregos formais no trimestre encerrado em abril de 2015 (criação de 379,3 mil em igual período de 2014). Destacaram-se os cortes na construção civil (67,1 mil), na indústria de transformação (66,5 mil) e no comércio (48,6 mil) e a geração líquida de 98,5 mil vagas no setor de serviços.



situou-se em 5,8%, ante 5,3% no trimestre encerrado em janeiro, resultado de variações de -0,4% na população ocupada e de 0,2% na população economicamente ativa. Considerada a Pesquisa Nacional de Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, de âmbito nacional, a taxa de desemprego atingiu 8,0% no trimestre encerrado em abril, ante 6,8% no encerrado em janeiro e 7,1% em igual período de 2014. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), houve eliminação de 81,0 mil empregos formais no trimestre encerrado em abril de 2015 (criação de 379,3 mil em igual período de 2014). Destacaram-se os cortes na construção civil (67,1 mil), na indústria de transformação (66,5 mil) e no comércio (48,6 mil) e a geração líquida de 98,5 mil vagas no setor de serviços.

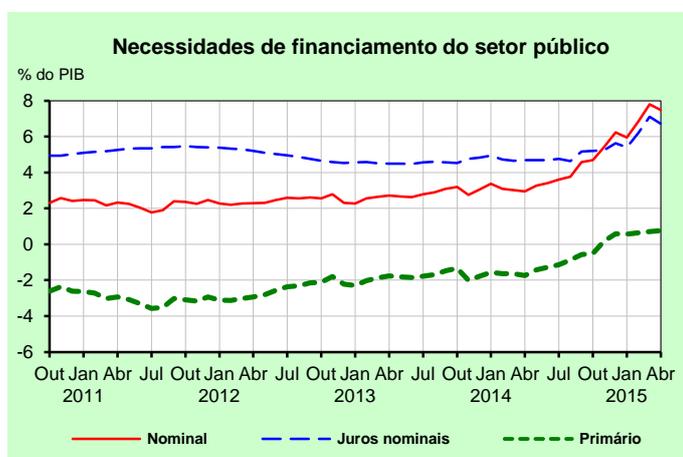
6. O setor público registrou *superavit* primário de R\$32,4 bilhões no

primeiro quadrimestre de 2015 (R\$42,5 bilhões no mesmo período de 2014), reflexo de resultados positivos do Governo Central (R\$15,5 bilhões) e dos governos regionais (R\$17,2 bilhões), e de *deficit* de R\$273 milhões na esfera das empresas estatais. Considerados intervalos de doze meses, o setor público apresentou *deficit* primário de R\$42,6 bilhões (0,76% do PIB) em abril (0,59% do PIB em 2014). A receita bruta do Governo Federal totalizou



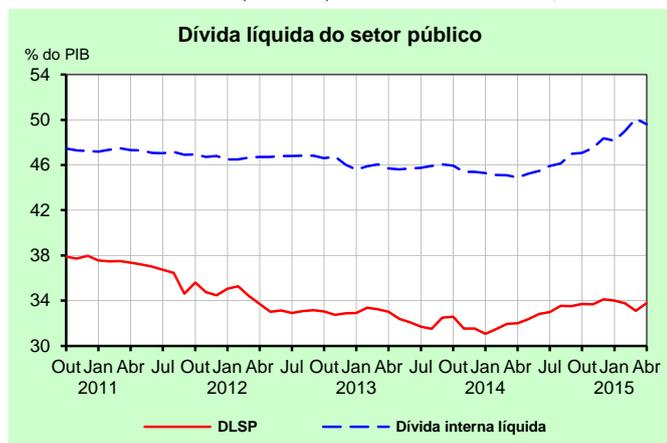
R\$326,2 bilhões no quadrimestre, aumentando 2,5% em relação a igual período de 2014. Destacaram-se os crescimentos de 13,1% na arrecadação do Imposto de Renda Retido na Fonte, reflexo do aumento da massa salarial; e de 4,8% na Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social – Cofins, em função de alterações nas alíquotas incidentes sobre gasolina e diesel e no recolhimento extraordinário em fevereiro. Em sentido oposto, ênfase para os recuos de 72,9% nas receitas de dividendos e de 34,2% na cota parte de compensações financeiras, esse impactado, em parte, pela redução do preço do petróleo. As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$207,6 bilhões no quadrimestre, elevando-se 5,3% em relação a igual período de 2014. Ocorreram aumentos de 6,0% nos gastos com pessoal e encargos e de 5,2% nos relativos a custeio e capital.

7. Os juros nominais, apropriados por competência, atingiram R\$146,1 bilhões no primeiro quadrimestre de 2015, ante R\$80,2 bilhões no mesmo período de 2014. Essa trajetória refletiu, em especial, as elevações da taxa Selic e da variação do IPCA, indexadores de parcela significativa do endividamento líquido; e o resultado desfavorável de R\$19,2 bilhões nas operações de *swap* cambial, que haviam gerado ganhos de R\$14,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2014.



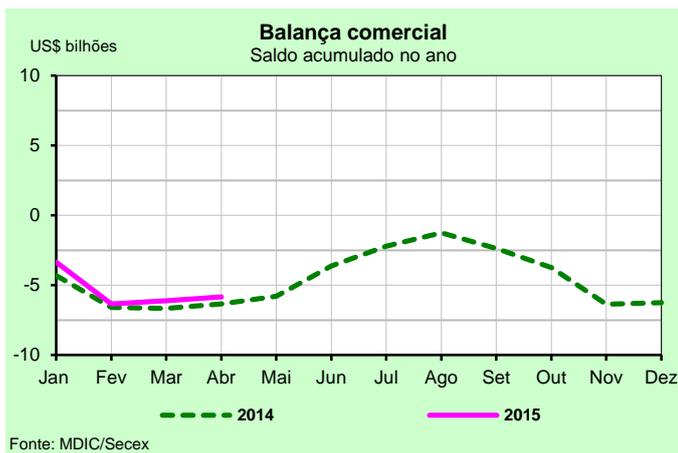
O *deficit* nominal do setor público, que incorpora o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$113,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2015 (*deficit* de R\$37,6 bilhões em igual período de 2014). O financiamento do *deficit* ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária, neutralizada, em parte, pelas 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) somou R\$1.897,7 bilhões em abril de 2015 (33,8% do PIB), reduzindo-se 0,3 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2014. Houve recuo de 0,6 p.p. na esfera do Governo Central e aumentos respectivos de 0,2 p.p. e 0,04 p.p. nas esferas dos governos regionais e das empresas estatais. A evolução anual da relação DLSP/PIB refletiu as contribuições do *superavit* primário (-0,6 p.p.), do crescimento do PIB corrente (-0,6 p.p.), da depreciação cambial de 12,7% no

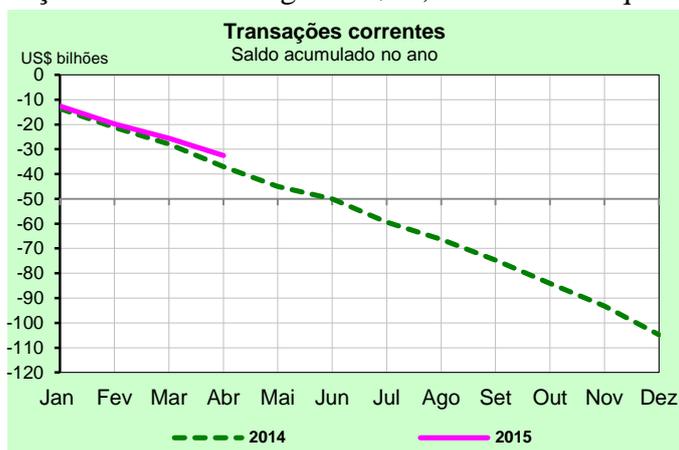


período (-1,8 p.p.), da apropriação de juros nominais (2,6 p.p.), e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida (0,1 p.p.). As principais alterações na composição da DLSP no primeiro quadrimestre do ano ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa Selic (4,9 p.p.), à índices de preços (3,4 p.p.) e credora vinculada ao câmbio (-5,3 p.p.). A taxa de juros implícita da DLSP, acumulada em doze meses, atingiu 22,9% em abril (19,3% em dezembro de 2014).

9. A balança comercial registrou *deficit* de US\$5,8 bilhões nos quatro primeiros meses de 2015 (US\$6,2 bilhões em igual intervalo de 2014). As exportações recuaram 16,4% e as importações, 15,7%, totalizando US\$57,8 bilhões e US\$63,6 bilhões, respectivamente. A corrente de comércio atingiu US\$121,4 bilhões, reduzindo-se 16,1% no período. As exportações médias diárias recuaram 16,4%, reflexo de reduções nas vendas de produtos básicos (23,6%), manufaturados (11,3%) e semimanufaturados (2,5%), que representaram, na ordem, 44,7%, 37,8% e 14,8% das exportações totais no período. A média diária das importações recuou 15,9% nos quatro primeiros meses de 2015, em relação a igual intervalo de 2014. Ocorreram reduções nas compras em todas as categorias de uso: combustíveis e lubrificantes (32,3%), bens de consumo duráveis (20,9%), matérias-primas (12,5%), bens de capital (12,3%) e bens de consumo não duráveis (3,8%). Essas aquisições representaram, na ordem, 13,5%, 8,9%, 45,8%, 22,6% e 9,2% do total importado, no período. Segundo a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o valor das exportações recuou 16,4% nos quatro primeiros meses de 2015, em relação a igual período de 2014, reflexo de variações de -18,9% nos preços e de 3,2% no *quantum*. O decréscimo de 15,9% no valor das importações, na mesma base de comparação, decorreu de recuos de 9,8% nos preços e de 6,8 no *quantum*.

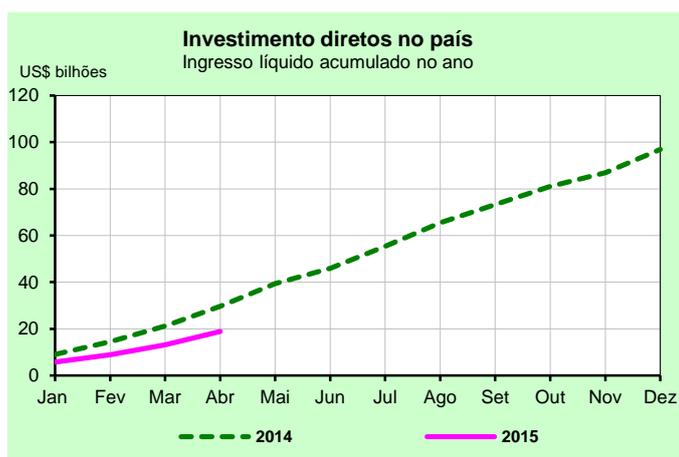


10. O *deficit* em transações correntes atingiu US\$32,5 bilhões nos quatro primeiros meses de 2015 (US\$37,1 bilhões em igual período de 2014). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* somou US\$100,2 bilhões em abril de 2015 (4,53% do PIB). As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$13,8 bilhões. O decréscimo de 5,9% registrado no período repercutiu, em especial, as reduções nos *deficits* das



contas transportes (14,5%) e viagens internacionais (19%), que somaram, na ordem, US\$2,5 bilhões e US\$4,8 bilhões. Ressalte-se que o recuo no *deficit* com viagens internacionais refletiu retrações de 16% e 8,2% nos gastos de turistas brasileiros no exterior e de turistas estrangeiros no Brasil, respectivamente. As despesas líquidas de juros aumentaram 8,5% no período, para US\$8,4 bilhões, resultado de pagamentos ao exterior de US\$9,8 bilhões e receitas de US\$1,3 bilhão. Considerados intervalos de doze meses, as receitas de juros associadas à remuneração das reservas internacionais atingiram US\$2,8 bilhões em abril (US\$2,9 bilhões em abril de 2014).

11. A conta financeira registrou ingressos líquidos de US\$32 bilhões nos quatro primeiros meses de 2015 (US\$37,1 bilhões em igual período de 2014), resultado de captações líquidas de US\$47,4 bilhões e concessões líquidas de US\$16,6 bilhões. As concessões líquidas de capital sob a forma de investimentos diretos no exterior atingiram US\$8,9 bilhões (aplicações líquidas de US\$10,7 bilhões nos quatro primeiros meses de 2014). As captações



líquidas de IDP somaram US\$18,9 bilhões no período, dos quais US\$11,6 bilhões referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$7,3 bilhões, a empréstimos intercompanhias. O ingresso de IDP acumulado em doze meses atingiu US\$86,1 bilhões em abril (3,89% do PIB). Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram retorno líquido de US\$105 milhões (saídas líquidas de US\$1,3 bilhão nos quatro primeiros meses de 2014) e as captações líquidas de investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$24,3 bilhões (US\$19,1 bilhões nos quatro primeiros meses de 2014), com ênfase nos ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações e em cotas de fundos de investimento, US\$8 bilhões, e em títulos de renda fixa negociados no país, US\$16,3 bilhões.

12. Ao final de abril, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$364,5 bilhões no conceito caixa e US\$373 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$923 milhões e - US\$1,077 bilhão em relação a dezembro de 2014). A liquidação de operações de linhas com recompra proporcionou elevação de US\$2 bilhões no estoque de reservas internacionais no conceito caixa. A receita de juros



que remunera os ativos de reservas somou US\$835 milhões e os impactos de variações de preço e de paridades, US\$1,2 bilhão e -US\$3,6 bilhões, respectivamente. Incorporados impactos de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$375,3 bilhões ao final de 2015. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3,2 bilhões.

B. Política Monetária no primeiro 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 primeiro trimestre de 2015.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$240,7 bilhões em março, com decréscimo de 0,5% no mês e elevação de 7,9% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$199,5 bilhões, variando -1,2% no mês e 8,6% em doze meses. As reservas bancárias atingiram R\$41,2 bilhões, elevando-se 3,3% e 4,6%, 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\$3,7 trilhões em março. O crescimento de 15,4% em doze meses refletiu aumentos de 5,5% na base restrita e de 20,7% no saldo dos títulos públicos federais, e redução de 18,0% nos depósitos compulsórios em espécie.

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	300,6 - 352,9	5,3	316,2	1,9
Base restrita ^{3/}	206,3 - 279,1	8,8	240,7	7,9
Base ampliada ^{4/}	3.334,2 - 3.914,0	13,0	3.703,0	15,4
M4 ^{4/}	4.407,7 - 5.963,4	15,0	5.139,8	13,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$316,2 bilhões em março, com redução de 1,9% no mês e aumento de 1,9% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$166 bilhões, apresentando estabilidade no mês e crescimento de 10,2% em doze meses, en-

quanto os depósitos à vista situaram-se em R\$150,1 bilhões, com recuos respectivos de 3,9% e de 5,9%.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$5,1 trilhões em março, elevando-se 1,5% no mês e 13,9% 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\$88,4 bilhões no primeiro trimestre de 2015, resultante de retiradas líquidas de R\$50 bilhões no mercado primário, de R\$38 bilhões no mercado secundário e de R\$350 milhões no extramercado.

19. O Copom considerou, na reunião de janeiro, que a inflação se encontrava em patamar elevado devido, em parte, a ocorrência 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, a intensificação desses ajustes de preços relativos na economia tornou o balanço de riscos para a inflação menos favorável. Nesse contexto, o Comitê, reconhecendo que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, reafirmou sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes, e decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 12,25% a.a., sem viés. Na reunião de março, o Copom, considerou que os ajustes de preços relativos na economia fazem com que a inflação se eleve no curto prazo e tenda a permanecer elevada em 2015. Nesse ambiente o Comitê decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 12,75% a.a., sem viés.

C. Política Monetária no bimestre abril-maio de 2015

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$232,1 bilhões em maio, com redução de 2,6% no mês e crescimento de 4,1% em doze meses. As reservas bancárias variaram -9,3% e -13,3%, respectivamente, situando-se em R\$35,8 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$196,2 bilhões, com retração de 1,3% no mês e elevação de 8,1% em doze meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$3,8 trilhões em maio. A expansão de 16,0% em doze meses refletiu elevações de 11,5% na base restrita e de 20,6% no saldo de títulos públicos federais, e redução de 17,5% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, atingiram R\$306,3 bilhões em maio, decréscimo de 1,6% no mês e estabilidade em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público somou R\$163 bilhões, com

variações respectivas de -1,0% e 9,2%, e os depósitos à vista atingiram R\$143,3 bilhões, com declínios de 2,3% no mês e de 8,6% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$5,3 trilhões em maio, aumentando 1,8% no mês e 13,7% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2015 e ocorridos em abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Varição percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	296,3	- 347,8	306,3	0,0
Base restrita ^{3/}	204,9	- 277,3	232,1	4,1
Base ampliada ^{4/}	3.395,4	- 3.985,9	3.760,3	16,0
M4 ^{4/}	4.502,5	- 6.091,7	5.253,2	13,7

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\$12,8 bilhões no bimestre abril-maio, com colocações líquidas de R\$1 bilhão no mercado primário e compra líquida de títulos de R\$13,7 bilhões no mercado secundário, somados à expansão de R\$123 milhões no extramercado.

25. 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.

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

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

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

26. A economia global segue em processo de recuperação gradativa e desigual. Nos EUA, onde a atividade econômica apresentou recuperação importante nos últimos anos, fatores transitórios contribuíram para a desaceleração do PIB no primeiro trimestre de 2015. Em sentido inverso, na Europa e no Japão, onde o ritmo de cresci-

mento econômico tem se mantido inferior ao projetado no período recente, ocorreram evidências de aceleração da atividade, no período. A percepção de que os EUA se encontram em momento distinto do ciclo econômico relativamente à Área do Euro e ao Japão tem condicionado a orientação das respectivas políticas monetárias.

27. Nesse ambiente, enquanto persistem as expectativas quanto à normalização da política monetária nos EUA, as autoridades monetárias da Área do Euro e Japão sinalizam a continuidade de seus programas de relaxamento monetário no médio prazo. A aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais manteve-se em patamar reduzido ao longo do trimestre encerrado em maio. Ressalte-se, no entanto, a ocorrência de episódios de aumento de volatilidade nos mercados de bônus soberanos, em especial da Área do Euro, em cenário de busca por maiores rendimentos e incertezas em relação aos rumos da política monetária dos principais bancos centrais do bloco, com reflexos pontuais nos mercados acionários e cambiais.

28. No Brasil, o processo de ajuste em curso na economia – essencial para a consolidação de fundamentos que favoreçam a desaceleração dos preços e a retomada da atividade no médio prazo – e a presença de eventos não econômicos – transição para o novo mandato presidencial, operação lava-jato, perspectiva de crise hídrica presente no primeiro trimestre – têm impactado negativamente o dinamismo da atividade econômica no período recente.

29. Nesse cenário, caracterizado pela perseverança da rigidez na condução da política monetária, o PIB recuou 0,2% no primeiro trimestre de 2015, considerados dados dessazonalizados. Indicadores divulgados no decorrer do segundo trimestre do ano, em contexto que reflete confiança de consumidores e empresários em níveis historicamente baixos, ratificam o menor dinamismo da economia do país. Assim, repercutindo, respectivamente, os impactos do processo de distensão do mercado de trabalho e do nível de estoques elevado, as vendas do comércio e a atividade industrial recuaram no trimestre finalizado em abril.

30. As operações de crédito do sistema financeiro, contratadas nos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, mantiveram-se em desaceleração no trimestre encerrado em maio. Em ambiente de rigidez no âmbito da política monetária, as taxas de juros, os *spreads* e a taxa de inadimplência total do sistema financeiro aumentaram no trimestre encerrado em maio.

31. No setor fiscal, o atual processo de ajuste, ratificado por medidas recentes de contingenciamento de despesas discricionárias e restabelecimento de alíquotas de tributos, contribuirá para a melhor dinâmica das contas públicas nos próximos meses. O comprometimento com o atingimento das metas de *superavit* primário em 2015 e nos anos seguintes, além de favorecer a retomada gradual da trajetória benigna dos indicadores de endividamento, constitui instrumento relevante para o alcance de ambiente macroeconômico favorável e retomada do crescimento no médio prazo.

32. Os resultados parciais para o balanço de pagamentos de 2015 ratificam a perspectiva de redução no *deficit* em transações correntes, em cenário de depreciação do real e desaceleração da atividade doméstica. Em relação à trajetória desses condicionantes no decorrer do ano, devem ser considerados os efeitos associados à evolução da taxa de câmbio e à continuidade dos ajustes em curso na condução da política macroeconômica do país.

33. Os ingressos líquidos de capitais seguem financiando o *deficit* adequadamente, com destaque para a entrada líquida de IDP e de investimentos em carteira. Esses afluxos, associados a taxas de rolagens de títulos e empréstimos próximas a 100% nos primeiros quatro meses deste ano, período em que houve concentração de vencimentos de empréstimos, evidenciam cenário confortável em termos de liquidez e de acesso ao mercado internacional.

34. Ressalte-se, ainda, que o estoque de reservas internacionais no conceito de liquidez permaneceu representando, em abril, cerca de vinte meses de importações de bens e o triplo das amortizações vincendas nos próximos doze meses.

35. Nesse cenário a inflação ao consumidor desacelerou no trimestre encerrado em maio, relativamente ao trimestre anterior, mas seguiu em elevação quando aferida no acumulado em doze meses, refletindo, sobretudo, o processo de realinhamento dos preços monitorados. No âmbito dos preços ao produtor, a inflação registrou alta no trimestre, repercutindo, em grande parte, os efeitos da recente depreciação cambial, principalmente sobre os preços de produtos industriais.

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

36. A programação dos agregados monetários para o terceiro 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 terceiro trimestre e para ano de 2015^{1/}

Discriminação	Terceiro Trimestre			Ano			
	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}	
M1 ^{3/}	293,7	- 344,8	1,0	323,7	- 380,0	0,4	
Base restrita ^{3/}	209,5	- 283,5	6,4	230,8	- 312,2	4,8	
Base ampliada ^{4/}	3.442,4	- 4.041,1	9,6	3.487,0	- 4.093,4	7,5	
M4 ^{4/}	4.615,9	- 6.245,1	11,4	4.744,2	- 6.418,7	11,8	

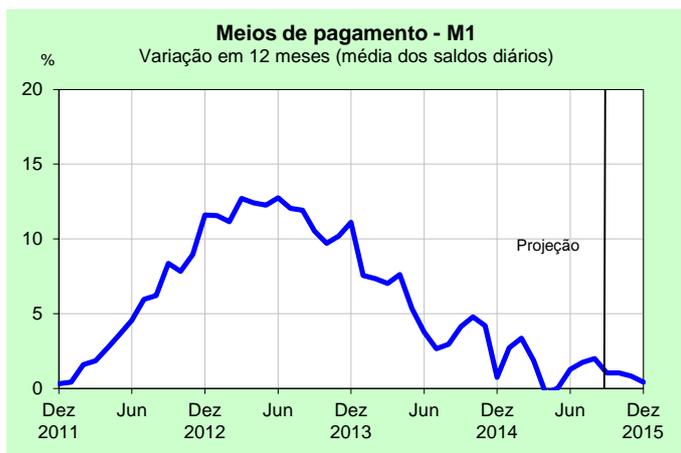
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

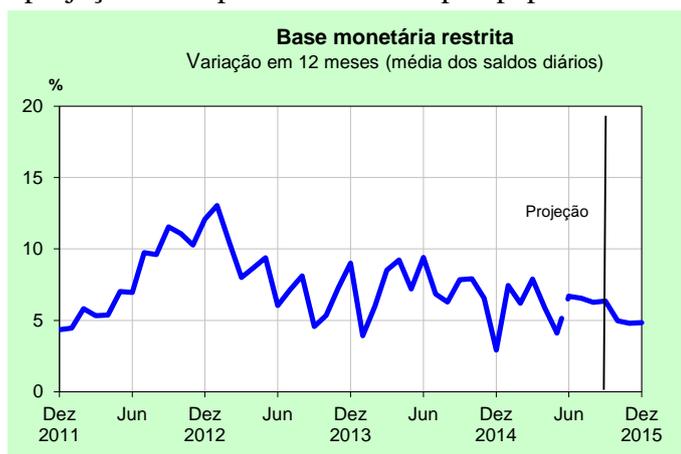
4/ Saldos em fim de período.

37. 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 1,0% para setembro e em 0,4% para dezembro de 2015.

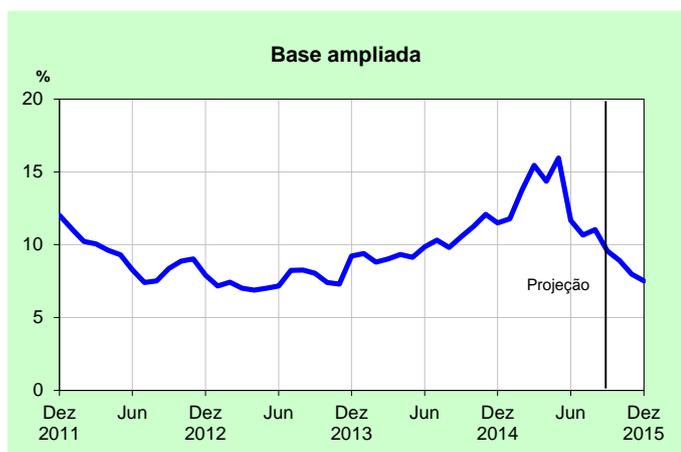


38. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e a elevação da massa salarial.

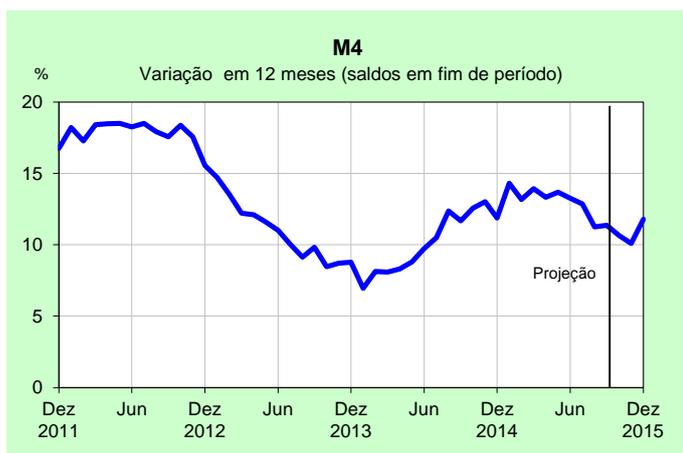
39. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em doze meses para o saldo médio da base monetária de 6,4% em setembro e de 4,8% em dezembro de 2015.



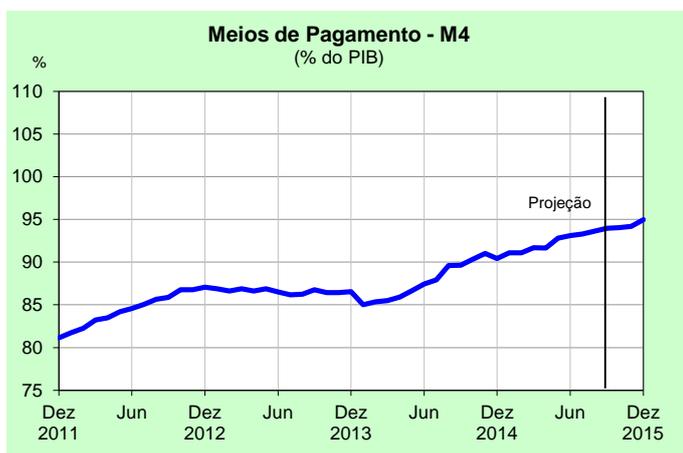
40. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 9,6% em setembro e de 7,5% em dezembro de 2015.



41. 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 11,4% em setembro e de 11,8% em dezembro de 2015.



42. 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.



43. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre abril/maio de 2015, bem como os valores previstos para o terceiro trimestre de 2015.

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

Discriminação	2015		2015 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	306,3	0,0	319,2	1,0	351,8	0,4
Base restrita ^{4/}	232,1	4,1	246,5	6,4	271,5	4,8
Base ampliada ^{5/}	3.760,3	16,0	3.741,7	9,6	3.790,2	7,5
M4 ^{5/}	5.253,2	13,7	5.430,5	11,4	5.581,4	11,8

^{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.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2015		2015 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,320	-3,9	1,295	-5,0	1,296	-4,2
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,250	-5,1	0,260	0,7	0,260	3,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,532	9,1	0,540	7,3	0,538	6,4
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,440	1,1	1,451	1,6	1,473	4,0

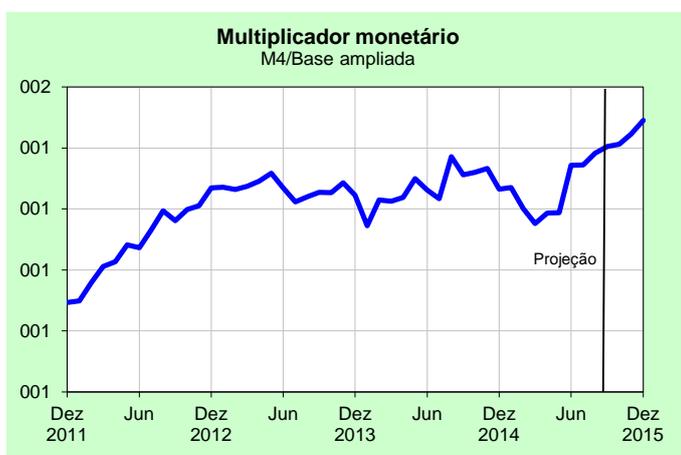
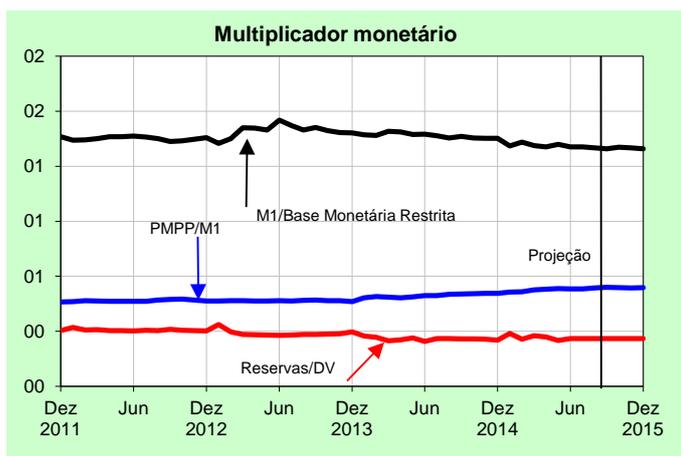
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	300,6 - 352,9	5,3	316,2	1,9
Base restrita ^{3/}	206,3 - 279,1	8,8	240,7	7,9
Base ampliada ^{4/}	3.334,2 - 3.914,0	13,0	3.703,0	15,4
M4 ^{4/}	4.407,7 - 5.963,4	15,0	5.139,8	13,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o segundo trimestre de 2015 e ocorridos em abril/maio^{1/}

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	296,3 - 347,8	4,8	306,3	0,0
Base restrita ^{3/}	204,9 - 277,3	7,9	232,1	4,1
Base ampliada ^{4/}	3.395,4 - 3.985,9	11,7	3.760,3	16,0
M4 ^{4/}	4.502,5 - 6.091,7	13,3	5.253,2	13,7

1/ Refere-se ao último mês do período.

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

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

4/ Saldos em fim de período.

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

Discriminação	Terceiro Trimestre		Ano	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	293,7 - 344,8	1,0	323,7 - 380,0	0,4
Base restrita ^{3/}	209,5 - 283,5	6,4	230,8 - 312,2	4,8
Base ampliada ^{4/}	3.442,4 - 4.041,1	9,6	3.487,0 - 4.093,4	7,5
M4 ^{4/}	4.615,9 - 6.245,1	11,4	4.744,2 - 6.418,7	11,8

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		2015 ^{2/}			
	Abril - Maio		Terceiro Trimestre ^{3/}		Ano ^{3/}	
	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões	Var. % em 12 meses	R\$ bilhões ^{3/}	Var. % em 12 meses
M1 ^{4/}	306,3	0,0	319,2	1,0	351,8	0,4
Base restrita ^{4/}	232,1	4,1	246,5	6,4	271,5	4,8
Base ampliada ^{5/}	3.760,3	16,0	3.741,7	9,6	3.790,2	7,5
M4 ^{5/}	5.253,2	13,7	5.430,5	11,4	5.581,4	11,8

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		2015 ^{2/}			
	Abril - Maio ^{1/}		Terceiro Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,320	-3,9	1,295	-5,0	1,296	-4,2
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,250	-5,1	0,260	0,7	0,260	3,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,532	9,1	0,540	7,3	0,538	6,4
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,440	1,1	1,451	1,6	1,473	4,0

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.