

Mensagem nº 281

Senhores Membros do Senado Federal,

Nos termos do art. 6º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, encaminho a Vossas Excelências a Programação Monetária, de conformidade com a inclusa Exposição de Motivos do Banco Central do Brasil, destinada à Comissão de Assuntos Econômicos dessa Casa.

Brasília, 24 de julho de 2015 .

EM nº 00014/2015 BACEN

Brasília, 27 de Março de 2015

Excelentíssima Senhora Presidenta da República,

Encaminho à consideração de Vossa Excelência, de acordo com o que estabelece o art. 6º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a anexa programação monetária para o 2º trimestre e para o ano de 2015, contendo estimativas das faixas de variação dos principais agregados monetários, análise da evolução da economia nacional e justificativa da programação monetária.

Respeitosamente,

Assinado eletronicamente por: Alexandre Antonio Tombini

Aviso nº 330 - C. Civil.

Em 24 de julho de 2014.

A Sua Excelência o Senhor
Senador VICENTINHO ALVES
Primeiro Secretário do Senado Federal

Assunto: Programação Monetária.

Senhor Primeiro Secretário,

Encaminho a essa Secretaria Mensagem da Excelentíssima Senhora Presidenta da República destinada à Comissão de Assuntos Econômicos, contendo a Programação Monetária.

Atenciosamente,

ALOIZIO MERCADANTE
Ministro de Estado Chefe da Casa Civil
da Presidência da República

Diretoria Colegiada
Departamento Econômico – DEPEC

Programação Monetária

2015

Março – 2015

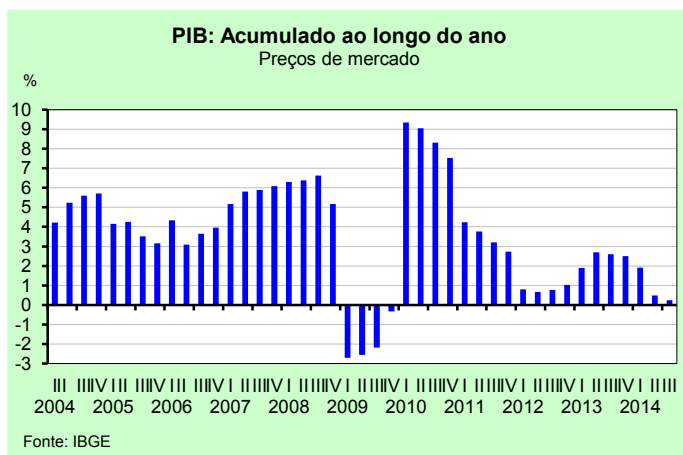


BANCO CENTRAL DO BRASIL

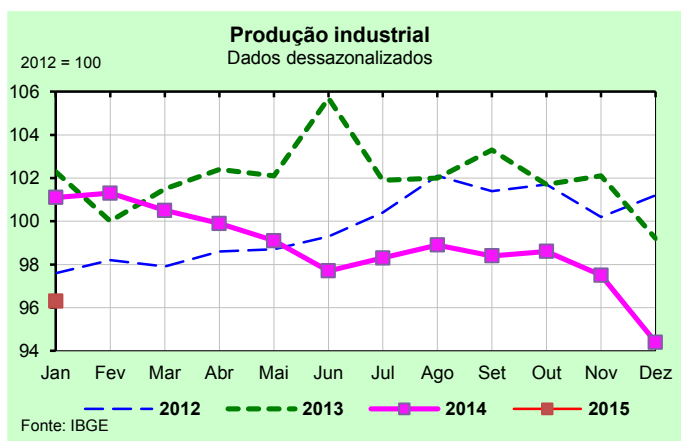
Programação Monetária para o segundo trimestre e para o ano de 2015

A. A economia brasileira no primeiro trimestre de 2015

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%.

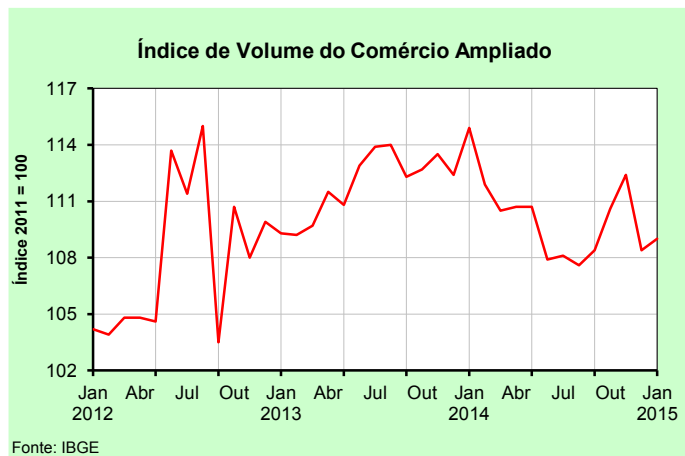


2. A produção física da indústria recuou 2,6% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao encerrado em outubro, quando havia crescido 0,3%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa aumentou 1,0% e a da indústria de transformação diminuiu 3,3%, com recuos em 20 das 23 atividades pesquisadas (fumo, -15,3%; têxteis, -8,1%; máquinas e equipamentos -6,2%). A análise por categorias de uso indica que a produção de bens de

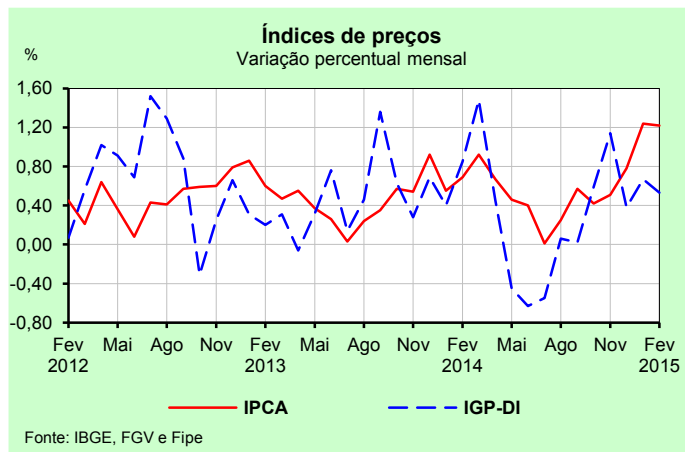


capital decresceu 5,9% no trimestre, evolução associada, em parte, ao ajuste de estoques no segmento de veículos pesados. A produção de bens de consumo duráveis contraiu 3,3%; a de bens de consumo semi e não duráveis, 2,9%; e a de bens intermediários, 1,1%.

3. As vendas do comércio ampliado aumentaram 1,2% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2014, quando havia registrado estabilidade, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados. As vendas cresceram em oito dos dez segmentos pesquisados, com destaque para veículos e peças (3,1%) e móveis e eletrodomésticos (2,2%). As vendas do comércio varejista cresceram 0,8% no trimestre, destacando-se as elevações no Norte (1,3%) e no Sul (0,9%).

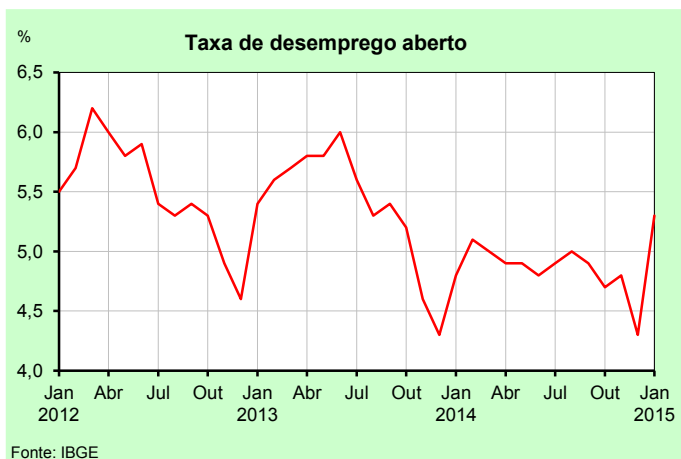


4. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 3,27% no trimestre encerrado em fevereiro (1,51% no terminado em novembro), resultado de acelerações dos preços livres (de 1,51% para 2,65%) e dos monitorados (de 1,51% para 5,38%). A evolução dos preços livres decorreu de acelerações dos preços comercializáveis (de 1,33% para 1,53%) e dos não comercializáveis (de 1,67% para 3,62%). No primeiro grupo, destacaram-se os aumentos nos itens cigarros e automóvel novo, repercutindo o aumento das respectivas alíquotas de IPI, enquanto no âmbito dos bens não comercializáveis sobressaíram as elevações nos itens produtos in natura, alimentação fora do domicílio e cursos regulares. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA atingiu 7,70% em fevereiro (6,56% em novembro de 2014), resultado de acelerações dos preços livres (de 6,76% para 7,12%) e dos monitorados (de 5,83% para 9,66%). O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, variou 1,60% no trimestre encerrado em fevereiro (1,76% no finalizado em novembro de 2014). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 2,00% para 0,93%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 1,58% para 3,49%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 0,77%

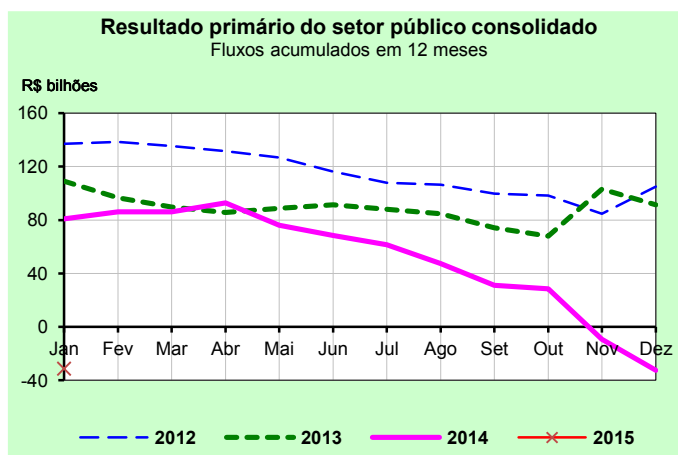


para 1,31%. Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 3,74% em fevereiro (4,10% em novembro e 6,30% em fevereiro de 2014).

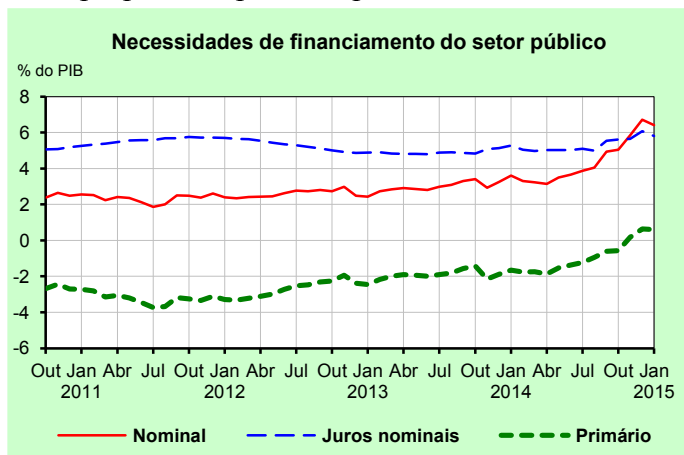
5. A taxa de desemprego - consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE – registrou média de 4,8% no trimestre encerrado em janeiro (4,6% em igual período de 2014). Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu 5,2% no trimestre terminado em janeiro, ante 4,9% no encerrado em outubro de 2014, variação decorrente de aumento de 0,4% da população economicamente ativa e estabilidade da população ocupada. A economia do país eliminou, segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), 628,9 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em janeiro de 2015 (372,4 mil em igual período de 2014), dos quais 190,6 mil na construção civil, 188,0 mil na indústria de transformação e 126,4 mil no setor de serviços.



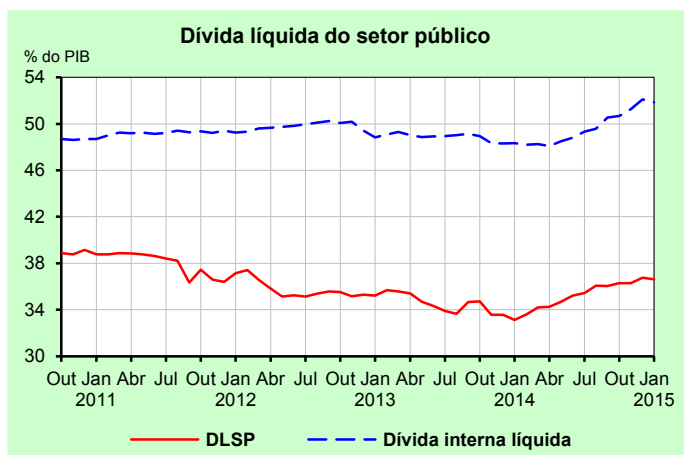
6. O setor público consolidado registrou *superavit* primário de R\$21,1 bilhões em janeiro de 2015 (R\$19,9 bilhões no mesmo mês de 2014), acumulando *deficit* de 0,61% do PIB no período de doze meses encerado no mês. O Governo Central apresentou superávit de R\$10,1 bilhões (R\$12,5 bilhões em janeiro de 2014). A receita bruta do Tesouro Nacional elevou-se 0,6% e as despesas, 0,1%, no período, com crescimento de 4,5% nos gastos com pessoal e redução de 1,5% nas despesas com custeio e capital. A arrecadação líquida da Previdência Social cresceu 5,7% e as despesas com benefícios, 8,4%, no mesmo período.



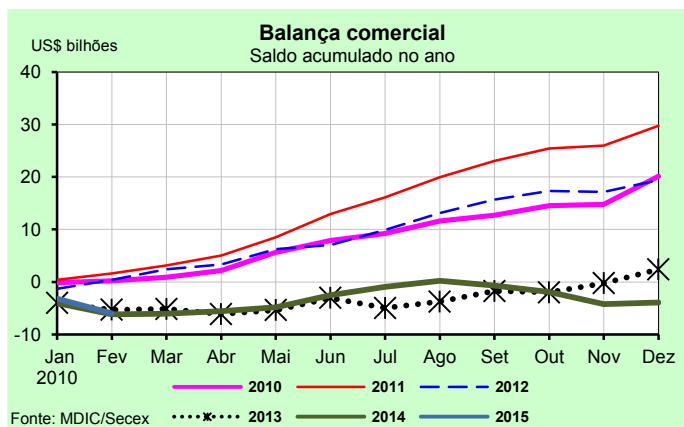
7. Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$18 bilhões em janeiro, ante R\$30,4 bilhões em igual mês de 2014, com destaque para o resultado favorável de R\$10,8 bilhões das operações de swap cambial no mês. O resultado nominal foi superavitário em R\$3 bilhões no mês (*deficit* de R\$10,5 bilhões em janeiro de 2014), mas acumulou déficit de 6,42% do PIB no período de doze meses até janeiro.



8. A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$2.138 bilhões em janeiro (41,5% do PIB), elevando-se 1,14 p.p. do PIB em relação a outubro e 1,49 p.p. do PIB em doze meses. A expansão trimestral refletiu, fundamentalmente, emissões líquidas de R\$18,6 bilhões no mercado primário, e incorporação de juros nominais de R\$67,5 bilhões. Em janeiro, as participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados à taxa Selic e a índices de preços aumentaram 0,6 p.p. e 0,2 p.p., respectivamente, em relação a outubro. No mesmo período, as participações dos títulos prefixados e dos financiamentos do Banco Central por meio das operações do mercado aberto recuaram, na ordem, 0,8 p.p. e 0,1 p.p. A participação dos títulos atrelados a câmbio permaneceu estável.

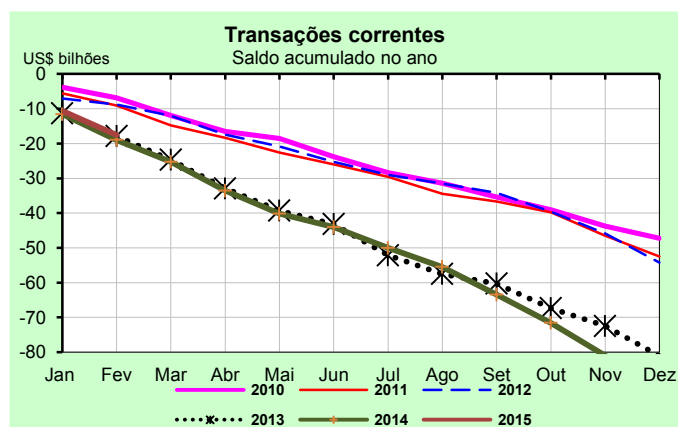


9. O *deficit* da balança comercial atingiu US\$6 bilhões nos dois primeiros meses de 2015 (US\$6,2 bilhões em igual período de 2014). As exportações somaram US\$25,8 bilhões; as importações, US\$31,8 bilhões; e a corrente de comércio, US\$57,6 bilhões,



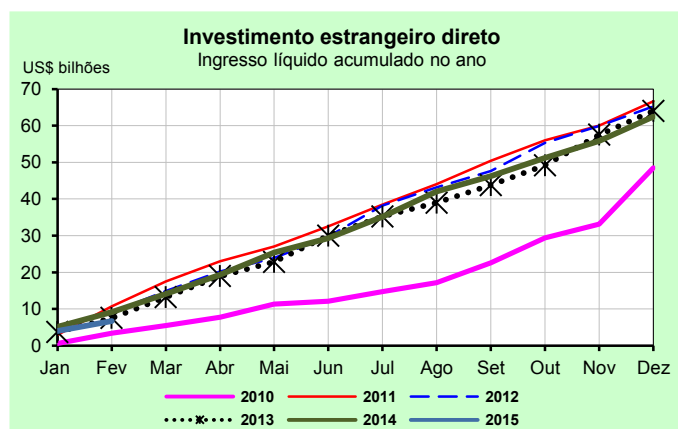
reduzindo-se 19,3%, 16,6% e 17,8%, respectivamente, no período. As exportações médias diárias recuaram 13,1%, reflexo de reduções nas vendas de produtos básicos (17,0%) e de bens manufaturados (13,1%), e aumento de 0,8% nas de semimanufaturados, que representaram, na ordem, 42,0%, 38,1% e 16,9% das exportações totais no bimestre. A média diária das importações recuou 10,2%, na mesma base de comparação, com diminuições nas compras em todas as categorias de uso: combustíveis e lubrificantes (24,5%), bens de consumo duráveis (18,4%), bens de capital (7,8%), matérias-primas (5,2%) e bens de consumo não duráveis (1,9%). A representatividade das importações destas categorias de uso atingiu 15,2%, 8,4%, 22,2%, 45,3% e 8,8%, respectivamente, no período. A retração de 19,3% no valor das exportações no primeiro bimestre de 2015, em relação a igual período de 2014, refletiu, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), recuos de 17,2% nos preços e de 2,6% no *quantum*. Na mesma base de comparação, a redução de 16,6% no valor das importações decorreu de retrações de 10,3% em *quantum* e 7,2% nos preços.

10. O *deficit* em transações correntes totalizou US\$17,5 bilhões no primeiro bimestre de 2015 (US\$19 bilhões em igual período de 2014). Considerados intervalos de doze meses, o déficit totalizou US\$89,9 bilhões em fevereiro (4,22% do PIB). As



despesas líquidas de serviços totalizaram US\$6,4 bilhões no bimestre, reduzindo-se 5,3% em relação a igual intervalo de 2014, com destaque para as reduções nas despesas líquidas com aluguel de equipamentos (1,4%) e transportes (10,6%). As despesas líquidas com viagens internacionais somaram US\$2,6 bilhões no bimestre, ressaltando-se que o decréscimo de 6,4%, na mesma base de comparação, repercutiu recuos respectivos de 8,7% e 14,1% nos gastos de turistas brasileiros no exterior e de turistas estrangeiros no Brasil. As despesas líquidas de juros cresceram 14,3% no período, para US\$3 bilhões, com os pagamentos ao exterior atingindo US\$3,6 bilhões e as receitas, US\$638 milhões.

11. Os ingressos líquidos de IED somaram US\$6,7 bilhões nos dois primeiros meses de 2015, dos quais US\$3,7 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$3 bilhões, a empréstimos intercompanhias. O IED acumulado em doze meses



atingiu US\$60,1 bilhões em fevereiro (2,82% do PIB). Os retornos líquidos de investimentos brasileiros em carteira no exterior totalizaram US\$118 milhões (US\$318 milhões nos dois primeiros meses de 2014), com destaque para as vendas líquidas de ações de empresas estrangeiras e para as aplicações líquidas em títulos estrangeiros adquiridos por residentes. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira atingiram US\$11,9 bilhões (US\$4,9 bilhões nos dois primeiros meses de 2014). Destacaram-se os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras (US\$2,8 bilhões) e os referentes a investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país, US\$10,6 bilhões (saídas líquidas de US\$984 milhões e ingressos líquidos de US\$5,9 bilhões, respectivamente, nos dois primeiros meses de 2014).

12. As reservas internacionais totalizaram, em fevereiro, US\$362,5 bilhões no conceito caixa e US\$372,1 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de -US\$1,4 bilhão e -US\$1,9 bilhão em relação a dezembro de 2014). No primeiro bimestre de 2015, a liquidação de operações



de linhas com recompra proporcionou elevação de US\$900 milhões no estoque de reservas internacionais no conceito caixa. A receita de juros que remunera as reservas somou US\$422 milhões e os impactos de variações de preço e de mudanças de paridade atingiram, na ordem, US\$1,4 bilhão e -US\$4 bilhões. Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$374,9 bilhões ao final de 2015. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$3,2 bilhões; despesas de juros de US\$2,5 bilhões; e amortizações de US\$1,7 bilhão.

B. Política Monetária no quarto 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 quarto trimestre de 2014.

14. A base monetária restrita, no conceito de média dos saldos diários, atingiu R\$259 bilhões em dezembro, com crescimentos de 9,7% no mês e de 7,8% em 12 meses. O saldo médio do papel-moeda emitido somou R\$215,5 bilhões, elevando-se 10,1% e 8,6%, respectivamente, e as reservas bancárias atingiram R\$43,5 bilhões, variando, na ordem, 8% e 3,8%, 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\$3,5 trilhões em dezembro. O crescimento de 13,2% em doze meses refletiu aumentos de 5,6% na base restrita e de 17,2% no saldo dos títulos públicos federais e

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

Discriminação	Previsto		Ocorrido	
	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	322,6 - 378,8	3,5	350,4	3,4
Base restrita ^{3/}	216,3 - 292,7	5,9	259,0	7,8
Base ampliada ^{4/}	3 171,3 - 3 722,8	10,7	3 525,4	13,2
M4 ^{4/}	4 225,1 - 5 716,3	11,5	5 018,5	14,0

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.

redução de 12,5% nos depósitos compulsórios em espécie.

16. Os meios de pagamento (M1), mensurados pela média dos saldos diários, somaram R\$350,4 bilhões em dezembro, elevando-se 9,7% no mês e 3,4% em doze meses. O saldo de papel-moeda em poder do público atingiu R\$177,4 bilhões, crescendo 9,5% no mês e 9,3% em doze meses, e os depósitos à vista situaram-se em R\$173 bilhões, com variações respectivas de 10% e -2,1%.

17. O agregado monetário M4 totalizou R\$5 trilhões em dezembro, elevando-se 0,2% no mês e 14% em doze meses.

18. As operações com títulos públicos federais, incluídas as de ajuste de liquidez realizadas pelo Banco Central, determinaram impacto expansionista de R\$33,7 bilhões no quarto trimestre de 2014, resultante das colocações líquidas de R\$2,3 bilhões no mercado primário e de resgates líquidos de títulos de R\$34,2 bilhões no mercado secundário e de R\$1,8 bilhão no extramercado.

19. 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.

C. Política Monetária no bimestre janeiro-fevereiro de 2015

20. A base monetária restrita, calculada pela média dos saldos diários, totalizou R\$241,9 bilhões em fevereiro, com redução de 4,4% no mês e crescimento de 6,2% em doze meses. As reservas bancárias variaram -14,2% e -6,1%, respectivamente, situando-se em R\$39,9 bilhões, e o saldo médio do papel-moeda emitido atingiu R\$202 bilhões, com retração de 2,2% no mês e elevação de 9% em doze meses.

21. A base monetária ampliada totalizou R\$3,6 trilhões em fevereiro, elevando-se 1,6% no mês e 13,7% em doze meses. O resultado interanual refletiu elevações de 6,3% na base restrita e de 18,4% no saldo de títulos públicos federais, e redução de 17,2% nos depósitos compulsórios em espécie.

22. Os meios de pagamento (M1), avaliados pela média dos saldos diários, atingiram R\$322,3 bilhões em fevereiro, variando -2,9% no mês e 3,4% em doze meses. O saldo do papel-moeda em poder do público somou R\$166,1 bilhões, com variações respectivas de -2,4% e 9%, e os depósitos à vista atingiram R\$156,2 bilhões, recuando 3,4% no mês e 2,1% em doze meses.

23. O agregado monetário mais amplo (M4) totalizou R\$5,1 trilhões em fevereiro, aumentando 0,9% no mês e 14,3% em doze meses.

Quadro 2. Resultados previstos pela programação monetária para o primeiro trimestre de 2015 e ocorridos em janeiro/fevereiro^{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	322,3	3,4
Base restrita ^{3/}	206,3	- 279,1	8,8	241,9	6,2
Base ampliada ^{4/}	3 334,2	- 3 914,0	13,0	3 616,9	13,7
M4 ^{4/}	4 407,7	- 5 963,4	15,0	5 113,9	14,3

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\$50,4 bilhões no bimestre janeiro-fevereiro, com resgates líquidos de R\$29,3 bilhões no mercado primário e venda líquida de títulos de R\$79,7 bilhões no mercado secundário.

25. 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.

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
16.01.2013	-	7,25
6.3.2013	-	7,25
17.4.2013	-	7,50
29.5.2013	-	8,00
10.7.2013	-	8,50
28.8.2013	-	9,00
9.10.2013	-	9,50
27.11.2013	-	10,00
15.1.2014	-	10,50
26.2.2014	-	10,75
2.4.2014	-	11,00
28.5.2014	-	11,00
16.7.2014	-	11,00
3.9.2014	-	11,00
29.10.2014	-	11,25
3.12.2014	-	11,75
21.1.2015	-	12,25
4.3.2015	-	12,75

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

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

26. O processo de recuperação da economia global tem se mostrado desigual, apresentando maior robustez nos EUA relativamente à Área do Euro e ao Japão. Apesar desse cenário, as principais economias globais apresentaram ritmo de crescimento distinto no quarto trimestre de 2014: a atividade econômica desacelerou nos EUA, China e Reino Unido; acelerou na Área do Euro; e voltou a crescer no Japão, após dois recuos trimestrais consecutivos.

27. Os mercados financeiros repercutiram o cenário de incertezas associadas à perspectiva de normalização da política monetária dos EUA; à deterioração nas expectativas de crescimento global, com algumas exceções, entre elas os EUA; ao receio de deflação em algumas economias; ao recuo nos preços das commodities, em especial petróleo; e às tensões geopolíticas na Europa e Oriente Médio. Nesse ambiente, o dólar seguiu apreciando, a inflação ao consumidor desacelerou nas principais economias; bancos centrais de países europeus passaram a adotar taxas de juro negativas; e o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco do Japão (BoJ) ampliaram suas políticas acomodáticas.

28. No Brasil, o *deficit* em transações correntes recuou no primeiro bimestre de 2015, em relação a igual intervalo de 2014. Essa evolução repercutiu reduções na corrente de comércio - consistente com a recuperação modesta da economia mundial e com a desaceleração da atividade interna - e nas despesas líquidas de serviços e, principalmente, de rendas - influenciada pelo recuo nas remessas líquidas de lucros e dividendos. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros diretos, investimentos estrangeiros em carteira e empréstimos, embora diminuíssem 2,2% no período, permaneceram em patamar confortável para o financiamento do balanço de pagamentos.

29. A evolução recente de indicadores coincidentes da atividade econômica sugere que o ritmo de crescimento da economia brasileira segue em patamar inferior ao potencial, trajetória que deverá ser mantida nos próximos meses. Essa perspectiva está fundamentada, em grande parte, no nível reduzido dos indicadores de confiança de consumidores e empresários; no impacto da perda de dinamismo do mercado de trabalho sobre a massa de rendimentos e, em consequência, sobre o consumo privado; e nos efeitos do cenário mais restritivo envolvendo as políticas monetária e fiscal. No médio prazo, entretanto, os ajustes macroeconômicos em curso devem criar condições adequadas para o início de novo ciclo de crescimento econômico no país.

30. A desaceleração no ritmo de crescimento das operações de crédito do sistema financeiro reflete, portanto, a perda de dinamismo da atividade econômica interna e a trajetória da taxa básica de juros. No início do ano, sustentadas pela sazonalidade do período e pelo vigor das operações de crédito imobiliário, as operações de crédito apresentaram desempenho mais robusto no segmento de pessoas físicas do

que no de pessoas jurídicas. As taxas de juros médias e os spreads aumentaram no trimestre encerrado em janeiro, e os indicadores de inadimplência apresentaram relativa estabilidade.

31. No mesmo sentido, a arrecadação de impostos e contribuições segue em trajetória decrescente, influenciada pela desaceleração da atividade econômica es pelas medidas de estímulo adotadas a partir de 2012. Nesse cenário, as recentes medidas de restabelecimento de alíquotas de alguns tributos, combinadas com ações visando reduzir o ritmo de expansão de grupamentos específicos de despesas e compatibilizar a execução do gasto público ao desempenho da arrecadação, sinalizam comprometimento com o atingimento das metas de *superavit* primário em 2015 e nos anos seguintes.

32. Nesse ambiente, a evolução dos preços no início deste ano repercute pressões associadas ao período e os impactos dos realinhamentos dos preços administrados em relação aos livres e dos preços domésticos em relação aos internacionais.

33. Ressalte-se que a concentração dos reajustes de tarifas no primeiro trimestre do ano resultará em menor pressão nesse segmento nos próximos meses, enquanto o impacto da depreciação cambial sobre os preços domésticos vem sendo mitigado pela trajetória declinante dos preços das *commodities*. Adicionalmente, o menor dinamismo da atividade doméstica e a desvalorização de outras moedas em relação ao dólar dos EUA também contribuem para restringir o *pass-through*.

34 Observe-se, ainda, que os impactos desses realinhamentos tendem a permanecer circunscritos no curto prazo, perspectiva que, associada aos efeitos das ações de políticas monetária e fiscal recentemente implementadas, reforça o cenário de convergência da inflação para a meta em dezembro de 2016.

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

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

Discriminação	Segundo Trimestre				Ano			
	R\$ bilhões			Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões			Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	296,3	-	347,8	4,8	336,3	-	394,8	4,3
Base restrita ^{3/}	204,9	-	277,3	7,9	235,2	-	318,2	6,8
Base ampliada ^{4/}	3 395,4	-	3 985,9	11,7	3 502,9	-	4 112,1	8,0
M4 ^{4/}	4 502,5	-	6 091,7	13,3	4 771,3	-	6 455,3	11,9

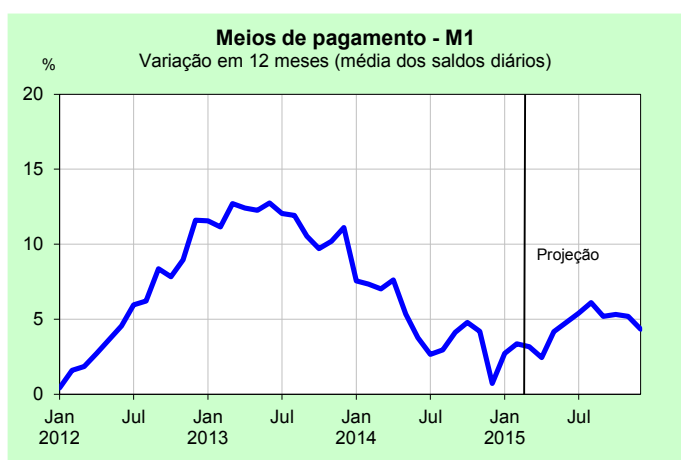
1/ Refere-se ao último mês do período.

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

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

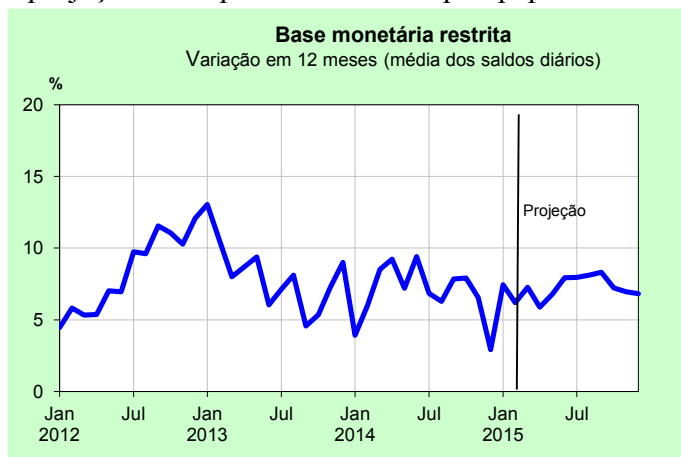
4/ Saldos em fim de período.

36. 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 foi estimada em 4,8% para junho e em 4,3% para dezembro de 2015.

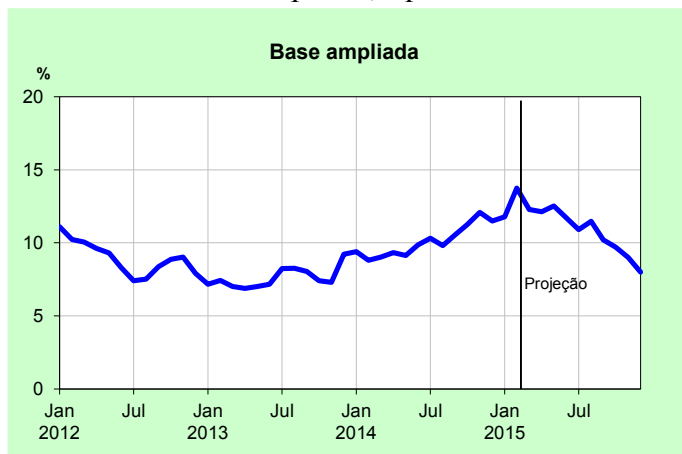


37. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como variáveis exógenas, a expansão das operações de crédito do sistema financeiro e a elevação da massa salarial.

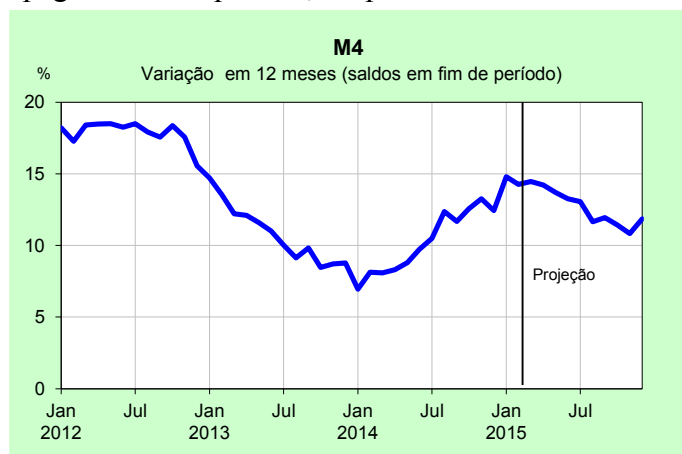
38. Tendo em vista a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação em doze meses para o saldo médio da base monetária de 7,9% em junho e de 6,8% em dezembro de 2015.



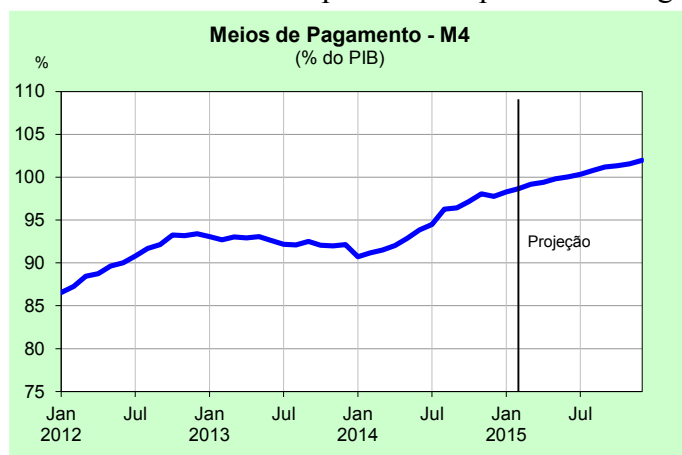
39. As projeções da base monetária ampliada, que consiste de uma medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram efetuadas adotando-se cenários para resultados primários do governo central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, assim como estimativas de taxas de juros e de câmbio para projetar a capitalização da dívida mobiliária federal. Os resultados indicam variação em doze meses de 11,7% em junho e de 8% em dezembro de 2015.



40. 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 13,3% em junho e de 11,9% em dezembro de 2015.



41. 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.



42. A evolução dos agregados monetários é resumida no quadro a seguir, onde são apresentados os valores ocorridos no bimestre janeiro/fevereiro de 2015, bem como os valores previstos para o segundo trimestre de 2015.

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

Discriminação	2015		2015 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo 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/}	322,3	3,4	322,0	4,8	365,6	4,3
Base restrita ^{4/}	241,9	6,2	241,1	7,9	276,7	6,8
Base ampliada ^{5/}	3 616,9	13,7	3 690,7	11,7	3 807,5	8,0
M4 ^{5/}	5 113,9	14,3	5 297,1	13,3	5 613,3	11,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

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

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2015		2015 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro ^{1/}		Segundo Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,332	-2,2	1,336	-2,9	1,321	-2,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,256	-4,1	0,260	6,3	0,260	3,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,515	5,5	0,513	3,9	0,521	3,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,435	2,0	1,435	1,4	1,474	3,6

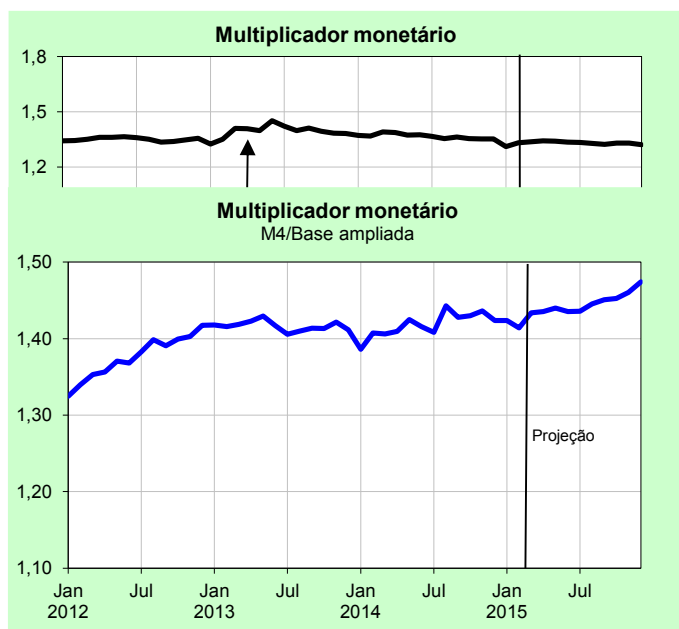
1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

4/ Saldos em fim de período.

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



Resumo das projeções

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

Discriminação	Previsto			Ocorrido	
	R\$ bilhões		Variação percentual em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões	Variação percentual em 12 meses
M1 ^{3/}	322,6	- 378,8	3,5	350,4	3,4
Base restrita ^{3/}	216,3	- 292,7	5,9	259,0	7,8
Base ampliada ^{4/}	3 171,3	- 3 722,8	10,7	3 525,4	13,2
M4 ^{4/}	4 225,1	- 5 716,3	11,5	5 018,5	14,0

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 primeiro trimestre de 2015 e ocorridos em janeiro/fevereiro^{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	322,3	3,4
Base restrita ^{3/}	206,3	- 279,1	8,8	241,9	6,2
Base ampliada ^{4/}	3 334,2	- 3 914,0	13,0	3 616,9	13,7
M4 ^{4/}	4 407,7	- 5 963,4	15,0	5 113,9	14,3

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 segundo trimestre e para ano de 2015^{1/}

Discriminação	Segundo Trimestre			Ano		
	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}	R\$ bilhões		Var. % em 12 meses ^{2/}
M1 ^{3/}	296,3	- 347,8	4,8	336,3	- 394,8	4,3
Base restrita ^{3/}	204,9	- 277,3	7,9	235,2	- 318,2	6,8
Base ampliada ^{4/}	3 395,4	- 3 985,9	11,7	3 502,9	- 4 112,1	8,0
M4 ^{4/}	4 502,5	- 6 091,7	13,3	4 771,3	- 6 455,3	11,9

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/}			
	Janeiro - Fevereiro		Segundo 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/}	322,3	3,4	322,0	4,8	365,6	4,3
Base restrita ^{4/}	241,9	6,2	241,1	7,9	276,7	6,8
Base ampliada ^{5/}	3 616,9	13,7	3 690,7	11,7	3 807,5	8,0
M4 ^{5/}	5 113,9	14,3	5 297,1	13,3	5 613,3	11,9

1/ Refere-se ao último mês do período.

2/ Projeção.

3/ Ponto médio das previsões.

4/ Média dos saldos nos dias úteis do mês.

Quadro 5. Multiplicador monetário^{1/}

Discriminação	2015		2015 ^{2/}			
	Janeiro - Fevereiro ^{1/}		Segundo Trimestre		Ano ^{2/}	
	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses	Multiplicador	Var. % em 12 meses
M1 / Base restrita ^{3/}	1,332	-2,2	1,336	-2,9	1,321	-2,3
Res.bancárias / dep.vista ^{3/}	0,256	-4,1	0,260	6,3	0,260	3,4
Papel-moeda / M1 ^{3/}	0,515	5,5	0,513	3,9	0,521	3,0
M4 / Base ampliada ^{4/}	1,435	2,0	1,435	1,4	1,474	3,6

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.