

Anexo VI
Objetivos das Políticas Monetária, Creditícia e Cambial
(Art. 4º, § 4º, da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000)

Anexo à Mensagem da Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2016, em cumprimento ao disposto no art. 4º, § 4º da Lei Complementar nº 101, de 2000: “A mensagem que encaminhar o projeto da União apresentará, em anexo específico, os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial, bem como os parâmetros e as projeções para seus principais agregados e variáveis, e ainda as metas de inflação, para o exercício seguinte.”

As políticas monetária, creditícia e cambial têm como objetivo o alcance, pelo Banco Central do Brasil (BCB), da meta de inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); a manutenção das condições prudenciais e regulamentares para que a expansão do mercado de crédito ocorra em ambiente que preserve a estabilidade do sistema financeiro nacional; e a preservação do regime de taxa de câmbio flutuante. O alcance desses objetivos deve observar a evolução da economia brasileira, em linha com as medidas conjunturais implementadas.

A política monetária, nesse contexto, deve contribuir para a consolidação de ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Embora outras ações de política macroeconômica possam influenciar a trajetória dos preços, cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

Buscando alcançar esses objetivos, o Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB iniciou, em sua reunião de abril de 2013, processo de ajuste da taxa básica de juros (Selic), elevando-a a 10% a.a. no final daquele ano. No início de 2014, ponderando que a variação dos índices de preços ao consumidor ainda mostrava resistência superior ao que se antecipava, o Copom decidiu elevar a meta para a taxa Selic para 10,5% a.a., na reunião de janeiro e, posteriormente, para 10,75% a.a. em fevereiro e 11% a.a. em abril. Nas reuniões seguintes, realizadas em maio, julho e setembro, o Copom manteve a taxa Selic estável, por considerar que os efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação

ainda não estavam integralmente materializados e que os níveis de confiança relativamente modestos tendiam a potencializar o impacto das ações de política monetária.

Nas reuniões de outubro e dezembro, o Copom, considerando, entre outros fatores, que o balanço de riscos para a inflação havia se tornado menos favorável, em função da intensificação de ajustes de preços relativos, e buscando garantir, a um custo menor, a prevalência de um cenário futuro mais benigno para a inflação, decidiu elevar a meta para a taxa Selic para 11,25% a.a (outubro) e 11,75% a.a. (dezembro).

Nas reuniões de janeiro e fevereiro de 2015, ao avaliar que a continuidade do processo de realinhamento dos preços relativos continuava a comprometer o balanço de riscos para a inflação, o Copom decidiu elevar a taxa Selic para 12,25% a.a. (janeiro) e 12,75% a.a. (fevereiro).

Para 2015 e 2016, a política monetária continuará a ser pautada de forma coerente com o regime de metas para a inflação, tendo como objetivo a manutenção da estabilidade monetária. A meta para a inflação firmada para ambos os anos é de 4,5%, com intervalo de tolerância de mais ou menos 2 p.p., conforme estabeleceram as Resoluções 4.237, de 28.6.2013; e 4.345, de 25.6.2014, do CMN.

Os ganhos obtidos com o amadurecimento do regime de metas de inflação e com o alcance, pelo décimo primeiro ano consecutivo, da meta estabelecida, podem ser sentidos na maior potência dos instrumentos de política monetária; na trajetória de redução das taxas reais de juros nas diferentes fases dos ciclos econômicos; na redução do custo de carregamento da dívida pública, dados os menores prêmios de risco e os maiores prazos de financiamento; na expansão do mercado de crédito; na maior previsibilidade do cenário econômico e na ampliação do horizonte de previsão dos agentes econômicos; e na melhoria das condições sociais.

A programação dos agregados monetários para 2015 considera o cenário esperado 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.

As projeções dos meios de pagamento foram efetuadas com base em modelos econométricos para a demanda por seus componentes, considerando-se o crescimento esperado do produto, a trajetória esperada para a taxa Selic e a sazonalidade característica daqueles agregados. Em consequência, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 4,3% para dezembro de 2015. 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.

Tendo em vista as projeções para as demandas 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 6,8% para o saldo médio da base monetária em 2015. As projeções da base monetária ampliada - medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez - considerando 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, apontam expansão de 8% em 2015.

Para os meios de pagamento ampliados, as previsões foram baseadas na capitalização de seus componentes e nos fatores condicionantes de seu crescimento primário, que compreendem as operações de crédito do sistema financeiro, os financiamentos com títulos federais junto ao setor não financeiro e os ingressos líquidos de poupança financeira externa. Como resultado, o crescimento projetado para o M4 é de 11,9% em 2015.

No que diz respeito ao crédito bancário, o ritmo de expansão em 2014 apresentou desaceleração, compatível com o arrefecimento do ritmo de atividade econômica, afetando, principalmente, a demanda por operações com recursos livres pelas empresas

e famílias. O crédito direcionado também apresentou menor expansão, mas com desempenho ainda significativo, impulsionado pela oferta de recursos para investimentos das pessoas jurídicas e pela sustentação do crédito imobiliário.

Nesse contexto, o saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) atingiu R\$ 3.018 bilhões em 2014, expansão anual de 11,3%, ante 14,5% em 2013 e 16,4% em 2012. Como resultado, a relação crédito/PIB atingiu 54,7%, comparativamente a 50,3% e a 52,6%, nos finais dos períodos mencionados (considerados os dados do PIB revisados pelo IBGE, no âmbito do Sistema de Contas Nacionais – SCN – 2008). Os empréstimos destinados às pessoas jurídicas e às pessoas físicas alcançaram saldos respectivos de R\$1.606 bilhões e R\$1.412 bilhões, com incrementos anuais de 9,6% e 13,3%, na mesma ordem. A participação relativa dos bancos públicos no total da carteira de crédito do sistema financeiro elevou-se de 51,3% em 2013 para 53,8% em 2014, em contrapartida às instituições privadas nacionais e estrangeiras, cujas participações recuaram 1,6 p.p. e 0,9 p.p., para 31,6% e 14,6%, respectivamente.

Ao longo do ano, o mercado de crédito apresentou aumento das taxas de juros, repercutindo os efeitos da política monetária. Permaneceu favorável o comportamento dos índices de inadimplência, cuja média geral situou-se no patamar mais baixo da série histórica iniciada em março de 2011.

A taxa média de juros das operações de crédito, computadas as operações com recursos livres e direcionados, aumentou 1,3 p.p. no ano, situando-se em 23,7% em dezembro de 2014, com o custo médio do crédito concedido a famílias e empresas alcançando 30,7% e 16,5%, respectivamente. O *spread* bancário atingiu 14,9 p.p., após elevação anual de 1,1 p.p. A taxa de inadimplência, equivalente às operações com atrasos superiores a noventa dias, correspondeu a 2,7% da carteira total de crédito, com declínio anual de 0,1 p.p., registrando-se percentuais de inadimplência das pessoas físicas e jurídicas de 3,6% e 1,9%, na ordem.

No início de 2015, o mercado de crédito mantém desempenho moderado, condicionado por fatores sazonais que impactam a demanda de recursos, sobretudo pelas empresas. No crédito às pessoas físicas, permanece significativa a expansão do crédito imobiliário, atualmente a maior carteira de crédito às famílias. As taxas de juros e *spreads* seguem em elevação, enquanto os indicadores de inadimplência se mantêm estáveis nos patamares mínimos da série histórica.

O *deficit* em transações correntes, que alcançou US\$ 81,2 bilhões, em 2013, ampliou-se para US\$ 91,3 bilhões, em 2014. Essa trajetória esteve fundamentalmente associada ao resultado da balança comercial, com a reversão do *superavit* de US\$ 2,3 bilhões para *deficit* de US\$ 4 bilhões. A corrente de comércio de bens com o exterior recuou 5,7%, em decorrência de reduções tanto nas exportações, quanto nas importações. As exportações de bens somaram US\$ 225,1 bilhões no ano, registrando decréscimo de 7% comparativamente a 2013. As importações de bens totalizaram US\$ 229,1 bilhões, após redução de 4,4%. Contribuíram adicionalmente para o *deficit* em transações correntes, os aumentos respectivos de US\$ 1,8 bilhão e de US\$ 554 milhões nas despesas líquidas das contas de serviços e de rendas. A conta de serviços apresentou despesas líquidas de US\$ 48,9 bilhões, aumento de 3,9% em relação ao ano anterior, com elevação de gastos líquidos com aluguel de equipamentos (18,8%), *royalties* e licenças (8,8%) e viagens internacionais (2,3%).

A conta financeira registrou ingressos líquidos de US\$ 98,5 bilhões em 2014, ante US\$ 73,2 bilhões no ano anterior. Os ingressos líquidos de investimento estrangeiro direto (IED) para o Brasil totalizaram US\$ 62,5 bilhões, volume 2,4% inferior ao verificado em 2013. Os fluxos líquidos de IED representaram 2,87% do PIB no ano e financiaram 68,5% do *deficit* em transações correntes. O investimento estrangeiro em carteira líquido recuou 3,3% no ano, somando US\$ 33,5 bilhões, enquanto o saldo líquido dos outros investimentos estrangeiros atingiu US\$ 49,7 bilhões, comparativamente a US\$ 19,7 bilhões em 2013. O resultado global do balanço de pagamentos foi superavitário em US\$ 10,8 bilhões no ano.

Ao final de 2014, as reservas internacionais totalizaram US\$ 363,6 bilhões no conceito caixa, após elevação de US\$ 4,7 bilhões em relação ao ano anterior. No conceito liquidez internacional, que inclui ativos decorrentes de operações de linhas com recompra, o estoque recuou US\$ 1,7 bilhão no período, atingindo US\$ 374,1 bilhões. Entre os principais determinantes da variação do estoque de reservas internacionais, destacaram-se o retorno líquido de linhas com recompra, em que o Banco Central readquiriu US\$ 6,5 bilhões; as receitas de juros que remuneraram as reservas internacionais, US\$ 3 bilhões; as variações de preços dos ativos que compõem a carteira de investimentos, com aumento de US\$ 1,7 bilhão; e por paridade, redução de US\$ 7,8 bilhões. O estoque de reservas internacionais, no conceito de liquidez, permaneceu representando, em 2014, vinte meses de importações de bens, ou mais de três vezes as amortizações vincendas nos doze meses subsequentes.

As perspectivas para 2015 são de continuidade da retração da corrente de comércio com o exterior e de reversão do saldo comercial, que deverá tornar-se superavitário, em virtude de contração mais intensa de importações, comparativamente ao declínio das exportações. Nesse sentido, estima-se que o saldo comercial contribua para o recuo do *deficit* em transações correntes. Na conta de serviços, a expectativa é de ampliação moderada do gasto com aluguel de equipamentos e de redução das despesas líquidas com viagens e outros serviços, dada a evolução da taxa de câmbio. Na conta de rendas, as despesas líquidas de juros devem se manter em patamares próximos aos registrados em 2014, enquanto as remessas líquidas de lucros e dividendos tendem a arrefecer, afetadas pelo nível da taxa de câmbio e pelo ritmo moderado da atividade doméstica.

O balanço de pagamentos continuará sendo financiado, em sua maior parte, por ingressos líquidos de IED e, de forma complementar, por ingressos líquidos direcionados aos mercados de renda fixa e variável e por empréstimos e títulos captados em mercados internacionais.

Em 2014 o resultado primário do setor público foi deficitário em 0,59% do PIB, ante resultado superavitário de 1,77% do PIB no ano anterior (considerados os dados do PIB revisados pelo IBGE, no âmbito SCN 2008). O Governo Central, os governos regionais

e as empresas estatais registraram, na ordem, *deficits* primários de 0,37%, 0,14% e 0,08% do PIB. A evolução do resultado primário foi influenciada pelo impacto da moderação no ritmo da atividade econômica e pelas medidas de desoneração tributária adotadas nos últimos anos. O *deficit* nominal do setor público alcançou 6,23% do PIB, elevando-se 3,17 p.p. quando comparado a 2013.

A Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2015 fixou em R\$ 66,3 bilhões, equivalentes a 1,14% do PIB, a meta de superávit primário do setor público consolidado, após os descontos permitidos, dos quais R\$ 55,3 bilhões correspondem ao resultado do Governo Central e R\$ 11 bilhões ao resultado dos governos regionais. A Lei restabeleceu dispositivo que determina ao Governo Central compensar eventual insuficiência no resultado dos governos regionais.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu 34,1% do PIB em 2014, elevando-se 2,6 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Contribuíram para essa elevação, em especial, a apropriação de juros nominais e o *deficit* primário, parcialmente compensadas pelo efeito da desvalorização cambial de 13,4% sobre a parcela credora indexada à taxa de câmbio, pelo crescimento do PIB nominal e pelo reconhecimento líquido de ativos. As principais alterações na composição da DLSP em 2014 ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa Selic (+6,6 p.p.), à TR (-4,1 p.p.), a índices de preços (+3 p.p.) e na parcela credora vinculada ao câmbio (+2,8 p.p.), que registraram, na ordem, participações de 68,8%, 7,9%, 41,9% e -43,8%.

A composição da dívida mobiliária federal alterou-se em 2014, principalmente em razão do crescimento das operações de mercado aberto, cuja participação passou de 20% para 26,6% do total, e da redução da parcela pré-fixada, que passou de 34,6% para 31,6%. Os títulos públicos federais com vencimento em até doze meses, que representavam 22,5% do total do endividamento mobiliário ao final de 2013, reduziram sua participação relativa para 21,5% em 2014. O prazo médio dos títulos federais manteve tendência de elevação, alcançando 51,39 meses, após aumento de 2,67 meses. A estratégia de financiamento em 2015 visa otimizar a distribuição dos vencimentos ao

longo dos próximos anos, de forma a reduzir o risco de refinanciamento no médio prazo e a prover liquidez adequada aos títulos emitidos

O ritmo de crescimento econômico registrou moderação em 2014. Do lado da oferta, ressaltou-se a expansão do setor agrícola, impulsionado pela safra recorde de grãos, que contrastou com o desempenho modesto do setor de serviços e com a retração na atividade industrial. Pelo lado da demanda, destacou-se o recuo na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e a expansão moderada do consumo das famílias, resultados consistentes com as trajetórias dos indicadores de confiança de empresários e do consumidor.

Prospectivamente, o crescimento em 2015 deve permanecer abaixo do potencial. A evolução da demanda doméstica segue condicionada pela situação dos indicadores de confiança; pela interrupção dos ciclos de expansão robusta do emprego, dos rendimentos e do crédito; e pelos efeitos defasados de políticas monetária e fiscal mais restritivas. Importa destacar que os ajustes de política econômica ora observados, ainda que se traduzam em vetores contracionistas no curto prazo, constituem elementos essenciais para a preservação do ambiente macroeconômico favorável, a recuperação da confiança dos agentes e a retomada do crescimento sustentável da atividade econômica no médio prazo.