

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 2017, 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 elevou em 250 pontos básicos, entre janeiro e julho de 2015, a taxa básica de juros (Selic), que atingiu 14,25% a.a. Para o Comitê, 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 - tornaram o balanço de riscos para a inflação desfavorável, justificando a elevação.

Na reunião de setembro de 2015 o Copom ponderou que a demanda agregada continuaria a se apresentar moderada no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tenderia a ser influenciado por fatores como emprego, renda e crédito; de outro, o financiamento imobiliário, a concessão de serviços públicos e a atividade agrícola, entre outros,

tenderiam a influenciar os investimentos. Por sua vez, as exportações seriam beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real, começando a traduzir-se em melhores resultados para o setor externo. Diante disso o Comitê manteve a taxa Selic em 14,25% ao ano.

Por ocasião das últimas reuniões em 2015, tornaram-se mais evidentes os sinais de enfraquecimento intenso e generalizado das economias maduras, com efeitos sobre as moedas de economias emergentes e maiores riscos para a evolução dos preços no curto prazo. No âmbito doméstico, a contração da demanda doméstica apresentou sinais de continuidade. Nesse contexto, prevaleceu o entendimento de que a trajetória prospectiva da inflação ainda justificava a decisão de manutenção da taxa Selic em 14,25% ao ano.

Nas reuniões de janeiro e março de 2016 o Copom, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, considerou que remanesçam incertezas associadas ao balanço de riscos, o que justificava continuar monitorando a evolução do cenário para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária, e decidiu assim manter a taxa Selic em 14,25% a.a.

Para 2016 e 2017, 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 o ano de 2016 é de 4,5%, com intervalo de tolerância de mais ou menos 2 p.p., conforme estabeleceu a Resolução nº 4.345, de 25.6.2014, do CMN. Para 2017, a meta de inflação também é de 4,5%, com intervalo de tolerância de mais ou menos 1,5 p.p., conforme estabeleceu a Resolução nº 4.419, de 25.6.2015, do CMN.

A programação dos agregados monetários para 2016 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 a trajetória esperada do produto, da 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 0,2% para dezembro de 2016. Considerou-se ainda, para a projeção dos meios de pagamento, como

variáveis exógenas, a evolução das operações de crédito do sistema financeiro e 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 4,6% para o saldo médio da base monetária em 2016. 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 14,7% em 2016.

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 10% em 2016.

No que diz respeito ao crédito bancário, o ritmo de expansão em 2015 apresentou nova desaceleração, compatível com a retração da atividade econômica e com as condições menos favoráveis do mercado de trabalho e renda, que determinaram a redução na demanda por operações com recursos livres. No crédito direcionado, observou-se a desaceleração nos financiamentos para investimentos do BNDES e no crédito imobiliário, determinada também pelas condições mais restritivas na oferta de recursos.

Nesse contexto, o saldo total do crédito do sistema financeiro alcançou R\$3.218 bilhões em dezembro em 2015, aumentando 6,7% no ano (11,3% em 2014 e 14,5% em 2013). A razão crédito/PIB atingiu 54,3% em 2015, expansão anual de 1,2 p.p.. As carteiras destinadas às pessoas jurídicas e físicas totalizaram, na ordem, R\$1.707 bilhões e R\$1.511 bilhões, crescimentos acumulados de 6,3% e 7% (9,5% e 13,4% no ano anterior, nessa ordem). A participação relativa dos bancos públicos no total da carteira de crédito do sistema financeiro elevou-se de 53,8% em 2014 para 55,9% em 2015, em contrapartida às instituições privadas nacionais (de 31,6% para 29,4%), enquanto nas instituições estrangeiras passou de 14,6% para 14,7%, no mesmo período.

Ao longo do ano, o mercado de crédito apresentou aumento das taxas de juros, refletindo a política monetária contracionista em vigor. Ocorreu aumento da percepção do risco por parte das instituições financeiras, com crescimento de *spreads* e níveis de inadimplência.

A taxa média de juros das operações de crédito, computadas as operações com recursos livres e direcionados, aumentou 6 p.p. no ano, situando-se em 29,7% em dezembro de 2015, com o custo médio do crédito concedido a famílias e empresas alcançando 37,9% e 20,7%, respectivamente. O *spread* bancário atingiu 18,5 p.p., após elevação anual de 3,6 p.p.. A taxa de inadimplência, equivalente às operações com atrasos superiores a noventa dias, correspondeu a 3,4% da carteira total de crédito, com elevação anual de 0,7 p.p., registrando-se percentuais de inadimplência das pessoas físicas e jurídicas de 4,2% e 2,6%, na ordem.

No início de 2016, o mercado de crédito permanece em desaceleração, condicionado por fatores sazonais que impactam a demanda de recursos, sobretudo pelas empresas. No crédito às pessoas físicas, embora ocorra melhor evolução no saldo das carteiras do segmento direcionado, o ritmo de contratações vem se reduzindo, principalmente no crédito imobiliário. Prossegue a elevação das taxas de juros, *spreads* e dos indicadores de inadimplência.

O *deficit* em transações correntes, que alcançou US\$104,2 bilhões em 2014, recuou para US\$58,9 bilhões em 2015. Essa trajetória esteve fundamentalmente associada à recuperação da balança comercial, com reversão do *deficit* de US\$6,6 bilhões para *superavit* de US\$17,7 bilhões. A corrente de comércio de bens com o exterior recuou 20,3%, em decorrência de reduções tanto nas exportações quanto nas importações. As exportações de bens somaram US\$190,1 bilhões no ano, registrando decréscimo de 15,2% comparativamente a 2014. As importações de bens totalizaram US\$172,4 bilhões, com redução de 25,3%. Contribuíram adicionalmente para o menor *deficit* em transações correntes as reduções respectivas de US\$11,2 bilhões e de US\$9,8 bilhões nas despesas líquidas das contas de serviços e de renda primária. A conta de serviços apresentou despesas líquidas de US\$36,9 bilhões, retração de 23,3% em relação ao ano anterior, com recuos de gastos líquidos com viagens internacionais (-38,5%), transportes (-34,9%) e aluguel de equipamentos (-4,8%).

A conta financeira registrou captações líquidas de US\$54,7 bilhões em 2015, ante US\$100,6 bilhões no ano anterior. Os ingressos líquidos de investimentos diretos no país (IDP) totalizaram US\$75,1 bilhões, valor 22,5% inferior ao verificado em 2014. Os fluxos líquidos de IDP representaram 4,23% do PIB no ano e financiaram mais que integralmente o *deficit* em

transações correntes (127,5%). Os investimentos em carteira passivos líquidos recuaram 55,5% no ano, somando US\$18,5 bilhões, enquanto o saldo líquido dos outros investimentos passivos atingiu US\$20,1 bilhões, comparativamente a US\$54,1 bilhões em 2014. Os fluxos de ativos de reserva contribuíram com US\$1,6 bilhão, no ano, para elevação desse estoque.

Ao final de 2015, as reservas internacionais totalizaram US\$356,5 bilhões no conceito caixa, após redução de US\$7,1 bilhões em relação ao ano anterior. No conceito liquidez internacional, que inclui ativos decorrentes de operações de linhas com recompra, o estoque recuou US\$5,3 bilhões no período, atingindo US\$368,7 bilhões. Entre os principais determinantes da variação do estoque de reservas internacionais no conceito liquidez, destacaram-se a concessão líquida de linhas com recompra, US\$1,8 bilhão; as receitas de juros que remuneraram as reservas internacionais, US\$2,6 bilhões; as variações de preços dos ativos que compõem a carteira de investimentos, com recuo de US\$773 milhões; e variação por paridade, com redução de US\$7,9 bilhões. O estoque de reservas internacionais, no conceito de liquidez, representou, em 2015, vinte e seis meses de importações de bens, ou mais de três vezes as amortizações vincendas nos doze meses subsequentes.

As perspectivas para 2016 são de recuo do *deficit* em transações correntes, projetado em 1,6% do PIB em 2016, ante 3,3% do PIB em 2015. Estima-se continuidade da retração da corrente de comércio com o exterior e elevação do saldo comercial, em virtude de contração mais intensa do valor das importações (-13%), e manutenção do valor das exportações, com aumento de quantidade e redução de preço. Na conta de serviços, a expectativa é de leve retração do gasto com aluguel de equipamentos e de forte redução das despesas líquidas com viagens e transportes, dada a conjuntura macroeconômica. Na conta de renda primária, as despesas líquidas de juros devem se manter em patamares próximos aos registrados em 2015, enquanto as remessas líquidas de lucros e dividendos tendem a arrefecer, afetadas pelo nível da taxa de câmbio e pela contração da atividade doméstica.

O processo de ajustamento e menor necessidade de financiamento externo deverão se intensificar em 2016. O *deficit* em transações correntes, projetado em US\$25 bilhões, será integralmente financiado por ingressos líquidos de IDP, previstos em US\$60 bilhões. De forma complementar, prevê-se moderado ingresso de capitais estrangeiros direcionados ao mercado de renda variável, e equilíbrio nas modalidades de empréstimos e títulos, nos mercados doméstico e internacional.

Em 2015 o resultado primário do setor público foi deficitário em 1,88% do PIB, ante resultado deficitário de 0,57% do PIB no ano anterior. O Governo Central e as empresas estatais registraram, na ordem, *deficits* primários de 1,98% e 0,07% do PIB, enquanto os governos regionais registraram *superavit* de 0,16% do PIB. A evolução do resultado primário foi influenciada pelo impacto da redução de ritmo da atividade econômica, pelas medidas de desoneração tributária adotadas nos últimos anos e pelos pagamentos da União para equacionamento de passivos junto aos bancos públicos e ao FGTS, em conformidade com os Acórdãos nº 825/2015 e nº 3.297/2015, do Tribunal de Contas da União. O *deficit* nominal do setor público alcançou 10,38% do PIB, elevando-se 4,34 p.p. do PIB quando comparado a 2014.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu 36,2% do PIB em 2015, elevando-se 3,1 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Contribuíram para essa elevação, em especial, a apropriação de juros nominais, o *deficit* primário e o reconhecimento líquido de passivos, parcialmente compensados pelo efeito da desvalorização cambial de 47% sobre a parcela credora indexada à taxa de câmbio e pelo crescimento do PIB nominal. As principais alterações na composição da DLSP em 2015 ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa Selic (+9,7 p.p.), na parcela sem remuneração (-2,1 p.p.) e nas parcelas credoras vinculadas ao câmbio (-11,9 p.p.) e à TJLP (+3,2 p.p.), que registraram, na ordem, participações de 78,5%, 11,4%, -55,7% e -34,5%. Em 2016, até fevereiro, a principal alteração ocorreu na participação da parcela vinculada à taxa Selic, que subiu 4,6 p.p., atingindo 83,1% do total.

Ressalte-se que, apesar da elevação recente na trajetória da relação entre o endividamento líquido e o PIB, as projeções realizadas indicam tendência de queda naquela trajetória no médio prazo.

A composição da dívida mobiliária federal alterou-se em 2015 devido, principalmente, ao crescimento da parcela vinculada à taxa Selic - que passou de 14,1% para 17,7% - e às reduções das operações de mercado aberto - de 26,6% para 25,2% do total – e da parcela vinculada a índices de preços - de 26,9% para 25,6%. Em 2016, até fevereiro, a principal alteração ocorreu na parcela de títulos pré-fixados, que passou de 30,7% para 28%. Os títulos públicos federais com vencimento em até doze meses, que representavam 21,5% do total do endividamento mobiliário ao final de 2014, reduziram sua participação relativa para 19,1% em 2015. O prazo médio dos títulos federais manteve tendência de elevação, alcançando 53,25 meses, com aumento de 1,86 meses.

A economia registrou retração em 2015. Do lado da oferta, ressalte-se a expansão do setor agrícola, impulsionado pela safra recorde de grãos, que contrastou com as contrações na atividade industrial e no setor de serviços. Pelo lado da demanda, destaque-se os recuos no consumo das famílias e na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), resultados consistentes com as trajetórias dos indicadores de confiança de empresários e do consumidor. A retração da economia em 2015 foi atenuada pelo desempenho do componente externo da demanda. No ano, o ajuste na balança comercial foi favorecido tanto pela depreciação da taxa de câmbio quanto pela redução na atividade doméstica. Nesse cenário, a contribuição do setor externo para o resultado anual do PIB em 2015 atingiu 2,7 p.p., após oito resultados negativos em sequência.

Prospectivamente, apesar da perspectiva de continuidade do processo de reação das exportações líquidas, a demanda agregada tende a se apresentar moderada nos próximos meses, ainda condicionada pela evolução recente do emprego, dos rendimentos e do crédito; e pelo efeito defasado da política monetária mais restritiva. 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.