

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

---



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**Anexo à Mensagem da Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2015, 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.”**

Os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial são, respectivamente, 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.

Nesse sentido, a política monetária 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.

Em consonância com essas diretrizes, o BCB, ao final de 2012, interrompeu a trajetória de redução da taxa básica de juros, mantendo-a em 7,25% a.a. até o início do segundo trimestre de 2013. Essa decisão levou em consideração o balanço de riscos para a inflação, a recuperação da atividade doméstica e a complexidade que

envolve o ambiente internacional. A partir de abril de 2013, o Copom deu início a processo gradual de elevação da taxa Selic. Naquela reunião, o Comitê avaliou que o nível elevado da inflação e a dispersão de aumentos de preços, entre outros fatores, contribuem para que a inflação mostre resistência e ensejam uma resposta da política monetária, elevando a taxa Selic para 7,5% a.a. Nas reuniões seguintes, a taxa foi sendo elevada em 0,5 p.p. a cada oportunidade, atingindo 10% a.a. no final de 2013. Nas primeiras reuniões de 2014, o Copom, ponderando que a variação dos índices de preços ao consumidor ainda mostrava resistência, inclusive ligeiramente acima daquela que se antecipava, decidiu elevar a taxa Selic para 10,5% a.a., na reunião de janeiro, e posteriormente para 10,75% a.a., em fevereiro.

Para 2014 e 2015, 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 4.095, de 28.6.2012; e 4.237, de 28.6.2013, do CMN.

Os ganhos obtidos com o amadurecimento do regime de metas de inflação e com o alcance, pelo décimo 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 nos 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 2014 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. Como resultado, a variação em doze meses da média dos saldos diários dos meios de pagamento foi estimada em 5,1% para dezembro de 2014. Respeitou-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 a projeção feita para a demanda por papel-moeda e por depósitos à vista, que são relacionadas à demanda por meio circulante e por reservas bancárias, e considerando-se a atual alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 7,6% para o saldo médio da base monetária em dezembro de 2014, na comparação com igual período do ano anterior. As projeções da base monetária ampliada, medida da dívida monetária e mobiliária federal de alta liquidez, foram elaboradas 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 apontam variação em doze meses de 8,8% em dezembro de 2014.

Para os meios de pagamento ampliados, as previsões foram 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 esperado para o M4 alcança 7,9% ao final do ano de 2014, comparado com o ano anterior.

O saldo total das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN), computadas as operações com recursos livres e direcionados, alcançou R\$2.715 bilhões em 2013, expansão anual de 14,6%, ante 16,4% em 2012 e 18,8% em 2011. Como resultado, a relação crédito/PIB atingiu 56,5%, comparativamente a 53,9% e a 49,1%, nos finais dos períodos mencionados. Os estoques de empréstimos destinados às pessoas jurídicas e às pessoas físicas alcançaram R\$1.464 bilhões e R\$1.251 bilhões, respectivamente, incrementos anuais, na mesma ordem, de 13,3% e 16,3%. A participação relativa dos bancos públicos no total da carteira de crédito do sistema financeiro elevou-se de 47,9% em 2012 para 51,2% em 2013, contrapondo-se ao desempenho das instituições privadas nacionais e estrangeiras, cujas participações recuaram 2,5 p.p. e 0,8 p.p., para 33,2% e 15,5%, respectivamente.

A moderação do crescimento das operações de crédito do SFN em 2013 refletiu a desaceleração no crédito com recursos livres, em decorrência, entre outros, do menor dinamismo dos empréstimos voltados para o consumo. As operações com recursos

direcionados ampliaram-se nos principais segmentos, influenciadas pela demanda por investimentos das empresas e famílias, destacando-se, comparativamente ao ano anterior, a aceleração do crédito rural e a manutenção do ritmo de crescimento dos financiamentos imobiliários e com recursos do BNDES.

Ao longo do ano, o mercado de crédito apresentou aumento das taxas de juros, em especial a partir de meados do ano, em consonância com a trajetória da política monetária; acompanhado de redução dos *spreads*, elevação de prazos das concessões e recuo consistente da inadimplência, cujos índices alcançaram patamares mínimos da série histórica, iniciada em março de 2011. O comprometimento de renda das famílias com o serviço das dívidas bancárias alcançou 21,6% em dezembro de 2013, comparativamente a 21,8% no ano anterior.

A taxa média de juros das operações de crédito, computadas as operações com recursos livres e direcionados, aumentou 1,7 p.p. no ano, ao situar-se em 19,7% em dezembro de 2013, com o custo médio do crédito concedido a famílias e empresas situando-se em 25,6% e 15,1%, respectivamente. O *spread* bancário atingiu 11,1 p.p., após registrar diminuição anual de 0,4 p.p. A taxa de inadimplência, equivalente às operações com atrasos superiores a noventa dias, correspondeu a 3% da carteira total de crédito, com declínio anual de 0,7 p.p., registrando-se percentuais de inadimplência das pessoas físicas e jurídicas de 4,4% e 1,8%, na ordem.

No início de 2014, o cenário para o mercado de crédito permanece de moderação, especialmente tendo em vista fatores sazonais que impactam a demanda de recursos, principalmente por parte das empresas, com tendência de retomada dos investimentos a partir do segundo trimestre. No âmbito do crédito destinado às pessoas físicas, prossegue a tendência de expansão do crédito imobiliário, reforçada pela manutenção de indicadores positivos no mercado de trabalho. Ressalte-se que, a partir de agosto de 2013, o financiamento imobiliário passou a ser a modalidade de maior relevância na carteira de crédito às famílias, representando 27% desse saldo no final de 2013 e ultrapassando o crédito pessoal, mais destinado ao consumo. As taxas de juros e *spreads* seguem acompanhando o ciclo da política monetária, registrando elevação neste início de ano, enquanto que os indicadores de inadimplência, após redução observada em 2013, apresentam tendência de estabilidade nos valores mínimos da série histórica.

O déficit em transações correntes, que atingira US\$54,2 bilhões, 2,41% do PIB, em 2012, ampliou-se para US\$81,4 bilhões, 3,62% do PIB, em 2013. Essa trajetória esteve fundamentalmente associada à diminuição de US\$16,8 bilhões no superávit comercial, para US\$2,6 bilhões. Contribuíram, adicionalmente, os aumentos no déficit das contas de serviços, US\$6,5 bilhões, e de rendas, US\$4,3 bilhões. As contas capital e financeira mantiveram ingressos líquidos em 2013, US\$74,6 bilhões, acima dos US\$70 bilhões registrados no ano anterior. Os fluxos líquidos de IED para o Brasil atingiram US\$64 bilhões em 2013, terceiro maior valor da série histórica, apenas inferior aos de 2011 (US\$66,7 bilhões) e 2012 (US\$65,3 bilhões). Os ingressos líquidos de IED representaram 2,85% do PIB no ano, US\$17,3 bilhões abaixo da necessidade de financiamento externo. O resultado global do balanço de pagamentos foi deficitário em US\$5,9 bilhões no ano.

Ao final de 2013, as reservas internacionais somavam US\$358,8 bilhões no conceito caixa, redução de US\$14,3 bilhões em relação ao ano anterior. No conceito liquidez internacional, que inclui ativos decorrentes de operações de linhas com recompra, o estoque diminuiu em US\$2,8 bilhões no período, atingindo US\$375,8 bilhões. No ano, dentre os principais fatores de variação do estoque de reservas internacionais, destacaram-se as vendas líquidas do Banco Central no mercado de câmbio, no âmbito das linhas com recompra, de US\$11,5 bilhões, receitas de juros que remuneraram a carteira, US\$3,4 bilhões, e as variações por preços de títulos e por paridades, negativas em US\$4,3 bilhões e US\$4,1 bilhões, respectivamente.

A corrente de comércio com o exterior aumentou 3,4%, com as exportações se mantendo praticamente estáveis e aumento nas importações. A balança comercial foi superavitária em US\$2,6 bilhões em 2013, inferior ao superávit de US\$19,4 bilhões de 2012. As exportações de bens totalizaram US\$242,2 bilhões no ano, redução de 0,16% em relação ao ano anterior. As importações de bens somaram US\$239,6 bilhões, aumento de 7,4% na mesma base de comparação. A conta de serviços apresentou, em 2013, despesas líquidas de US\$47,5 bilhões, com elevação de gastos com serviços de computação e informações, viagens internacionais e transportes.

A perspectiva para 2014 é de crescimento da corrente de comércio com o exterior bem como do superávit comercial, considerando que o ritmo de crescimento das importações deve ser inferior ao das exportações, contribuindo para redução do déficit em transações correntes. Na conta de serviços, a ampliação da atividade no setor de

petróleo e gás e em outros setores industriais e comerciais deverá manter em elevação os gastos com aluguel de equipamentos. Os gastos líquidos com viagens internacionais devem persistir elevados, ainda que crescendo a taxas mais moderadas do que em 2013. As remessas líquidas de lucros e dividendos devem se expandir em resposta à aceleração na atividade doméstica. Prevê-se que o déficit em transações correntes atinja o equivalente a 3,6% do PIB.

O balanço de pagamentos deverá permanecer financiado, em sua maior parte, por ingressos líquidos de IED e, de forma complementar, por ingressos líquidos direcionados ao mercado de renda fixa no país e acionário, além de empréstimos e títulos captados em mercados internacionais.

O superávit primário do setor público alcançou 1,89% do PIB em 2013, reduzindo-se 0,5 p.p. do PIB em relação ao superávit do ano anterior, enquanto o déficit nominal elevou-se 0,8 p.p. no mesmo período, atingindo 3,3% do PIB. Os superávits do Governo Central e dos governos regionais representaram, na ordem, 1,6% e 0,3% do PIB, recuando 0,39 p.p. e 0,15 p.p. do PIB, respectivamente, em relação a 2012. Essa evolução decorreu do crescimento de receitas em ritmo inferior ao das despesas, trajetória influenciada, em parte, pelas medidas de desonerações tributárias adotadas nos últimos anos.

A meta de superávit primário do setor público para 2014 foi fixada em R\$167,4 bilhões, com a possibilidade de abatimento, pelo Governo Central, de despesas com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e com desonerações até o limite de R\$67 bilhões. O Decreto 8.197, de 20 de fevereiro de 2014, que trata da programação orçamentária e financeira para o ano, estipulou o superávit primário do Governo Central em R\$80,8 bilhões, resultado que, em conjunto com o superávit de R\$18,2 bilhões esperado para os governos regionais, deve resultar em superávit para o setor público consolidado de R\$99 bilhões, 1,9% do PIB.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu 33,6% do PIB em 2013, reduzindo-se 1,7 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Contribuíram para essa redução, em especial, o crescimento do PIB corrente, o efeito da desvalorização cambial de 14,6% ocorrida no ano e o superávit primário. As alterações mais significativas na composição da DLSP em 2013 ocorreram na parcela credora vinculada à taxa de câmbio (-3 p.p.), vinculada a índices de preços (1,7 p.p.) e na parcela prefixada (1,7 p.p.), que passaram, na ordem, a representar -46,6%, 44,9% e 51,7% do total. A

evolução da relação DLSP/PIB deve seguir em trajetória declinante, considerando o superávit primário esperado em 2014 e o comportamento esperado das demais variáveis que afetam o endividamento líquido.

Em relação à dívida mobiliária federal, incluindo as operações de mercado aberto, a principal mudança na composição em 2013 esteve relacionada à redução da parcela vinculada à taxa Selic, que passou de 17,6% do total para 15,6%. O vencimento em até doze meses dos títulos públicos federais, que representava 22% do total do endividamento mobiliário ao final de 2012, passou para 22,5% em 2013. O prazo médio dos títulos federais, 46,1 meses em 2012, passou para 48,7 meses em 2013, mostrando a confiança dos credores na sustentabilidade da política fiscal. A estratégia de emissão da dívida mobiliária para 2014 segue a diretriz básica de alongamento do prazo médio e de manutenção dos vencimentos de curto prazo em níveis prudentes.

A economia brasileira registrou crescimento moderado em 2013, acima da expansão registrada no ano anterior. Do lado da oferta, ressaltou-se a expansão do setor agrícola, impulsionado pela safra recorde de grãos, seguido pelos desempenhos dos setores de serviços e industrial. Pelo lado da demanda, destaque para crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), resultado de recuperação da produção de bens de capital, enquanto o consumo das famílias manteve ritmo de expansão moderada, consistente com a evolução recente dos rendimentos e do crédito e dos indicadores de confiança do consumidor. Nesse contexto, 2013 caracterizou-se pela alteração na composição de crescimento da demanda, com os investimentos se ampliando em ritmo superior ao consumo.

Prospectivamente, o ritmo de crescimento em 2014 deve manter-se em patamar próximo ao de 2013. O avanço do investimento, especialmente em logística e infraestrutura, somado a esforços de qualificação da mão de obra, deve-se traduzir-se em ganhos de produtividade para a economia brasileira.