

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 2018, 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 objetivos 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.

Expectativas de inflação doméstica não compatíveis com as metas inflacionárias preestabelecidas influenciaram, preponderantemente, a estratégia adotada para a política monetária brasileira ao longo de 2016. Aliada às expectativas desfavoráveis, a depreciação cambial ocorrida entre 2015 e início de 2016 também contribuiu para o cenário de incertezas. Em resposta a essas expectativas, o BCB adotou medidas com o intuito de restabelecer a convergência dos índices de preços às metas de inflação, mediante a manutenção da taxa básica de juros de curto prazo em 14,25% a.a., no período compreendido entre julho de 2015 e outubro de 2016.

Relativamente à conjuntura internacional, destacaram-se os riscos associados ao possível fim do interregno benigno para economias emergentes. O processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos, bem como o rumo de sua política econômica, tornou-se fonte adicional de incerteza.

A partir de outubro de 2016, diante da política monetária restritiva até então adotada, a inflação mostrou-se mais favorável, em parte em decorrência da reversão da alta de preços de alimentos, mas também com sinais de desinflação mais difundida. Esses resultados contribuíram para o

recuo das expectativas, sendo que no horizonte relevante para a condução da política monetária, as projeções convergiam para a meta de 4,5% a.a.

Tendo em vista as expectativas de redução da taxa de inflação, o Comitê de Política Monetária (Copom) iniciou processo de flexibilização da política monetária em outubro e novembro de 2016, ocasião em que reduziu a taxa Selic em 25 pontos-base em cada reunião, encerrando o ano com taxa de 13,75% a.a. Já no início de 2017, a magnitude de redução foi ampliada para 75 pontos-base, tanto na reunião de janeiro quanto na de fevereiro de 2017.

Para 2017 e 2018, 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 2017 é de 4,5%, com intervalo de tolerância de mais ou menos 1,5 p.p., conforme estabelece a Resolução nº 4.419, de 25.6.2015, do CMN. Para 2018, a meta de inflação também é de 4,5%, com intervalo de tolerância de mais ou menos 1,5 p.p., conforme a Resolução nº 4.499, de 30.6.2016, do CMN.

A programação dos agregados monetários para 2017 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 restritos foi estimada em 6,3% para dezembro de 2017. 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 6,7% para o saldo médio da base monetária restrita em 2017. 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 6,9% em 2017.

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 9% em 2017.

No mercado de crédito, as operações apresentaram redução em 2016, registrando-se que, durante a maior parte do período, a demanda esteve condicionada pela reduzida confiança dos agentes econômicos, e a oferta, pelo aumento da percepção de risco das instituições financeiras e elevação de juros na maior parte do ano. Destacou-se a retração na carteira de pessoas jurídicas, que repercutiu, adicionalmente, o efeito de expressivas liquidações de contratos de grandes empresas nos financiamentos do BNDES.

Dessa forma, o saldo total do crédito do sistema financeiro alcançou R\$3.105 bilhões em dezembro de 2016, com diminuição de 3,5% no ano (após elevações de 6,7% em 2015 e 11,3% em 2014), ocorrendo a primeira redução anual da série histórica. A razão crédito/PIB atingiu 49,4%, após contração de 4,3 p.p. em 12 meses - menor valor desde maio de 2013 -, explicada em sua maior parte pelas operações com empresas. As carteiras destinadas às corporações e famílias totalizaram, na ordem, R\$1.545 bilhões e R\$1.561 bilhões, variações de -9,5% e +3,2% em 2016 (6,4% e 7,1% no ano anterior, respectivamente). O crédito concedido pelos bancos públicos alcançou R\$1.730 bilhões em dezembro (-3,7% no ano), enquanto o saldo contratado com as instituições privadas totalizou R\$1.376 bilhões, declínio de 3,3% no ano.

Ao longo do ano, o mercado de crédito apresentou aumento das taxas de juros, embora em ritmo menor que no ano anterior, refletindo a política monetária contracionista em vigor até o terceiro trimestre. Ocorreu aumento da percepção de risco por parte das instituições financeiras, repercutindo no aumento dos *spreads*. A inadimplência apresentou comportamento diferenciado entre os segmentos de tomadores, com estabilidade em pessoas físicas e aumento em pessoas jurídicas.

A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro - computadas as operações com recursos livres e direcionados - registrou elevação de 2,2 p.p. no ano (aumento de 6 p.p. em

2015), atingindo 32% a.a. em dezembro. O *spread* bancário situou-se em 22,5 p.p. (variação de 3,9 p.p. na comparação anual). A inadimplência do sistema financeiro, referente a operações com atrasos superiores a noventa dias, apresentou crescimento nos últimos dois anos (0,3 p.p. em 2016 e 0,7 p.p. em 2015), alcançando patamar de 3,7% em dezembro de 2016. O indicador refletiu o aumento anual de 0,9 p.p. na carteira de pessoas jurídicas, enquanto nas operações com famílias, registrou decréscimo de 0,3 p.p.

No início de 2017, verifica-se alguma reação nas operações de crédito, concentrada na carteira de pessoas físicas, especialmente na modalidade de crédito consignado, e também evolução mais favorável das concessões para financiamentos de veículos e imobiliários, na comparação com o mesmo período do ano anterior. No âmbito das empresas, não se observa ainda reação mais consistente nas contratações, em contexto de retomada mais lenta da atividade econômica e de continuidade de expressivas liquidações nas operações do BNDES. As taxas de juros e *spreads* iniciaram o ano em elevação, apesar das recentes reduções da taxa básica de juros, traduzindo principalmente efeitos sazonais relativos ao perfil de tomadores do período e a defasagem dos efeitos da política monetária, notadamente em cenário de constrição financeira dos agentes econômicos.

O *deficit* em transações correntes, que alcançou US\$59,4 bilhões em 2015, recuou para US\$23,5 bilhões em 2016. Essa trajetória esteve fundamentalmente associada à evolução da balança comercial, com *superavit* de US\$45 bilhões em 2016, comparativamente à *superavit* de US\$17,7 bilhões em 2015. A corrente de comércio de bens recuou 10,7% em 2016, comparativamente ao ano anterior, principalmente por conta da redução de 19,1% no valor importado, totalizando US\$139,4 bilhões em 2016. As exportações somaram US\$184,5 bilhões em 2016, redução de 3% com relação ao ano anterior. Contribuiu adicionalmente para o menor *deficit* em transações correntes a redução de 17,5% nas despesas líquidas de serviços, que atingiram US\$30,4 bilhões em 2016. Os menores gastos em serviços foram generalizados, destacando-se os recuos anuais em viagens internacionais (-26,4%), transportes (-34,1%) e aluguel de equipamentos (-9,4%). O *deficit* em renda primária atingiu US\$41,0 bilhões em 2016, redução de 4,3% comparativamente a 2015. As despesas líquidas de juros apresentaram estabilidade, enquanto os lucros que remuneraram investimentos estrangeiros diretos e em carteira mostraram leve decréscimo.

Na conta financeira, a elevação de passivos superou a ampliação de ativos em US\$16,2 bilhões em 2016, ante US\$55,2 bilhões ocorridos no ano anterior. Os ingressos líquidos de

investimentos diretos no país (IDP) totalizaram US\$78,9 bilhões, 5,7% superiores ao observado em 2015. Os fluxos líquidos de IDP representaram 4,37% do PIB no ano e mais de três vezes o *deficit* em transações correntes. Os investimentos em carteira passivos apresentaram saídas líquidas de US\$19,8 bilhões, em contraste com entradas líquidas de US\$18,7 bilhões no ano anterior. Determinante para essa inflexão, a conta de títulos negociados no mercado doméstico registrou saídas líquidas de US\$26,7 bilhões em 2016, ante entradas líquidas de US\$16,7 bilhões em 2015. O saldo líquido dos outros investimentos passivos atingiu US\$5,4 bilhões, comparativamente a US\$20,7 bilhões em 2015.

Ao final de 2016, as reservas internacionais totalizaram US\$365,0 bilhões, após aumento de US\$8,6 bilhões em relação ao ano anterior. Entre os determinantes da variação do estoque de reservas internacionais destacaram-se as receitas de juros que remuneraram as reservas internacionais, US\$3 bilhões; as variações de preços dos ativos que compõem a carteira de investimentos, elevação de US\$429 milhões; e a variação por paridade, redução de US\$1,3 bilhão. O estoque de reservas internacionais representou, em 2016, trinta e dois meses de importações de bens, ou mais de três vezes as amortizações vincendas nos doze meses subsequentes. O estoque de ativos de linha com recompra recuou de US\$12,3 bilhões, ao final de 2015, para US\$7,2 bilhões, no encerramento de 2016.

As perspectivas para 2017 são de aumento moderado no *deficit* em transações correntes, projetado em 1,4% do PIB, ante 1,3% do PIB em 2016. Estima-se aumento da corrente de comércio com o exterior, com acréscimo de valor tanto por parte das exportações quanto das importações, em linha com o ocorrido nos meses iniciais de 2017. Na conta de serviços, a expectativa é de expansão das despesas líquidas com viagens internacionais e transportes, e pequena retração do *deficit* da conta de aluguel de equipamentos. Na conta de renda primária, espera-se despesas líquidas de juros ligeiramente inferiores àquelas observadas em 2016, e incremento das despesas líquidas de lucros e dividendos.

O *deficit* em transações correntes, projetado em US\$28 bilhões para 2017, será financiado por ingressos líquidos de IDP, previstos em US\$75 bilhões. De forma complementar, prevê-se diminuição das saídas líquidas em passivos de títulos negociados no mercado doméstico, e aumento das taxas de rolagem em operações de empréstimos e títulos de longo prazo negociados no mercado externo.

O resultado primário do setor público foi deficitário em 2,48% do PIB em 2016, ante resultado deficitário de 1,85% do PIB no ano anterior. O Governo Central e as empresas estatais registraram, na ordem, *deficit* primários de 2,54% e 0,02% do PIB, enquanto os governos regionais alcançaram *superavit* de 0,07% do PIB. A evolução do resultado primário seguiu sendo influenciada pelo impacto da redução do ritmo da atividade econômica, não obstante a arrecadação de R\$46,8 bilhões referente ao Regime Especial de Regularização Cambial e Tributária (RERCT), sem contrapartida no ano anterior. No acumulado em doze meses até janeiro de 2017, registrou-se *deficit* primário de 2,33% do PIB.

Os juros nominais totalizaram R\$407 bilhões (6,47% do PIB) em 2016, reduzindo-se 1,89 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Contribuíram para a redução dos juros apropriados no ano o resultado favorável das operações de *swap* cambial (ganho de R\$75,6 bilhões), relativamente à perda de R\$89,7 bilhões em 2015, e a redução dos índices de preços, que servem como base para correção de parcela significativa do endividamento líquido. O *deficit* nominal do setor público alcançou 8,95% do PIB, reduzindo-se 1,26 p.p. do PIB quando comparado ao ano anterior. No acumulado em doze meses até janeiro de 2017, os juros nominais e o *deficit* nominal alcançaram, respectivamente, 6,13% e 8,46% do PIB.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu 46% do PIB em 2016, elevando-se 10,4 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Contribuíram para essa elevação, em especial, a apropriação de juros nominais, o efeito da valorização cambial de 16,5% sobre a parcela credora indexada à taxa de câmbio e o *deficit* primário, parcialmente compensados pelo crescimento do PIB nominal. As principais alterações na composição da DLSP em 2016 ocorreram nas parcelas credora vinculada ao câmbio (21,8 p.p.), pré-fixada (-12,9 p.p.), vinculada à TJLP (10,8 p.p.) e vinculada aos índices de preços (-8,0 p.p.), que registraram, na ordem, participações de -33,9%, 37,9%, -23,8% e 34,1%. Em janeiro de 2017, a DLSP alcançou 46,4% do PIB, destacando-se a redução de 3,6 p.p. na parcela pré-fixada, para 34,3% do total.

A dívida mobiliária federal em poder do público registrou elevação equivalente a 3,3 p.p. do PIB em 2016, para 47,5% do PIB, percentual que se reduziu para 46,6% em janeiro de 2017. Os títulos públicos federais com vencimento em até doze meses, que representavam 19,1% do total do endividamento mobiliário ao final de 2015, reduziram sua participação relativa para 14,1% ao final de 2016. O prazo médio dos títulos federais atingiu 53,24 meses ao final de 2016, mantendo-se praticamente estável em relação a 2015 (53,25 meses). Em janeiro de 2017, o prazo médio elevou-se para 54,87 meses.

A economia voltou a registrar retração em 2016. Do lado da oferta, ressaltam-se os recuos observados nos seus três componentes: agricultura (-6,6%), indústria (-3,8%) e serviços (-2,7%). Pelo lado da demanda, destaquem-se as contrações no consumo das famílias e na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), resultados consistentes com o processo de distensão em curso no mercado de trabalho e com a evolução recente do mercado de crédito. O componente externo da demanda registrou contribuição positiva atenuando, em parte, a retração da demanda doméstica. Nesse cenário, a contribuição do setor externo para o resultado anual do PIB em 2016 atingiu 1,7 p.p., refletindo variações de 1,9% para exportações e de -10,3% para importações.

Mais recentemente, o conjunto dos indicadores de atividade divulgado ao longo dos primeiros meses de 2017 mostra alguns sinais mistos, mas compatíveis com estabilização da economia no curto prazo. Nesse contexto, a evidência sugere retomada gradual da atividade econômica ao longo do ano.