

## 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 2019, 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 assegure a estabilidade do sistema financeiro nacional; e a preservação do regime de taxa de câmbio flutuante, respectivamente. O alcance desses objetivos deve observar a evolução da economia brasileira, em linha com as medidas conjunturais implementadas.



O ano de 2017 foi caracterizado por queda acentuada da inflação, redução consistente e substancial da taxa básica de juros e recuperação da atividade econômica. Cabe ressaltar que o recuo da inflação contribuiu para a elevação do poder de compra da população e, juntamente com outros fatores, propiciou a retomada do consumo.

A atuação recente do BCB em relação ao processo inflacionário pode ser dividida em dois períodos. O primeiro, ainda em 2016, foi marcado pela manutenção da taxa Selic em 14,25% ao ano (a.a.), com o propósito de reduzir o movimento de alta de preços e de convergir as expectativas dos agentes de mercado em direção às metas de inflação definidas pelo CMN. Note-se que esse patamar da taxa básica de juros perdurou por cerca de quinze meses, entre julho de 2015 e outubro de 2016. O segundo período foi caracterizado pela flexibilização da política monetária, tendo em vista a dinâmica mais favorável da inflação, com sinais de menor persistência e contribuição relevante da deflação dos alimentos. Desde o início do processo de flexibilização monetária, a taxa básica de juros recuou de 14,25% a.a. para 7,0 % a.a. em dezembro de 2017, patamar historicamente baixo desde a implementação do sistema de metas para a inflação.

Relativamente à conjuntura internacional em 2017, o cenário externo se mostrou favorável, com recuperação da atividade econômica global, mas sem pressionar em demasia as condições financeiras nas economias avançadas. Isso contribuiu para manter o apetite ao risco em relação às economias emergentes. Entretanto, a perspectiva de aumento da inflação nos países centrais realçou o cenário de avanço do processo de normalização da política monetária, que pode, em algum momento, produzir aperto das condições financeiras globais e trazer maior volatilidade aos mercados. Nesse contexto, deve-se ressaltar a maior capacidade da economia brasileira em absorver eventual revés no cenário internacional, devido à situação robusta de seu balanço de pagamentos e ao ambiente com inflação baixa, expectativas ancoradas e perspectiva mais consistente de recuperação econômica.

Para 2018 e 2019, a política monetária continuará a ser pautada de forma coerente com o sistema de metas para a inflação, tendo como objetivo a manutenção da estabilidade monetária. A meta para a inflação fixada para 2018 é de 4,5%, com intervalo de tolerância de 1,5 ponto percentual (p.p.), conforme estabelecido pela Resolução CMN nº 4.499, de 30 de junho de 2016. Para 2019, a meta para a inflação foi fixada em 4,25%, com o mesmo intervalo de tolerância de 2018 (Resolução CMN nº 4.582, de 29 de junho de 2017).

A programação dos agregados monetários para 2018 considerou cenário esperado para o comportamento do PIB, da inflação, das taxas de juros e do câmbio, e de 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 as trajetórias esperadas do produto e da taxa Selic, bem como 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 5,1% para dezembro de 2018. 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 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 6% para o saldo médio da base monetária restrita em 2018.

As projeções da base monetária ampliada, medida do passivo monetário e da dívida pública mobiliária federal, considerando cenários para resultados primários do Governo Central, operações do setor externo e emissões de títulos federais, apontam expansão de 8,6% em 2018.

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, projeta-se crescimento de 7,7% para esse agregado monetário, em 2018.

Em 2017, o mercado de crédito seguiu evoluindo de forma consistente com a recuperação da atividade econômica e os estímulos provenientes do atual ciclo de política monetária, porém com dinâmica assimétrica entre o crédito concedido às pessoas físicas e jurídicas.

O saldo total do crédito do sistema financeiro alcançou R\$3.091 bilhões em dezembro de 2017, com recuo de 0,5% no ano (após variações de -3,5% em 2016 e 6,7% em 2015). A relação crédito/PIB atingiu 47,1%, após contração de 2,5 p.p. no ano, explicada em sua maior parte pelas operações com empresas. As carteiras destinadas às corporações e famílias totalizaram, na ordem, R\$1.442 bilhões e R\$1.649 bilhões, variações de -6,7% e 5,6% em 2017 (-9,5% e 3,2% no ano anterior, respectivamente). O crédito concedido pelos bancos públicos alcançou R\$1.672 bilhões em dezembro (-3,3% no ano), enquanto o saldo contratado com as instituições privadas totalizou R\$1.418 bilhões, crescimento de 3,0% no ano.

A redução da taxa básica de juros e a melhora de diversos indicadores macroeconômicos contribuíram para os recuos dos custos de financiamento e dos *spreads* ao longo de 2017. A taxa média de juros das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional - computadas as operações com recursos livres e direcionados - registrou recuo de 6,6 p.p. em 2017 (aumento de 2,5 p.p. em 2016), atingindo 25,6% a.a. em dezembro. O *spread* bancário situou-se em 18,9 p.p. (variação de -3,8 p.p. na comparação anual). A inadimplência do sistema financeiro, referente a operações com atrasos superiores a noventa dias, atingiu 3,2% em dezembro de 2017, com queda de 0,5 p.p. no ano (variação de 0,3 p.p. em 2016), refletindo variações de -0,5 p.p. na carteira de pessoas jurídicas e -0,4 p.p. no segmento de pessoas físicas.

Para 2018, projeta-se crescimento de 3,5% do saldo total das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional, com expansão mais elevada no segmento de crédito livre (6,0%), em linha com o processo de retomada da atividade econômica, e elevação de 1,0% da carteira de crédito direcionado.

No que diz respeito às contas externas, o *deficit* em transações correntes, que alcançou US\$23,5 bilhões em 2016, manteve trajetória declinante em 2017, atingindo US\$9,8 bilhões. Essa trajetória esteve fundamentalmente associada à evolução da balança comercial, que apresentou *superavit* recorde de US\$64 bilhões em 2017, favorecido pela safra agrícola e pelo cenário externo. Cabe destacar os crescimentos de 17,8% e de 9,9% nos valores exportados e importados no período, que atingiram US\$217,2 bilhões e US\$153,2 bilhões, respectivamente. Houve, ainda, elevações nas despesas líquidas de serviços (11,2%) e de renda primária (3,6%) em relação ao ano anterior, que atingiram, nesta ordem, US\$33,9 bilhões e US\$42,6 bilhões. Vale ressaltar que a intensificação da atividade econômica e o crescimento da renda interna foram fatores que influenciaram tanto o crescimento das importações como os aumentos das despesas líquidas de serviços e da renda primária.

Com relação à conta financeira, o cenário externo benigno e a melhora de percepção de risco sobre a economia brasileira contribuíram para manter os ingressos líquidos de investimentos diretos no país (IDP) em níveis elevados e também para minimizar as saídas líquidas dos investimentos em carteira passivos. Em 2017, os ingressos líquidos de IDP totalizaram US\$70,3 bilhões e corresponderam a 3,42% do PIB, montante equivalente a mais de sete vezes o *deficit* em transações correntes. Já as saídas líquidas de investimentos em carteira passivos recuaram 94,6% em relação a 2016, alcançando US\$1,1 bilhão em 2017.

Ao final de 2017, as reservas internacionais no conceito liquidez internacional totalizaram US\$382,0 bilhões, após aumento de US\$9,8 bilhões em relação ao ano anterior. Entre os determinantes da variação do estoque de reservas internacionais, destacaram-se as receitas de juros, US\$3,8 bilhões, e as variações por paridades dos ativos, com elevação de US\$5,8 bilhões. O estoque de reservas internacionais, importante elemento para mitigar choques externos, manteve-se em patamar elevado, representando 18,6% do PIB, trinta meses de importações de bens ou, aproximadamente, quatro vezes as amortizações vincendas nos doze meses subsequentes.

As perspectivas para 2018 são de aumento moderado no *deficit* em transações correntes, projetado em 1,09% do PIB, ante 0,47% do PIB em 2017. O aumento estimado do *deficit* se deve, principalmente, à diminuição do saldo comercial, decorrente da projeção de maior crescimento das importações (10,3%) em relação ao das exportações (3,6%). Adicionalmente, espera-se elevação do *deficit* na conta de serviços em US\$4,2 bilhões, destacando-se o aumento de US\$4,1 bilhões nas despesas líquidas com viagens internacionais em relação a 2017. Finalmente, o cenário externo benigno, com crescimento global disseminado, e as melhores expectativas para a economia doméstica devem influenciar a atração líquida de US\$80,0 bilhões em IDP, aumento de US\$9,7 bilhões em relação a 2017, o que permitirá o financiamento confortável do *deficit* projetado de transações correntes.

No âmbito das contas públicas, o resultado primário do setor público atingiu *deficit* de 1,69% do PIB em 2017, ante *deficit* de 2,49% do PIB no ano anterior, situando-se R\$52,5 bilhões abaixo da meta oficial de R\$163,1 bilhões. No que diz respeito à Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016, as despesas sujeitas ao limite de gastos primários atingiram R\$1.259 milhões em 2017, cerca de R\$50 bilhões menores do que o valor máximo legal estabelecido. Em relação à regra de ouro (art. 167, inciso III, da Constituição Federal), as despesas de capital superaram em R\$28,8 bilhões a realização de operações de crédito em 2017.

Os juros nominais apropriados totalizaram R\$401 bilhões (6,11% do PIB) em 2017, reduzindo-se 0,39 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Contribuíram para a redução dos juros apropriados no ano os consecutivos cortes da taxa Selic, combinados à redução nos índices de preços, que servem como base para correção de parcela significativa do endividamento líquido. O *deficit* nominal do setor público, calculado pela soma do resultado primário e dos juros nominais, alcançou 7,80% do PIB, reduzindo-se 1,19 p.p. do PIB quando comparado ao ano anterior.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu 51,6% do PIB em 2017, elevando-se 5,4 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Contribuíram para essa elevação, em especial, a continuidade de um resultado primário deficitário e a apropriação de juros nominais, diretamente proporcional ao nível do endividamento. As principais alterações na composição da DLSP em 2017 ocorreram nas parcelas credoras vinculadas ao câmbio (4,1 p.p.) e à TJLP (3,4 p.p.) e devedoras vinculadas à Selic (-3,5 p.p.) e aos índices de preços (-3,1 p.p.), que registraram, na ordem, participações de -29,8%, -20,4%, 69,1% e 31,0% no total do endividamento.

Importa destacar que a Dívida Bruta do Governo Geral, que inclui Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), governos estaduais e municipais, atingiu R\$4.854,7 bilhões (74,0% do PIB) em dezembro de 2017, permanecendo em trajetória ascendente.

Mais recentemente, o conjunto dos indicadores de atividade econômica mostra sinais compatíveis com a recuperação consistente da economia brasileira, a despeito do nível elevado de ociosidade dos fatores de produção. O comportamento da inflação permanece favorável, com diversas medidas de inflação subjacente em níveis confortáveis ou baixos, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.