

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 2020, 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 para a 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 (SFN); e a preservação do regime de taxas de câmbio flutuante, respectivamente. O alcance desses objetivos deve observar a evolução da economia brasileira, em linha com as medidas conjunturais implementadas.

Em 2018, a consolidação da inflação em torno da meta e a ancoragem das expectativas permitiram a redução consistente da taxa básica de juros (Selic). O ciclo de redução teve início em outubro de 2016, após período de quinze meses em que a taxa básica se encontrava em 14,25% a.a. Os decréscimos se estenderam até março de 2018, quando a Selic atingiu 6,5% a.a.

O processo de flexibilização monetária tem levado também à queda das taxas de juros reais, com efeitos estimulativos sobre a economia. Dessa forma, 2018 foi caracterizado por níveis historicamente baixos de inflação e da taxa básica de juros, assim como pela continuidade da gradual recuperação da atividade econômica. Cabe ressaltar que a



BANCO CENTRAL DO BRASIL

inflação baixa seguiu contribuindo para a elevação do poder de compra da população e, juntamente com as taxas de juros mais baixas, impulsionou o consumo.

Relativamente à conjuntura internacional em 2018, o cenário externo se mostrou mais desafiador, diante das perspectivas em relação ao crescimento mundial e dos riscos associados à normalização da política monetária em algumas economias avançadas e à continuidade da expansão do comércio internacional, em meio às disputas comerciais entre países e à negociação da saída do Reino Unido da União Europeia (*Brexit*). Esse cenário intensificou a percepção dos riscos associados a uma desaceleração da economia global, que mesmo sem pressionar em demasia as condições financeiras nas economias avançadas, produziu ajustes nos mercados financeiros internacionais, afetando principalmente as economias emergentes. Nesse contexto, deve-se ressaltar a manutenção da 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 gradual recuperação da atividade econômica.

Ainda no que tange à conjuntura externa, o cenário permanece desafiador, pesando os riscos associados à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas bem como aqueles associados a uma desaceleração da economia global, em função de diversas incertezas.

O regime cambial flutuante funcionou como a primeira linha de defesa contra choques externos. Os instrumentos de política monetária foram utilizados estritamente com a finalidade de manutenção das expectativas de inflação, e quando necessário, o Banco Central atuou para prover liquidez, oferecer *hedge* e garantir o regular funcionamento dos mercados cambial e, em coordenação com o Tesouro Nacional, de juros.

Para 2019 e 2020, a política monetária continuará a ser pautada de forma coerente com o sistema de metas para a inflação, tendo como objetivo a manutenção do poder de



BANCO CENTRAL DO BRASIL

compra da moeda brasileira. As metas para a inflação para 2019 e 2020 foram fixadas em 4,25% e 4,00%, respectivamente, com intervalo de tolerância de 1,5 ponto percentual (p.p.), conforme estabelecido pela Resolução CMN nº 4.582, de 29 de junho de 2017.

A programação dos agregados monetários para 2019 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 (M1) foi estimada em 4,3% para dezembro de 2019. 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 alíquota de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista, projeta-se elevação de 5,6% para o saldo médio da base monetária restrita em 2019.

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 5,6% em 2019.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Para os meios de pagamento ampliados (M4), 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 8,6% para esse agregado monetário, em 2019.

Em 2018, o mercado de crédito seguiu evoluindo de forma consistente com a gradual recuperação da atividade econômica e os estímulos provenientes do atual ciclo de política monetária, com dinâmica favorável mais acentuada no crédito concedido às pessoas físicas, e o retorno do crescimento das operações destinadas às empresas, após dois anos de retração.

O saldo total do crédito do sistema financeiro alcançou R\$3.261 bilhões em dezembro de 2018, com expansão de 5,1% no ano (após variações de -0,5% em 2017 e -3,5% em 2016). A relação crédito/PIB atingiu 47,4%, mantendo-se relativamente estável em relação ao patamar registrado em 2017 (47,3%). As carteiras destinadas às corporações e famílias totalizaram, na ordem, R\$1.465 bilhões e R\$1.796 bilhões, variações de 1,3% e 8,4% em 2018 (-6,6% e 5,7% no ano anterior, respectivamente). O crédito concedido pelos bancos públicos alcançou R\$1.671 bilhões em dezembro (-0,7% no ano), enquanto o saldo contratado com as instituições privadas totalizou R\$1.590 bilhões, crescimento de 12,0% no ano.

A redução da taxa básica de juros e a melhora de diversos indicadores macroeconômicos contribuíram para o recuo dos custos de financiamento e dos *spreads* ao longo de 2018. A taxa média de juros das operações de crédito do SFN – computadas as operações com recursos livres e direcionados – registrou recuo de 2,4 p.p. em 2018 (queda de 6,6 p.p. em 2017), atingindo 23,2% a.a. em dezembro. O *spread* bancário situou-se em 16,9 p.p. (variação de -1,9 p.p. na comparação anual). A inadimplência do sistema financeiro,



BANCO CENTRAL DO BRASIL

referente a operações com atrasos superiores a noventa dias, atingiu 2,8% em dezembro de 2018, com queda de 0,4 p.p. no ano (variação de -0,5 p.p. em 2017), refletindo variações de -0,5 p.p. na carteira de pessoas jurídicas e -0,3 p.p. no segmento de pessoas físicas.

Para 2019, projeta-se crescimento de 7,2% do saldo total das operações de crédito do SFN, com expansão mais elevada no segmento de crédito livre (12,5%), em linha com o processo de retomada da atividade econômica, e elevação de 0,8% da carteira de crédito direcionado.

No que diz respeito às contas externas, o *deficit* em transações correntes, que alcançou US\$7,2 bilhões em 2017, manteve trajetória ascendente em 2018, atingindo US\$14,5 bilhões, em linha com a recuperação gradual da atividade econômica. Essa trajetória esteve fundamentalmente associada à evolução da balança comercial, que apresentou *superavit* de US\$53,6 bilhões em 2018 menor do que o observado em 2017 (US\$64,0 bilhões), e influenciada pelas disputas comerciais entre Estados Unidos e China e pelas operações com plataformas para exploração de petróleo no âmbito do Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro)¹. Em 2018, os valores exportados e importados atingiram US\$239,0 bilhões e US\$185,4 bilhões, crescimentos respectivos de 10,0% e de 21,0%, em relação a 2017. As despesas líquidas de serviços se mantiveram em mesmo patamar e ao final de 2018 atingiram US\$34,0 bilhões ante US\$33,9 bilhões registrados em 2017. Por sua vez, o *deficit* na conta de renda primária apresentou recuo de 8,4% em relação ao ano anterior e atingiu US\$36,7 bilhões, influenciadas pela maior receita de remuneração das reservas internacionais.

¹ A Lei nº 13.586/2017 instituiu alterações no tratamento tributário dispendido aos investimentos no setor de óleo e gás, o que produzirá impactos nas transferências de propriedade de bens entre empresas não residentes e residentes. Os valores considerados nas projeções apresentadas neste Relatório podem passar por ajuste em decorrência das estratégias empresariais sobre o pagamento dessas importações. A esse respeito ver, por exemplo, Nota divulgada pelo Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços em julho deste ano, disponível em: <http://www.mdic.gov.br/index.php/component/content/article?id=3423>.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Com relação à conta financeira, apesar do cenário externo mais desafiador, houve melhora na percepção de risco sobre a economia brasileira, fato que, se adicionado aos efeitos das operações com plataformas no âmbito do Repetro, contribuiu para manter os ingressos líquidos de investimentos diretos no país (IDP) em níveis elevados. Em 2018, os ingressos líquidos de IDP totalizaram US\$88,3 bilhões e corresponderam a 4,7% do PIB, montante equivalente a mais de seis vezes o *deficit* em transações correntes. Destaca-se que, excluindo os efeitos com as plataformas de petróleo, o ingresso líquido de IDP teria atingido 4,3% do PIB, montante mais do que suficiente para financiar o *deficit* em transações correntes.

Ao final de 2018, as reservas internacionais totalizaram US\$374,7 bilhões, aumento de US\$743 milhões em relação ao ano anterior. Entre os determinantes da variação do estoque de reservas internacionais, destacaram-se as receitas de juros, US\$6,4 bilhões, as variações por paridades dos ativos, com diminuição de US\$1,7 bilhão e as operações de linhas com recompra com vendas líquidas de US\$4,3 bilhões. O estoque dessas operações atingiu US\$12,3 bilhões ao final de 2018. Assim, o estoque de reservas internacionais, importante elemento para mitigar choques externos, manteve-se em patamar elevado, representando 20,1% do PIB, vinte e quatro meses de importações de bens ou, aproximadamente, 3,5 vezes as amortizações vincendas nos doze meses subsequentes.

As perspectivas para 2019 são de aumento moderado no *deficit* em transações correntes, projetado em 1,6% do PIB, ante 0,8% do PIB em 2018. O aumento estimado do *deficit* se deve, principalmente, à diminuição do saldo comercial, decorrente da projeção de maior crescimento das importações (11,6%) em relação ao das exportações (3,3%), influenciadas pelas operações com plataformas de petróleo no âmbito do Repetro. Adicionalmente, espera-se elevação do *deficit* na conta de serviços em US\$2,4 bilhões, destacando-se o aumento de US\$2,7 bilhões nas despesas líquidas com viagens



BANCO CENTRAL DO BRASIL

internacionais em relação a 2018. Finalmente, apesar do cenário externo mais desafiador, associado a uma possível desaceleração da economia global, as melhores expectativas para a economia doméstica devem influenciar a atração líquida de US\$90,0 bilhões em IDP, aumento de US\$1,7 bilhão em relação a 2018, o que continuará a permitir o financiamento confortável do *deficit* projetado de transações correntes.

No âmbito das contas públicas, o resultado primário do setor público atingiu *deficit* de 1,57% do PIB em 2018, ante *deficit* de 1,69% do PIB no ano anterior, situando-se R\$53,0 bilhões abaixo da meta oficial de R\$161,3 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\$1.288 milhões em 2018, cerca de R\$60 bilhões menor 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\$35,8 bilhões a realização de operações de crédito em 2018.

Os juros nominais apropriados totalizaram R\$379 bilhões (5,52% do PIB) em 2018, reduzindo-se 0,6 p.p. do PIB em relação ao ano anterior. Contribuíram para a redução dos juros apropriados no ano os consecutivos cortes da taxa Selic, que serve 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 7,09% do PIB, reduzindo-se 0,71 p.p. do PIB quando comparado ao ano anterior.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu 53,8% do PIB em 2018, elevando-se 2,2 p.p. do PIB em relação a 2017. 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 2018 ocorreram nas parcelas credoras vinculadas ao câmbio (-2,4 p.p.) e à TJLP (4,4 p.p.) e devedoras vinculadas à Selic (1,7 p.p.), aos índices de preços



BANCO CENTRAL DO BRASIL

(-2,3 p.p.), e à parcela pré fixada (-2,3 p.p.), que registraram, na ordem, participações de -30,2%, -15,8%, 70,8%, 28,7% e 34,3% 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\$5.272 bilhões (76,7% do PIB) em dezembro de 2018, permanecendo em trajetória ascendente.

Indicadores recentes da atividade econômica apontam ritmo aquém do esperado. Não obstante, a economia brasileira segue em processo de recuperação gradual, operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego. Deve-se ponderar que a economia brasileira sofreu diversos choques ao longo de 2018, incluindo a paralisação no setor de transportes de cargas em maio, a piora do ambiente externo para economias emergentes a partir do segundo trimestre e a elevada incerteza sobre o rumo da política econômica brasileira a ser perseguido nos próximos anos. Esses fatores produziram impactos sobre a economia e aperto relevante das condições financeiras, cujos efeitos sobre a atividade econômica persistem mesmo após cessados seus impactos diretos. Dessa forma, avalia-se que esses choques devem ter reduzido sensivelmente o crescimento que a economia brasileira teria vivenciado na sua ausência.

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, e as projeções indicam convergência da inflação em direção às metas ao longo de 2019 e 2020.