

**Anexo à Mensagem do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2005
(art. 4º, § 4º da Lei Complementar nº 101, de 2000)**

OBJETIVOS DAS POLÍTICAS MONETÁRIA, CREDITÍCIA E CAMBIAL

A condução da política monetária em 2003 esteve vinculada ao compromisso fundamental de preservação da estabilidade de preços. Dessa forma, a atuação do Banco Central foi no sentido de reverter o quadro de intensas incertezas na economia brasileira no início do ano e fazer as projeções de inflação convergirem para metas estabelecidas, levando em consideração também os custos envolvidos em termos de perda de produto. Assim, quando a Autoridade Monetária atuou de forma a trazer a inflação ocorrida para a trajetória de convergência, desenhada na Carta Aberta encaminhada pelo Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda em janeiro de 2003, optou por perseguir uma trajetória que levasse a uma redução importante da inflação ainda naquele ano, sem abandonar a consideração dos custos envolvidos em termos de perda de produto.

A aceleração inflacionária registrada no início do ano pode ser atribuída, principalmente, à elevação temporária do grau de persistência inflacionária, o que trouxe, para 2003, o movimento de aumento de preços registrado ao final de 2002. Adicione-se a esse componente, a deterioração das expectativas, cujo processo também se iniciara no ano anterior. A reversão desse quadro não se daria autonomamente, exigindo atuação firme e tempestiva da autoridade monetária. O sucesso do controle da crise de confiança que se desenhara era crucial para minimizar o sacrifício de produto necessário para a estabilização macroeconômica.

Nesse quadro, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu aumentar a meta para a taxa Selic de 25% a.a., em dezembro de 2002, para 25,5% a.a. e 26,5% a.a., em janeiro e em fevereiro de 2003, mantendo-a nesse patamar até junho. Em fevereiro, o Banco Central decidiu aumentar também a alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista. Assinale-se que essas medidas foram fortalecidas pelo comprometimento da política fiscal com a obtenção de superávits primários compatíveis com a sustentabilidade da dívida pública.

Os primeiros resultados da ação da política monetária e da austeridade da política fiscal se fizeram perceber já no primeiro semestre. A partir de maio as expectativas para a inflação doze meses à frente passaram a convergir para a trajetória das metas ajustadas propostas na Carta Aberta do Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda de 2003, e o processo de reversão da depreciação cambial acentuou-se, principalmente em março e abril. Ainda assim as elevadas expectativas de inflação, embora decrescentes, exerciam pressão significativa sobre os preços.

A partir de meados do ano, o quadro macroeconômico tornou-se mais favorável permitindo que a política monetária fosse flexibilizada. Assim, como resultado da reversão das expectativas, do controle da demanda agregada e da apreciação cambial, a taxa de inflação passou a apresentar tendência declinante, o Copom iniciou o processo de redução gradativa da taxa básica de juros, que alcançou 10 pontos percentuais, situando a meta para a taxa Selic em 16,5% em dezembro. Adicionalmente, em agosto, a alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos à vista foi reduzida em 15 pontos, retornando ao patamar anterior de 45%.

Nesse contexto, o nível de atividade da economia brasileira em 2003 apresentou dois momentos distintos. O primeiro período, de janeiro ao final do primeiro semestre, foi marcado pelo ambiente macroeconômico adverso, bem como pelos ajustes requeridos para a sua superação, implicando em recuo expressivo da demanda interna.

Ao término do primeiro semestre, quando então se consolidava a superação do episódio inflacionário e dissipavam-se incertezas relativas à condução da política econômica, iniciou-se o processo de recuperação do nível de atividade. O recuo da inflação e do processo de redução dos rendimentos reais, a melhora das expectativas e a distensão da política monetária conferiram novo dinamismo à produção industrial, às vendas no varejo e aos investimentos. A recuperação do nível de atividade no segundo semestre do ano seguiu processo observado em outros períodos recentes de retomada, sendo impulsionada inicialmente e com maior intensidade pelo aumento da demanda por bens de consumo duráveis e bens de capital.

Ressalte-se, ainda, a continuidade do comportamento favorável das exportações ao longo de 2003, que seguiram mantendo tendência de crescimento ao longo do ano, após terem registro novo patamar em 2002. Relativamente à oferta, essa evolução refletiu-se, sobretudo, nos desempenhos positivos da agropecuária e de segmentos específicos da indústria como metalurgia, mecânica e celulose.

O ajuste promovido nas contas externas ao longo do ano foi uma resposta à rápida deterioração das condições de financiamento externo ocorrida no segundo semestre de 2002. Em 2003, principalmente no segundo semestre, as condições do mercado internacional tornaram-se ainda mais favoráveis sob diversos aspectos. O aumento significativo da liquidez internacional traduziu-se em valorização generalizada das bolsas de valores dos países emergentes, tendência favorecida pelo patamar deprimido das taxas de juros americanas. Aliada à relativa estabilidade da taxa de câmbio, verificou-se recuperação nos termos de troca brasileiros, durante o ano, com resultados recordes de exportações e saldos comerciais crescentes. O conjunto desses fatores influenciou positivamente o resultado do balanço de pagamentos.

O comportamento do setor externo da economia brasileira e os resultados da balança comercial intensificaram a reversão das expectativas, consolidando as condições para as captações de bônus soberanos com *spreads* menores, ampliando o acesso de empresas residentes a recursos externos e permitindo que a taxa de rolagem nas operações de longo prazo de dívida privada superasse 100%, no ano, mais que o dobro da assinalada em 2002.

A política cambial traduziu-se na continuidade da consolidação do regime de taxas flutuantes. A redução no grau de incerteza da economia estimulou que o governo reduzisse a participação de títulos públicos vinculados à variação cambial, bem como a oferta de hedge. A liquidez no mercado de câmbio permitiu também que o Tesouro Nacional efetuasse suas aquisições de divisas diretamente junto ao mercado, contribuindo para trajetória benigna das reservas internacionais.

O desempenho favorável da economia, registrado na segunda metade de 2003, evidenciado pelo patamar relativamente elevado do nível da atividade ao final do ano, deverá manter-se no primeiro semestre de 2004. A continuidade do crescimento das concessões de crédito, o ritmo das vendas varejistas, o desempenho das exportações nos primeiros meses do ano são fatores que tendem a sustentar essa expansão. Adicionalmente, a evolução dos rendimentos reais mostra sinais de inversão da trajetória decrescente delineada ao longo de 2003, aspecto relevante se considerada a influência dessa variável sobre as vendas de bens de consumo não duráveis – principal categoria de bens finais da indústria.

Cabe mencionar, ainda, a manutenção da trajetória de crescimento das operações de crédito, iniciada no último trimestre de 2003, impulsionada, fundamentalmente, pela demanda por bens duráveis, evidenciando o impacto favorável da flexibilização da política monetária, expressa na queda das taxas ativas de juro e nos *spreads* bancários, sobre as vendas desse setor.

Assinale-se o esforço empreendido pelo governo na ampliação do acesso da sociedade à oferta de crédito e aos serviços financeiros. Nesse sentido implementou-se programa de inclusão bancária, envolvendo a possibilidade de criação de contas simplificadas nos bancos, a regulamentação do microcrédito, das cooperativas de crédito e dos correspondentes bancários. Adicionalmente, foi implementado Projeto de Democratização do Crédito que, via revisão das normas do sistema financeiro deverá aumentar dos empréstimos. Avançou-se também na discussão da Lei de Falências, um dos mecanismos identificados pelo Projeto de Redução dos Juros e do *Spread* Bancários nos quais a governo poderia estimular a expansão do crédito.

A contribuição do setor externo seguirá, a exemplo de anos anteriores, relevante ao processo de recuperação da economia. Em 2004, a expansão prevista para as importações, consistente com o

cenário de retomada da atividade econômica, não deverá impedir a repetição do resultado favorável da balança comercial obtido no ano anterior, cuja previsão situa-se em US\$24 bilhões. Assim, a expectativa é de manutenção dos resultados superavitários em transações correntes enquanto, em relação à conta financeira, os dados ocorridos no primeiro bimestre corroboram a expectativa de fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos superiores aos de 2003. Em movimento similar, espera-se a continuidade de operações no mercado de bônus e a rolagem da dívida privada, traduzindo-se em taxas de rolagem superiores a 100%, mesmo levando-se em conta a magnitude das amortizações previstas. Assim, o financiamento do balanço de pagamentos ocorrerá sem dificuldades. As condições favoráveis para o balanço de pagamentos abriram espaço para redução significativa da parcela da dívida doméstica indexada ao câmbio e para o início de um processo de recomposição das reservas internacionais.

A recomposição da demanda interna se constitui em fator preponderante para a sustentação da retomada do nível da atividade. Nesse sentido, saliente-se o aumento recente nos rendimentos reais, derivado de acordos de trabalho envolvendo importantes categorias profissionais e, fundamentalmente, do recuo nas taxas de inflação.

De fato, os últimos resultados dos índices de preços ao consumidor mostraram evolução das taxas para níveis inferiores aos observados ao final de 2003 e janeiro deste ano. Tal comportamento é indicativo de maior probabilidade de que venha a se confirmar um cenário benigno para a inflação futura, em que as pressões observadas em segmentos específicos não se disseminem e a inflação mais elevada do primeiro trimestre apresente baixa persistência para os trimestres seguintes.

Nesse contexto, o governo volta a ratificar o comprometimento com os objetivos de política fiscal, principalmente quanto à meta de superávit primário definida para o ano. A tendência para médio e longo prazo é de continuidade do equilíbrio fiscal em todos os níveis de governo, com maior ênfase no gerenciamento das despesas, inclusive em face da aplicação de dispositivos legais que inibem práticas que comprometam a eficiência do gasto público, no contexto das diretrizes vinculadas à Lei de Responsabilidade Fiscal. A manutenção de uma política fiscal rigorosa continuará sendo um requisito fundamental para que possa haver espaço para consolidação de uma política monetária mais flexível, respeitadas as metas de inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional.

Nesse contexto, ao longo de 2004 e em 2005, a política monetária continuará sendo conduzida de forma consistente com o regime de metas para a inflação, contribuindo dessa forma com a estabilidade macroeconômica e criando condições favoráveis para a sustentação do crescimento da economia. A meta para a inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional para 2005 é de 4,5%, com intervalo de tolerância de mais 2,5 p.p e de menos 2,5 p.p.