

ANEXO VII
Objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial
Lei de Diretrizes Orçamentárias – 2006

(Anexo específico de que trata o Art. 4º, § 4º da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000)

O manejo dos instrumentos de política monetária esteve condicionado, em 2004, pelo objetivo fundamental de assegurar os ganhos associados à estabilização de preços. Nesse sentido, o Comitê de Política Monetária do Banco Central – Copom, adotou, a partir de setembro, a estratégia de elevação gradual das taxas de juros, tendo em vista que seus membros concordaram que, mantida inalterada a postura da política monetária, a forte expansão registrada na atividade econômica não tenderia a, espontaneamente, acomodar-se em ritmo de preenchimento do hiato do produto compatível com a convergência da inflação para sua trajetória de metas.

Esse processo de elevação nas taxas de juros básicas da economia representou uma reversão da trajetória de contração das taxas iniciada em meados de 2003 e registrada com maior intensidade no segundo semestre daquele ano, quando a meta para a taxa básica de juros decresceu 10 p.p., alcançando 16,5% a.a. em dezembro, ante 26,5% a.a. em junho.

No início de 2004, as indicações de que a inflação poderia superar as metas para o ano e para 2005 influenciaram a adoção de política monetária mais conservadora pelo Copom. Essa postura foi evidenciada pela manutenção da meta para a taxa básica de juros em 16,5% a.a. no trimestre encerrado em fevereiro, tendo em vista que embora o comportamento da inflação estivesse associado a fatores extraordinários ou sazonais, e que os resultados mensais da inflação pudessem retornar para valores compatíveis com as metas nos próximos meses, o cumprimento da meta requeria maior cautela da política monetária do que anteriormente previsto.

No bimestre que se seguiu, o Copom considerou particularmente as projeções de inflação sob a hipótese de um baixo grau de persistência da inflação do primeiro trimestre, hipótese essa consubstanciada em um alívio sazonal na inflação dos preços livres no segundo e terceiro trimestres, em conformidade com o padrão observado nos últimos anos. Nesse contexto, a meta para a taxa Selic sofreu cortes consecutivos de 0,25 p.p. em março e em abril.

Nas quatro reuniões seguintes, a taxa básica foi mantida em 16% a.a. e em setembro passou a ocorrer o processo de ajuste moderado da política monetária, com elevação gradual da taxa em 3,25 p.p., considerado o aumento de 0,5 p.p. registrado na reunião de março de 2005. A opção por essa conduta decorreu das defasagens entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre a economia, o que induz os bancos centrais a atuarem, necessariamente, de forma preventiva, antes que os dados contemporâneos permitam identificar sinais de descontrole inflacionário ou de pressões excessivas de demanda. Na verdade, ao considerar o cenário prospectivo para a evolução da economia ao longo de um horizonte de tempo mais longo, a atuação da política monetária busca exatamente evitar que tais sinais possam se consolidar.

A maior rigidez na condução da política monetária não impediu que o nível da atividade econômica se mantivesse em expansão ao final de 2004, consolidando o maior crescimento da economia brasileira desde 1994. A expansão nos últimos meses do ano foi impulsionada, principalmente, pelo dinamismo do consumo interno, que traduziu a continuidade da ampliação do crédito e a recuperação da massa salarial, associada ao ciclo de expansão em curso. A manutenção do crescimento das exportações também favoreceu a sustentação do crescimento ao final do ano.

A evolução do estoque de crédito em 2004 traduziu, de forma consistente, o processo de retomada da atividade econômica. As novas concessões registraram crescimento no ano, não apresentando alterações significativas ante o aumento no custo das operações observado a partir de setembro, em função da elevação na demanda por crédito inerente aos últimos meses do ano. Destaque-se o decréscimo contínuo na inadimplência, refletindo as melhores condições de emprego e renda na economia.

O aumento dos empréstimos para pessoas físicas esteve associado, principalmente, à expansão das operações de crédito pessoal, com destaque para o crédito consignado em folha de pagamento, com taxas de juros menores, em função da garantia envolvida no contrato. No segmento de pessoas jurídicas, registrou-se expansão nas modalidades vinculadas a recursos domésticos, impulsionada pela demanda derivada do crescimento econômico, e recuo nas vinculadas a recursos externos, reflexo da possibilidade de captação direta de recursos no exterior por parte das empresas não-financeiras e da apreciação cambial observada no segundo semestre de 2004.

Os gastos com investimentos assinalaram, em 2004, o maior crescimento desde o início da década de 1990, período a partir do qual se dispõe de dados revisados para as Contas Nacionais. Assim, a despeito da retração na margem observada no último trimestre do ano, os investimentos mantêm-se em patamar historicamente elevado, com perspectivas favoráveis para 2005, conforme apontam indicadores antecedentes.

O mercado de trabalho, cujos indicadores apresentaram resultados expressivamente favoráveis, segue refletindo o dinamismo econômico. Nesse sentido, registraram-se redução do desemprego e aumento no ritmo de contratações, sobretudo empregos formais, por praticamente todos os setores da economia. Como consequência, observa-se expansão da massa de rendimentos e a manutenção da confiança dos agentes, fatores que, influenciando a demanda agregada, completam o ciclo virtuoso de crescimento.

Em 2004, manteve-se a estratégia de redução da parcela da dívida pública interna atrelada ao dólar e de compra de divisas no mercado para pagamento da dívida externa e para recomposição do nível de reservas internacionais, com vistas a reduzir a vulnerabilidade do balanço de pagamentos e do balanço patrimonial do setor público.

No início de janeiro de 2004, foi anunciado um programa de recomposição de reservas internacionais, pautado pelas condições de liquidez existentes a cada momento, objetivando atuar de forma neutra sobre a volatilidade do mercado cambial e sobre a flutuação da taxa de câmbio. O Banco Central passou a comprar as divisas no mercado para promover a gradual recomposição das reservas internacionais e o Tesouro Nacional interrompeu sua política de aquisição de divisas no mercado para servir a dívida externa relativa a bônus e Clube de Paris. As compras líquidas do Banco Central no mercado totalizaram US\$5,3 bilhões em 2004, concentrando-se nos meses de janeiro, US\$2,6 bilhões, e dezembro, US\$2,7 bilhões. No primeiro bimestre de 2005, as compras líquidas do Banco Central atingiram US\$6,3 bilhões.

A melhora contínua dos resultados do balanço de pagamentos favoreceu a ampliação da margem de manobra da política de compra de divisas. Nesse sentido, ao final de novembro de 2004 anunciou-se que o Tesouro Nacional compraria divisas no mercado para serem utilizadas no pagamento do serviço da dívida externa renegociada (*Bradies*, *Pré-Bradies* e Clube de Paris), cujo valor estimado de dezembro de 2004 até junho de 2005 situava-se em US\$3,1 bilhões. Anteriormente, o Tesouro Nacional liquidava essas dívidas com recursos das reservas internacionais. No ano, as compras liquidadas de divisas do Tesouro Nacional totalizaram US\$ 7,3 bilhões. No primeiro bimestre de 2005, essas operações somaram US\$194 milhões.

As compras líquidas do Banco Central e a liquidação de dívidas a mercado por parte do Tesouro Nacional proporcionaram a recomposição gradual das reservas internacionais. No final de dezembro, as reservas internacionais, no conceito de liquidez internacional, situaram-se em US\$52,9 bilhões, aumento de US\$3,6 bilhões em relação ao término de 2003, e as reservas líquidas ajustadas, conforme definição constante no acordo com o Fundo Monetário Internacional, em US\$25,3 bilhões, correspondendo a variação de US\$8 bilhões em relação ao mesmo período de 2003.

Quanto à dívida pública interna vinculada à variação cambial, foram realizados resgates líquidos de US\$27,8 bilhões de instrumentos cambiais, incluídos os vencimentos de juros. Com efeito, a parcela da dívida pública atrelada ao dólar, consideradas as operações de *swap*, foi reduzida de 22,1%, em 2003, para 9,9% em dezembro de 2004, o que contribuiu para diminuir a vulnerabilidade da dívida pública às oscilações de câmbio.

Ressalte-se, adicionalmente, a importância das medidas voltadas para a simplificação, adequação e atualização da regulamentação cambial, para os resultados significativos das contas externas em 2004. Nesse sentido, assinale-se a criação do Novo Regulamento de Câmbio de Importação, a alteração na legislação pertinente ao pagamento de importação em moeda diferente da do registro na DI, a antecipação do pagamento de importação registrada para pagamento a prazo de até 360 dias e o Novo Regulamento sobre Frete Internacional.

As exportações do país permaneceram em acentuado crescimento em 2004, favorecendo a obtenção, pelo segundo ano consecutivo, de resultado positivo em transações correntes. A redução do endividamento externo, proporcionada pelas amortizações ao FMI e por taxas de rolagem da dívida externa privada inferiores a 100%, reduziu a percepção de risco do país, como expressa nos indicadores de sustentabilidade externa, movimento amplificado pela expansão observada no PIB em dólares correntes, nas exportações e nas reservas internacionais.

O recuo expressivo da relação dívida líquida do setor público/PIB e a redução na sua exposição cambial, registrados em 2004, também favoreceram a melhor percepção do risco-país e reforçaram a expectativa de sustentabilidade daquele indicador de endividamento, a curto e médio prazo. Essa percepção é fortalecida pela continuidade do esforço fiscal em 2005, traduzida na fixação da meta de superávit primário em 4,25% do PIB, conforme deliberado no processo orçamentário para o ano.

A política monetária permanecerá, em 2005 e em 2006, a ser conduzida de forma consistente com o regime de metas para a inflação, favorecendo a manutenção da estabilidade macroeconômica e a sustentação do crescimento da economia. A meta para a inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional para 2005 e para 2006 é de 4,5%, com intervalo de tolerância de mais 2,5 p.p. e de menos 2,5 p.p. no primeiro ano e de mais 2 p.p. e de menos 2 p.p. no ano subsequente.