



Introdução

A economia brasileira apresentou resultados expressivos em 2005. Embora o Produto Interno Bruto (PIB) tenha crescido a taxa inferior à registrada em 2004, a atividade econômica esteve sustentada tanto pelo fortalecimento do mercado interno, em razão das melhores condições de crédito e da recuperação gradual dos rendimentos reais e do emprego, como pelo bom desempenho do comércio exterior. Incorporados a esse contexto os expressivos resultados alcançados na esfera fiscal, a continuidade do desempenho positivo do setor externo e a manutenção da inflação em patamar reduzido, formou-se um cenário benigno tanto para as captações externas favorecidas, ainda, pela ampla liquidez internacional, quanto para a retomada mais acentuada do ritmo da atividade econômica em 2006, em seqüência aos resultados assinalados no último trimestre de 2005.

O desempenho econômico registrado em 2005 evidenciou a continuidade da condução adequada da política monetária. Nesse sentido, a evolução da taxa de juros refletiu dois momentos distintos no decorrer de 2005. Na primeira metade do ano, em especial até meados de maio, o Comitê de Política Monetária (Copom) manteve a estratégia de elevação gradual das taxas de juros, iniciada no segundo semestre de 2004, tendo em vista a importância de adequar o ritmo de expansão da demanda à meta anual para a inflação.

Dessa forma, nas cinco primeiras reuniões realizadas em 2005, o Copom optou por elevações sucessivas na meta para a taxa Selic, que acumulou aumento de 2 p.p. nesse período, atingindo 19,75% a.a. em maio. A manutenção dessa postura cautelosa esteve associada aos riscos inerentes ao processo de convergência da inflação para a trajetória de metas, representados pelos fatores de autopropagação do ciclo econômico, pela resistência da inflação à queda, dadas as condições então vigentes de demanda agregada, e pela existência de incertezas associadas à deterioração do cenário econômico internacional, em particular ao mercado de combustíveis.

No trimestre junho a agosto, a meta para a taxa Selic foi mantida em 19,75%, tendo em vista a avaliação de que ocorreria uma melhora dos cenários interno e externo, não obstante a permanência de níveis elevados para os preços internacionais do petróleo, configurando-se um quadro mais definido para a evolução da inflação.

Em setembro, teve início o processo de distensão da política monetária. Tal fato refletiu a avaliação do Copom quanto à persistência, de maneira cada vez mais evidente, do cenário benigno para a inflação e quanto à transitoriedade dos determinantes da inflação no curto prazo, em especial os efeitos dos reajustes dos preços domésticos de combustíveis e a reversão parcial da dinâmica favorável dos preços dos alimentos. Dessa forma, a meta para a taxa Selic foi reduzida em 0,25 p.p. em setembro, bem como nos três meses subseqüentes, situando-se em 18% a.a. ao final de dezembro.

A tendência declinante da taxa Selic foi acentuada a partir da primeira reunião do Copom em 2006, quando a taxa passou a sofrer cortes de 0,75 p.p. Não obstante o recuo registrado nos últimos meses de 2005, a taxa Selic situou-se, no decorrer do ano, cerca de 3 p.p. acima da média assinalada em 2004. Apesar da maior rigidez na condução da política monetária, evidenciando a necessidade de neutralizar fatores conjunturais adversos, como os aumentos nos preços do petróleo, o crescimento do PIB em 2005 atingiu 2,3%, com destaque, no âmbito interno, para a expansão do consumo das famílias, que atingiu 3,1% no ano.

Assinale-se que a redução na taxa de crescimento do produto, em relação a estimativas anteriores, refletiu, fundamentalmente, o recuo de 1,2% do PIB no terceiro trimestre de 2005, em relação ao trimestre anterior. A retração da atividade econômica registrada nesse período pode ser atribuída, em grande parte, a ajuste de estoques. É importante destacar que essa acomodação ocorreu em cenário de mudança na composição da demanda, com maior participação de bens de consumo não duráveis, segmento mais relacionado com a renda real, muito embora a demanda por bens duráveis, mais dependente das condições de crédito e da confiança dos consumidores, tenha-se mantido elevada. As perspectivas de continuidade da renda real em patamar elevado, de recuperação da confiança dos consumidores, de ampliação do crédito e de continuidade de crescimento das exportações deverão impactar favoravelmente a evolução do produto em 2006.

Outro fator importante para a retomada do crescimento de forma sustentada consiste no aumento da capacidade produtiva da economia, associado ao aumento do investimento registrado nos últimos anos. Em 2005, os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 1,6%, registrando taxa positiva no último trimestre, após o recuo observado no terceiro trimestre do ano. A participação dos investimentos no PIB passou de 19,6%, em 2004, para 19,9%, em 2005.

A manutenção da recuperação dos investimentos é sugerida pela evolução de indicadores antecedentes, em especial pelas reduções sucessivas do risco-Brasil medido pelo *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+), do *JP Morgan*. A evolução do risco-país indica que o ambiente propício à retomada dos investimentos deverá se manter, com desdobramentos favoráveis para o aumento da capacidade produtiva e para a continuidade da expansão do nível de atividade.

A evolução das operações de crédito do sistema financeiro em 2005 foi influenciada, em parte, pelo ajuste das taxas de juros e pelo arrefecimento da atividade econômica. O desempenho do crédito, no entanto, refletiu, principalmente, o crescimento das operações contratadas com pessoas físicas, impulsionadas pelo expressivo aumento dos empréstimos consignados em folha de pagamento, cujos contratos apresentam encargos financeiros mais reduzidos.

A política fiscal continua sendo conduzida de forma austera, favorecendo a sustentabilidade da dívida pública. Nesse contexto, o superávit primário do setor público não financeiro atingiu R\$93,5 bilhões em 2005, equivalendo a 4,84% do PIB, resultado mais significativo desde o início da divulgação da série histórica, em 1991. Ressalte-se, ainda, a promulgação, em setembro, da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para 2006, que manteve a meta para o superávit primário do setor público consolidado em 4,25% do PIB. A manutenção de resultados primários favoráveis e as perspectivas de menor apropriação de juros nominais, tendo em vista o processo de distensão da política monetária, abrem espaço tanto para a diminuição das necessidades de financiamento como para a queda da relação dívida líquida/PIB, que atingiu 51,6% em dezembro, mantendo-se no mesmo patamar registrado ao final de 2004.

A evolução positiva da balança comercial permanece como principal fator de sustentação dos bons resultados do balanço de pagamentos, ao garantir a continuidade dos superávits em transações correntes. A expansão do superávit comercial verificada em 2005, a expectativa de manutenção do saldo positivo em patamar confortável para 2006 e o ingresso consistente de investimento estrangeiro direto compõem o ambiente de financiamento externo estável e de boa qualidade.

O desempenho do balanço de pagamentos em 2005 permitiu não apenas o financiamento do resultado do ano, como também a liquidação antecipada da dívida junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI) e a antecipação de parte do financiamento referente a 2006. O programa de captações por meio de bônus emitidos pela República previa US\$4,5 bilhões para as necessidades de 2005. A captação de US\$8 bilhões demonstra que, além do cumprimento integral do programa, antecipou-se parte da captação referente às necessidades de 2006, em US\$3,5 bilhões. As condições do mercado internacional e da economia brasileira, destacando-se a contínua redução do risco-Brasil, que atingiu 303 pontos na segunda metade de dezembro, nível mais baixo dos últimos anos, permitiram tal antecipação e demonstram a possibilidade de financiar o balanço de pagamentos em condições equilibradas.

Em 2005, a política de recomposição de reservas permaneceu em vigor por meio de aquisições de divisas pelo Banco Central no mercado à vista e de contratações do Tesouro Nacional para liquidação de serviço da dívida de sua responsabilidade. O cenário do balanço de pagamentos viabilizou a intensificação da política ao longo do ano, resultando na melhoria expressiva das condições de risco do setor externo brasileiro.

A análise dos indicadores de sustentabilidade externa, influenciados tanto pela elevação das exportações e das reservas internacionais, quanto pela diminuição da dívida externa, reflete o quadro positivo das contas externas e corrobora a evolução favorável dos níveis de risco-Brasil. A melhora dos indicadores reflete, ainda, o processo estrutural de fortalecimento do balanço de pagamentos brasileiro.