

Política monetária: no primeiro semestre de 2004, Copom mantém cautela na redução da taxa básica de juros

Edison Marques Moreira

Economista da FEE e Professor da PUCRS.

Resumo

Neste artigo, analisa-se o comportamento da política monetária no primeiro semestre de 2004, além de se acompanhar o desempenho dos agregados monetários e das operações de crédito do sistema financeiro. A política monetária, nos primeiros seis meses do ano, preocupou-se principalmente com a probabilidade de um possível início de um ciclo de alta dos juros norte-americanos e com as incertezas associadas à velocidade dessa alta. Essa situação precipitou um aumento da aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros e um forte movimento de realocação de carteiras no mercado financeiro internacional. Isso se refletiu de forma bastante negativa sobre os ativos dos países emergentes em geral e do Brasil em particular, bem como influenciou o Governo brasileiro a praticar, no primeiro semestre de 2004, uma política monetária de redução de juros bastante cautelosa.

Palavras-chave

Política monetária; agregados monetários; operações de crédito.

Abstract

In this article, one analyzes the behavior of the monetary politics in the first semester of 2004, beyond if following the performance of monetary aggregates and the operations of credit of the financial system. The monetary politics, in first the six months of the year, was worried, mainly, with the probability of a

possible beginning of a high cycle of the North American interests and the uncertainties associates to the speed of this high. This situation precipitated an increase of the aversion to the risk on the part of the foreign investors and a strong movement of reallocates of wallets in international the financial market. This if reflected in general of sufficiently negative form on the assets of the emergent countries, and of Brazil in particular, as well as, it influenced the Brazilian government to practice, in the first semester of 2004, one monetary politics of sufficiently cautious reduction of interests.

Artigo recebido em 29 jun. 2004.

Uma vez controlado o processo inflacionário em 2003, apesar de o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) ter fechado o ano em 9,30%, portanto, acima da meta, que era 8,50%, a outra preocupação do Governo em 2004 passou a ser o crescimento sustentado da economia brasileira.

A recuperação da atividade econômica, iniciada no terceiro trimestre de 2003, quando o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 0,50%, depois de dois trimestres negativos, consolidou-se ao final do ano, quando o PIB se expandiu, no quarto trimestre, em 1,50% e se manteve em curso no início de 2004, quando, no primeiro trimestre deste ano, apresentou um crescimento de 1,60%.

À luz desses dados sobre o PIB, as incertezas em relação à manutenção da recuperação da atividade econômica diminuíram consideravelmente, e, de certa forma, neutralizaram-se, ao menos temporariamente, as críticas que enxergavam, no atual arranjo de política econômica, um obstáculo tanto à manutenção de movimentos de recuperação de caráter cíclico quanto à obtenção de taxas de crescimento mais elevadas que as atuais, sem gerar novos desequilíbrios.

Nos meses de abril e maio, a crescente percepção da proximidade do início de um ciclo de alta dos juros norte-americanos e as incertezas associadas à velocidade dessa alta precipitaram um aumento da aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros e um forte movimento de realocação de carteiras no mercado financeiro internacional. Isso se refletiu de forma bastante negativa sobre os ativos dos países emergentes em geral e do Brasil em particular, bem como influenciou o Governo brasileiro a praticar, no primeiro semestre de 2004, uma política monetária de redução de juros bastante cautelosa.

Neste texto, procura-se analisar o comportamento da política monetária no primeiro semestre de 2004, período em que o Conselho de Política Monetária (Copom) foi fortemente precavido na redução da taxa de juros Selic. Além disso, avalia-se o desempenho dos agregados monetários e das operações de crédito do sistema financeiro. Por último, apresentam-se breves considerações sobre a possível trajetória da política monetária no segundo semestre do ano.

1 - Taxa de juros Selic cai pouco nos primeiros seis meses do ano

Em 2003, os bons resultados alcançados com a austeridade das políticas monetária e fiscal, destacando-se a reversão das expectativas inflacionárias, a baixa volatilidade da taxa de câmbio e a queda consistente da inflação a partir de maio, permitiram a redução de 10 pontos percentuais da taxa básica de juros ao longo do segundo semestre, atingindo 16,50% a.a. em dezembro. A taxa média de inflação ao mês — medida pelo IPCA e que havia atingido 1,68% no primeiro trimestre de 2003 — caiu para 0,38% no quarto trimestre.

O recuo significativo da taxa de juros influenciou positivamente as expectativas dos consumidores, o movimento de redução das taxas de juros das operações de crédito (por exemplo, enquanto a taxa de juros para capital de giro para pessoa jurídica foi de 43,60% a.a. em julho de 2003, em dezembro ficou em 35,80% a.a., e a taxa de juros para crédito pessoal, que registrou 91,70% a.a. em julho, caiu para 80,30% ao ano em dezembro) e a ampliação dos seus prazos de financiamento, beneficiando, conseqüentemente, a retomada da atividade econômica no segundo semestre de 2003.

Ao longo de janeiro de 2004, as expectativas da inflação do primeiro trimestre elevaram-se sistematicamente (Tabela 1), ficando acima não apenas das taxas esperadas pelo mercado no final de 2003, mas também das utilizadas nas projeções do Banco Central (Bacen). A deteriorização das expectativas inflacionárias de curto prazo alterou a percepção do mercado em relação a uma possível trajetória de significativa queda da taxa básica de juros no curto prazo. Essa previsão veio a confirmar-se com a decisão do Bacen de manter a taxa básica de juros em 16,50% nas duas primeiras reuniões do Copom deste ano. Esse pessimismo, que foi desencadeado principalmente no final de janeiro, deveu-se a uma combinação de vários fatores: temor de uma alta da taxa de juros nos EUA mais cedo do que se esperava; preocupação com a inflação (e, em decorrência, com a taxa de juros e com o crescimento em 2004), alimen-

tada pela Ata do Copom de janeiro; incertezas sobre os rumos da economia, provenientes de pressões, dentro do Governo, por mudanças na política econômica, de boatos de demissão de assessores do Ministro da Fazenda e do Presidente do Banco Central e, ainda, de um conjunto de sinais do Governo mal recebidos pelo mercado (retirada do projeto de autonomia operacional do Bacen da agenda de 2004, divergências, dentro do Governo, sobre a necessidade de contingenciamento do orçamento, etc.).

Tabela 1

Evolução das taxas de inflação, mês a mês, segundo vários índices de preços, no Brasil — jan.-maio/04

(%)

ÍNDICES	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	ACUMULADA JAN-MAIO/04
IPCA-IBGE.....	0,76	0,61	0,47	0,37	0,51	2,75
IPC-IEPE.....	0,78	0,24	1,09	0,02	0,85	3,01
IPC-FIPE.....	0,65	0,19	0,12	0,29	0,57	1,83
IGP-M.....	0,88	0,69	1,13	1,21	1,31	5,33
IGP-DI.....	0,80	1,08	0,93	1,15	1,46	5,54
INPC-IBGE.....	0,83	0,39	0,57	0,41	0,40	2,63

FONTE: IBGE.

IEPE.

FIPE.

FGV.

GAZETA MERCANTIL. São Paulo, [2004]. [vários números].

A alta de 0,76% do IPCA de janeiro, divulgada no fim da primeira quinzena de fevereiro, ratificou a decisão prudente do Banco Central, tomada nas reuniões do Copom dos dois primeiros meses do ano, de manter a taxa básica de juros em 16,50%. O índice cheio de inflação do período ficou significativamente acima da taxa média mensal estimada anteriormente pelo modelo do Bacen, além de os indicadores de núcleo continuarem a projetar uma inflação anualizada superior à meta de 5,50%.

A não-redução da taxa Selic promovida pelo Bacen provocou manifestações de ressalvas ao modelo de metas de inflação. Muitos achavam que o

Banco Central deveria tornar menos rígidas as metas de inflação para que a economia se recuperasse plenamente, pois países em desenvolvimento, como o Brasil, apresentam índices de inflação mais altos que os das economias centrais. Outros defendiam um pequeno ajuste no índice de referência. Em lugar do IPCA cheio, deveria ser usado o índice expurgado ou o seu núcleo. O Governo, entretanto, resolveu não alterar o sistema de metas, pois acreditava que o mesmo poderia perder credibilidade, com graves repercussões na manutenção da estabilidade econômica.

A partir de fevereiro de 2004 até abril, a inflação, segundo o IPCA da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) — índice utilizado nos acordos Brasil-Fundo Monetário Internacional (FMI) para monitorar a evolução do nível de preços no País —, foi declinante, mas isso não foi o suficiente para evitar a interrupção da queda da taxa básica de juros na reunião de maio do Copom. De fato, a variação acumulada do IPCA em 12 meses atingiu 5,26% até abril, abaixo, portanto, da meta central de 5,50% definida para este ano. Em maio, a inflação voltou a elevar-se.

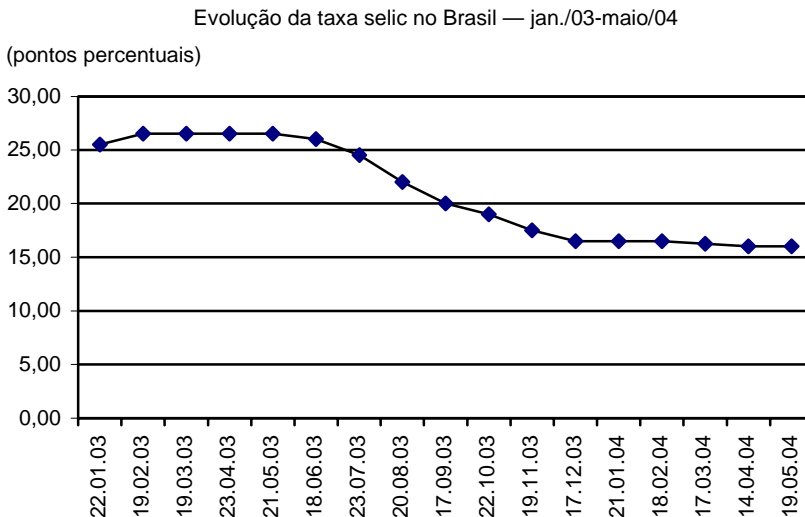
A manutenção da taxa básica de juros em 16,00% a.a. em maio, sem viés — após dois recuos consecutivos de 0,25 pontos percentuais nas reuniões do Copom de março e abril (Gráfico 1) — esteve associada à maior instabilidade dos mercados financeiros pela expectativa de ajustes restritivos da política monetária nos Estados Unidos e na China, pelo aumento do preço do barril do petróleo, bem como pela elevação do Risco-Brasil e da taxa de câmbio doméstica. De fato, a magnitude desses movimentos ainda incorpora um grau não desprezível de incerteza quanto a seu impacto sobre a trajetória futura da inflação brasileira. Nessa conjuntura, a adoção de uma política monetária cautelosa no curto prazo tornou-se mais apropriada não apenas por acomodar os choques primários e evitar impactos secundários nos preços internos, mas também por manter as expectativas inflacionárias sob controle.

Na realidade, as expectativas de inflação do mercado tiveram um pequeno aumento, refletindo esse quadro de maior incerteza. As expectativas de inflação para 2004, que eram de 6,00% no final de dezembro, passaram para 6,22% na véspera da reunião de 19 de maio, segundo o Banco Central. Para 2005, pela primeira vez no ano, as expectativas saíram do valor de 5,00%, passando para 5,06%. Da mesma forma, as expectativas para a inflação acumulada nos próximos 12 meses aumentaram de 5,48% para 5,60% entre as reuniões de abril e maio do Copom.

O Copom também considerou as projeções de inflação para o período de 12 meses correspondente ao segundo semestre de 2004 e ao primeiro semestre de 2005. Trata-se de um horizonte cujos resultados serão mais sensíveis às

decisões de política monetária tomadas ao longo dos próximos meses do que os do ano-calendário de 2004, sendo, ao mesmo tempo, um horizonte coberto por projeções de inflação mais confiáveis do que as já disponíveis com tanta antecedência para o ano-calendário de 2005. A inflação projetada para esse período de 12 meses, tanto no cenário de referência quanto no de mercado, situa-se no intervalo compreendido entre as metas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para os anos-calendário de 2004 e 2005 (as metas de inflação para 2004 e 2005 são, respectivamente, 5,50% e 4,50% a.a., sujeitas a uma variação de 2,50 pontos percentuais para cima ou para baixo).

Gráfico 1



FONTE: Bacen.

Nas suas duas últimas cartas, resultantes das reuniões 95 e 96, o Copom avaliou que a atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação convirja para a trajetória das metas. Para que isso aconteça, entretanto, é preciso que as projeções de inflação continuem mostrando baixa persistência de elevação do nível geral de preços no segundo semestre. De acordo com o pensamento do Copom, não parece ser prudente inferir de forma mecânica que um ritmo mais moderado de reduções dos juros corresponda a uma avaliação negativa sobre o comporta-

mento futuro da inflação ou que dele deva resultar pessimismo a respeito da trajetória futura do nível de atividade. Pelo contrário, um sintoma natural da normalização progressiva do ambiente macroeconômico é justamente a queda do ritmo médio dos cortes da taxa de juros básica. Além de permitir um maior alcance ao processo de flexibilização, tal procedimento viabiliza uma transição suave para um cenário duradouro de estabilidade com crescimento econômico, mediante menor volatilidade das taxas de juros de mercado no médio prazo.

2 - Evolução dos agregados monetários

Pelo critério de média dos saldos diários, a base monetária (BM), depois de manter-se estável em janeiro de 2004, apresentou uma retração de 2,90% tanto em fevereiro quanto em março. Esse resultado decorreu das reduções no saldo do papel-moeda emitido e nas reservas bancárias em ambos os meses. Em abril, houve expansão de 2,00% desse agregado monetário, sendo que o papel-moeda emitido no mês se elevou 1,90%, e as reservas bancárias, 2,10%. Em 12 meses, a variação da base monetária até abril, ainda no conceito de média dos saldos diários, expandiu-se 1,00% e, no conceito de saldos em final de período, contraiu-se 3,80%, resultado da forte queda das reservas bancárias, 29,90% em 12 meses.

Quanto aos fatores condicionantes da base monetária no período jan.-abr. deste ano, os dados da Tabela 3 sinalizam que as operações do Tesouro Nacional se destacaram, com impacto contracionista nos meses de fevereiro, março e abril. No mesmo sentido, o conjunto de operações com o sistema financeiro, depois de ter se expandido nos três primeiros meses do ano, em abril contraiu-se R\$ 340,00 milhões. Segundo o documento **Nota para a Imprensa**, de 25.05.04, do Bacen, esse resultado decorreu, basicamente, da exigibilidade adicional compulsória sobre depósitos (R\$ 221,00 milhões) e do depósito prévio para compensação de cheques (R\$ 141,00 milhões), atenuado pelo ajuste nas operações com derivativos, que se expandiu R\$ 251,00 milhões.

Pelo lado expansionista, as operações com títulos públicos federais, incluindo a atuação do Banco Central com o objetivo de ajustar a liquidez no mercado monetário, depois de ter tido uma forte contração em janeiro, de R\$15,00 bilhões, expandiu-se R\$ 11,9 bilhões em abril, em função, principalmente, das operações realizadas no mercado secundário, onde ocorreram compras líquidas de R\$ 10,1 bilhões. No mercado primário, ocorreram resgates líquidos de R\$ 2,8 bilhões de títulos do Bacen e colocações líquidas de R\$ 1 bilhão de títulos do Tesouro Nacional.

Com relação ao meio de pagamento M1, segundo dados constantes na Tabela 2, o mesmo teve um crescimento somente em abril, pois, nos demais meses do ano, a sua variação foi negativa. Em abril, contribuíram para a sua expansão de 1,30% o aumento de 0,60% no saldo do papel-moeda em poder do público e o de 1,80% no saldo dos depósitos à vista. Em 12 meses até abril, o M1 cresceu 14,50%, sendo que os seus componentes, o saldo em papel-moeda em poder do público e o saldo em depósitos à vista, aumentaram 11,90% e 16,20% respectivamente.

Tabela 2

Evolução mensal da taxa de crescimento dos agregados monetários no Brasil — jan.-abr./04

(%)

MESES	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)
Janeiro	0,0	-2,0	-1,9	1,0	1,6
Fevereiro	-2,9	-2,4	0,8	1,2	1,3
Março	-2,9	-1,4	0,4	1,2	0,9
Abril	2,0	1,3	0,4	0,7	0,4

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informações econômicas. Política monetária. Nota para a imprensa, [Brasília, DF]: Bacen, 27 maio 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm> Acesso em: 10 jun. 2004.

(1) Base monetária (BM) é o saldo do papel-moeda emitido mais reservas bancárias; média dos saldos diários. (2) M1 é o papel-moeda em poder do público mais depósito à vista; média dos saldos diários. (3) M2 é o M1 mais depósitos de poupança e títulos emitidos pelas instituições financeiras; saldos em final de período. (4) M3 é o M2 mais parcela da carteira dos fundos de renda fixa não incluída nos conceitos mais restritos e operações compromissadas com títulos federais; saldos em final de período. (5) M4 é o M3 mais títulos públicos em poder do setor não financeiro; saldos em final de período.

Tabela 3

Fluxos acumulados dos principais fatores condicionantes da base monetária no Brasil — jan.-abr./04

(R\$ milhões)

MESES	TESOURO NACIONAL (1)	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO
Janeiro	1 720	-15 010	7 369
Fevereiro	-6 224	5 839	20
Março	-5 436	-260	-19
Abril	-9 721	11 862	3

MESES	DEPÓSITO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS (2)	OPERAÇÕES COM DERIVATIVOS - AJUSTES	OUTRAS CONTAS (3)
Janeiro	718	872	-10
Fevereiro	656	-399	10
Março	871	-684	-152
Abril	-340	251	-14

FONTE: Bacen.

NOTA: Valores negativos são referentes à retração; valores positivos são referentes à expansão.

(1) Não inclui operações com títulos. (2) Inclui compulsório sobre depósitos judiciais e sobre insuficiência de aplicação em crédito rural, recolhimento do Proagro, depósitos de instituições financeiras - Resolução 2.461, depósito a prazo, recolhimentos sobre adiantamentos de contratos de câmbio (ACC), exigibilidade adicional e depósito prévio para compensação. (3) Inclui créditos a receber do Departamento de Regimes Especiais, aplicações da Reserva Monetária, despesas do Mecir e material de expediente, folha de pagamento, depósitos para constituição e aumento de capital, penas e custos sobre deficiência em reserva bancária e outros.

Com relação aos meios de pagamento ampliados, o conceito M2, que inclui o M1 mais os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, ainda que tenha apresentado uma evolução negativa em janeiro, teve uma variação positiva nos demais meses, sendo que, em abril, ficou em 0,40%. Contribuíram para esse resultado o comportamento dos depósitos a prazo e o da caderneta de poupança, que registraram captações líquidas negativas de R\$ 1 bilhão e de R\$ 400 milhões respectivamente. Em 12 meses, esse agregado monetário expandiu-se 5,40%. O conceito M3, que engloba o M2 mais as cotas de fundos de renda fixa e os títulos públicos fe-

derais que dão lastro à posição líquida de financiamento em operações compromissadas realizadas entre o setor não financeiro e o sistema financeiro, apresentou expansão nos quatro primeiros meses do ano, sendo que, em abril, se elevou em 0,70%, e, em 12 meses até abril, a variação foi de 21,60%. O conceito M4, incluindo o M3 e os títulos públicos de detentores não financeiros, registrou variação positiva em cada um dos meses de janeiro a abril, sendo que, no último, elevou-se em 0,40%, totalizando R\$ 1 trilhão. Em 12 meses, a sua variação foi positiva em 19,50%, segundo o documento **Nota para a Imprensa**, do Banco Central, de maio de 2004. Em relação ao PIB, o M4 manteve-se, em abril, em torno da sua média nos quatro primeiros meses do ano, isto é, por volta de 61,20% do Produto Interno Bruto.

3 - Operações de crédito do sistema financeiro

O estoque total de crédito do sistema financeiro (Tabela 4) apresentou uma expansão nominal de 3,90% no primeiro quadrimestre do ano. As operações de crédito concedidas pelos bancos privados aumentaram, nominalmente, 4,80% nesse período, enquanto as concedidas pelos bancos públicos cresceram 2,40%.

Considerando o estoque total de crédito da economia em relação ao PIB a preços do mês, observa-se uma certa estabilidade de janeiro a abril, correspondendo a uma participação média, nesse período, de 25,90% do Produto Interno Bruto. No quadrimestre jan.-abr./04, tanto o estoque de operações com recursos livres quanto o relativo a operações com o setor público mantiveram-se praticamente inalterados, com uma participação de, respectivamente, 14,40% e 1,00% do PIB. Por outro lado, o estoque de recursos direcionados e de operações de *leasing* apresentaram acréscimos de, em média, 9,80% e 0,60% do PIB. Dentre os créditos direcionados, merecem destaque, nos primeiros quatro meses do ano, o crescimento de 2,70% nas operações com o setor rural e a queda de 4,20% nos financiamentos realizados pelo sistema BNDES, explicada pelo volume expressivo de liquidações verificadas em alguns meses do primeiro quadrimestre do ano. Já nas operações de crédito com recursos livres, ressalta o fato de o crédito para pessoas físicas ter crescido 9,20% de janeiro a abril. Esse desempenho pode ser explicado principalmente pelo crescimento do crédito pessoal, que apresentou aumento acumulado de 13,00% até abril, impulsionado, em especial, pelos empréstimos consignados em folha de pagamento.

Tabela 4

Variação percentual do total das operações de crédito do sistema financeiro em relação ao PIB do Brasil — jan.-abr./04

MESES	RECURSOS LIVRES (1)	RECURSOS DIRECIONADOS (2)	OPERAÇÕES DE LEASING	SETOR PÚBLICO (3)	TOTAL GERAL
Jan.	14,3	10,1	0,6	1,0	26,0
Fev. (4)	14,4	9,9	0,1	1,0	25,9
Mar. (4)	14,4	9,8	0,6	1,0	25,8
Abr. (4)	14,7	9,7	0,6	1,1	26,0

FONTE: Bacen.

NOTA: Estimativa do Banco Central para o PIB dos 12 últimos meses a preços do mês assinalado, a partir de dados anuais do IBGE, com base no IGP-DI centrado.

(1) Os recursos livres são definidos de acordo com a Circular 2.957, de 30.12. 99. Não incluem Companhias Hipotecárias e Agências de Fomento e Desenvolvimento. (2) Refere-se a créditos a taxas de juros administradas. (3) Inclui Administração Direta e Indireta e atividades empresariais. (4) Dados preliminares.

Analisando-se a distribuição por atividade econômica das operações de crédito do sistema financeiro (Tabela 5), verifica-se que o saldo do total de crédito liberado para o setor público cresceu 17,30% nos quatro primeiros meses do ano, enquanto o saldo liberado para o setor privado se expandiu apenas 3,90% no mesmo período. Neste último caso, o saldo acumulado do crédito destinado à indústria cresceu 0,40% até abril, entretanto, neste último mês do quadrimestre, a sua variação foi positiva em 2,40%, com destaque para operações com empresas de energia elétrica e para financiamentos para a cadeia de agronegócios. Os empréstimos ao comércio cresceram 4,70% de janeiro a abril, e os para outros serviços, 2,60% no mesmo período, com destaque para o ramo de comunicações.

Em relação às taxas de juros praticadas em operações de crédito com recursos livres, continua a queda das mesmas, iniciadas, principalmente, no segundo semestre de 2003, entretanto a um ritmo bem mais lento. Enquanto, em janeiro, a taxa praticada era de 45,40% a.a., em abril, ela ficou em 44,70% a.a. Para empréstimos com recursos livres a pessoas físicas, o custo do crédito alcançou 63,30% a.a. em abril, ante os 65,40% a.a. em janeiro. Nas operações de crédito com recursos livres às empresas, enquanto, em janeiro, as taxas de juros se situavam em 30,10% a.a., em abril, as taxas praticadas eram da ordem de 29,90%. Essas reduções ainda refletem a queda da taxa de juros básica da economia em 2003, quando, a partir de junho até dezembro, caiu 10 pontos

básicos (de 26,50% a.a. para 16,50% a.a.). Portanto, como se observa, apesar da forte queda da taxa Selic, isso não foi o suficiente para provocar a redução, de maneira relativamente intensa, da taxa de juros das operações de crédito com recursos livres do sistema financeiro. O “calcanhar de Aquiles” parece estar, na realidade, no *spread* (diferença entre as taxas de aplicação e de captação) cobrado pelo setor bancário nacional, que é muito elevado, devido a fatores como: incerteza no desempenho da economia, possibilidades de ocorrência de eventos, em nível internacional, que possam influenciar a trajetória de variáveis macroeconômicas do País e o nível de inadimplência.

Tabela 5

Varição percentual das operações de crédito do sistema financeiro,
por atividade econômica, no Brasil — 2004

PERÍODOS	TOTAL DO SETOR PÚBLICO	SETOR PRIVADO		
		Indústria	Habilitação	Rural
Jan.-abr.	13,50	0,40	-0,40	2,70
De 12 meses até abril	35,70	4,80	2,20	27,00

PERÍODOS	SETOR PRIVADO			
	Comércio	Pessoas Físicas	Outros Serviços	Total
Jan.-abr.	4,70	8,20	2,60	3,30
De 12 meses até abril	12,90	20,00	10,10	12,30

FONTE: Bacen.

4 - Considerações finais

Embora os realinhamentos recentes da taxa de câmbio (passou de R\$ 2,941 por dólar em janeiro para R\$ 3,129 por dólar no início de maio) e do preço do petróleo (o barril passou de US\$ 28,00 para US\$ 40,00) possam ter algum componente duradouro, a economia brasileira parece ter solidez em seus fundamentos (cobertura da meta de superávit primário, controle da inflação, saldo elevado na balança comercial, aumento das reservas internacionais, dentre outros), o que lhe permite absorver choques externos sem prejuízo à estabilidade macroeconômica e às suas perspectivas de crescimento.

Na eventualidade de o preço do petróleo e o nível da taxa de câmbio permanecerem sem grandes alterações, no médio prazo, as projeções do Copom, com a manutenção da taxa Selic em 16,00% a.a., indicam uma inflação mais próxima do centro da meta do que do limite superior do intervalo de tolerância para 2004. As mesmas projeções indicam a convergência da inflação para a meta de 4,50% em 2005. Diante dessa situação, conclui-se que, se o Bacen, de fato, perseguir a meta central para o próximo ano, fixada pelo Conselho Monetário Nacional, haverá pouco espaço para a queda da taxa de juros no segundo semestre do ano, mesmo considerando-se que a trajetória de inflação é influenciada por um conjunto mais amplo de fatores. Dentre os principais determinantes, chama atenção a possibilidade de o Governo norte-americano elevar a sua taxa de juros de referência no segundo semestre. Tal fato preocupa porque poderá haver a intensificação do movimento de reversão do fluxo de liquidez internacional, que atualmente é canalizado para as economias emergentes. Mas, provavelmente, a redução mais forte da liquidez mundial será um problema a ser enfrentado pela economia brasileira somente a partir de 2005, não devendo ter maior impacto sobre o seu desempenho neste ano. No horizonte de 2004, o principal risco para o cenário brasileiro reside no comportamento da inflação e na performance da taxa de juros, que, dependendo de suas trajetórias, poderão influenciar o desempenho da economia brasileira, não só inviabilizando o crescimento do PIB de 3,50% esperado pelo Governo para este ano, como dificultando a redução da elevada taxa de desemprego vivida pelo País.