

Cenários Macroeconômicos para 2000¹

Ricardo Cavalcante

Sumário

1	INTRODUÇÃO	2
2	ASPECTOS CONJUNTURAIS	3
3	ANÁLISE DOS PRINCIPAIS AGREGADOS	5
3.1	PRODUTO INTERNO BRUTO.....	5
3.2	INFLAÇÃO.....	6
3.2.1	<i>Metas de Inflação e Índices Recentes.....</i>	<i>6</i>
3.2.2	<i>Índices de Preços ao Consumidor e no Atacado.....</i>	<i>7</i>
3.2.3	<i>“Core Inflation”.....</i>	<i>8</i>
3.2.4	<i>Tarifas Públicas.....</i>	<i>9</i>
3.2.5	<i>Fatores Adicionais e Conclusões.....</i>	<i>9</i>
3.3	TAXA DE JUROS.....	10
3.3.1	<i>Taxa Selic.....</i>	<i>10</i>
3.3.2	<i>Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).....</i>	<i>10</i>
3.4	TAXA DE CÂMBIO.....	12
4	CENÁRIOS PROPOSTOS	13
4.1	CENÁRIO BASE.....	14
4.2	CENÁRIO BASE OTIMISTA.....	15
4.3	CENÁRIO OTIMISTA.....	15
4.4	CENÁRIO BASE PESSIMISTA.....	16
4.5	CENÁRIO PESSIMISTA.....	16
4.6	CENÁRIOS HETERODOXOS.....	17
5	ANEXOS	17
5.1	ANEXO 1: ROTINA DE ELABORAÇÃO DOS CENÁRIOS.....	17
5.2	ANEXO 2: ROTINA DE APLICAÇÃO DO MÉTODO DELPHI.....	18
5.3	ANEXO 3: TRILEMA TAXA DE CÂMBIO, POLÍTICA MONETÁRIA E FLUXO DE CAPITAIS.....	19
5.4	ANEXO 4: RES. BACEN Nº 2.615.....	20
5.5	ANEXO 5: DEFINIÇÕES DOS ÍNDICES DE INFLAÇÃO.....	21
5.5.1	<i>IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Ampliado).....</i>	<i>21</i>
5.5.2	<i>IGP-DI (Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna).....</i>	<i>21</i>
5.5.3	<i>IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado).....</i>	<i>21</i>
5.5.4	<i>IPC (Índice de Preços ao Consumidor).....</i>	<i>21</i>
5.5.5	<i>INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor).....</i>	<i>22</i>
5.5.6	<i>ICV - Dieese (Índice de Custo de Vida).....</i>	<i>22</i>
5.6	ANEXO 6: RESULTADOS PRELIMINARES DA METODOLOGIA DELPHI.....	23

¹ As opiniões expressas neste documento são de inteira responsabilidade de seu autor, não refletindo necessariamente aquelas da Desenbahia ou de outras instituições eventualmente mencionadas.

1 Introdução

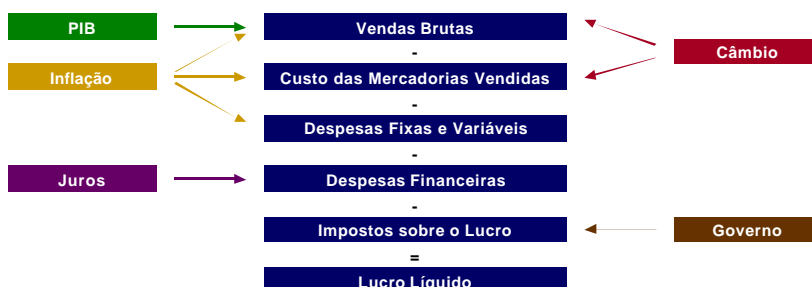
A crescente assimilação do princípio da diversificação pelos agentes financeiros vem estimulando uma análise cuidadosa dos riscos associados às operações individuais de crédito. Utilizando os conceitos inicialmente propostos por Markowitz e desenvolvidos em seguida por outros autores (entre os quais Sharpe, que desenvolveu o *Capital Asset Pricing Model*), é possível identificar, dado um nível de risco aceitável, o *portfolio* ideal que maximizará o retorno a ser obtido. Entre as principais variáveis de entrada do modelo estão o risco associado a cada ativo individualmente e suas covariâncias.

O risco, genericamente conceituado como o grau de incerteza a respeito de um evento, costuma ser definido, para efeito do seu uso na área financeira, como sendo o desvio padrão de uma distribuição de probabilidades. No caso específico da análise do risco de crédito, procura-se analisar a probabilidade de ocorrência de eventos indesejados (isto é, a inadimplência ou o atraso no pagamento) a partir dos chamados parâmetros de risco próprio. Analisam-se, assim, o caráter, a capacidade de gerenciamento, o capital, os aspectos colaterais, as condições e o conglomerado, conforme a metodologia amplamente difundida dos C's do crédito.

No Desenbanco, vem sendo adotado um modelo que procura atribuir a cada um destes parâmetros conceitos que variam em função de cenários pré-definidos cujas probabilidades de ocorrência são conhecidas *a priori* da aplicação do modelo. A lógica inerente ao processo é bastante simples: acredita-se que os parâmetros de risco próprio apresentarão variações conforme o ambiente em que vêm atuando a empresa e o empresário.

Isso posto, fica evidente a necessidade do estabelecimento de cenários sobre as diversas variáveis envolvidas com o pagamento ou não do empréstimo contraído, bem como suas probabilidades de ocorrência. Uma vez que os cenários específicos de cada projeto são função dos cenários macroeconômicos nos quais este estará inserido, o passo inicial do processo é justamente a montagem de cenários sobre o comportamento de alguns agregados macroeconômicos e a atribuição de probabilidades de cada um deles. A Figura 1 a seguir apresenta de forma simplificada e esquemática de que forma os cenários macroeconômicos e o desempenho da empresa estão relacionados:

Figura 1: Cenários Macroeconômicos e Desempenho da Empresa



Fonte: Material de José Roberto Securato, Aula 1.

É válido notar que a utilização de cenários unificados por toda a instituição é condição essencial para a qualidade dos resultados obtidos com a aplicação dos modelos de minimização de risco através da diversificação, uma vez que os efeitos contrários intersetoriais e interempresariais só terão sentido se as análises forem efetuadas tomando como ponto de partida os mesmos cenários.

Metodologicamente, as proposições aqui apresentadas estão apoiadas no documento “Cenários Macroeconômicos: Uma Proposta Preliminar para o Desenbanco” (Artigo Técnico 02/99) e no documento “Taxa de Juros de Longo Prazo: Metodologia de Cálculo e Cenários para 2000” (Artigo Técnico 03/99).

O presente documento, estruturado em três seções além desta Introdução e dos Anexos, propõe um conjunto de sete cenários macroeconômicos para o ano 2000. A segunda seção apresenta as principais questões que envolvem a projeção de cenários macroeconômicos em face da atual política econômica do país. A seção seguinte traz uma análise e uma coletânea de impressões de analistas econômicos sobre o comportamento dos principais agregados macroeconômicos em 2000. Finalmente, a quarta seção apresenta os cenários macroeconômicos propostos e que deverão ser objeto de atribuição de probabilidades de ocorrência por um grupo previamente definido pelo Desenbanco, conforme a metodologia Delphi descrita no documento “Cenários Macroeconômicos: Uma Proposta Preliminar para o Desenbanco” e aqui apresentada nos Anexos 1 e 2².

2 Aspectos Conjunturais

Até janeiro de 1999, o regime de banda cambial adotado pelo Banco Central dependia fortemente do balanço de pagamentos e do nível de reservas internacionais, o que implicava a manutenção de elevadas taxas de juros e aumentava a vulnerabilidade do país às crises internacionais. Após a desvalorização do Real, o Banco Central passou a conduzir a política monetária do país adotando o regime de meta de inflação como nova âncora nominal. Com a livre flutuação cambial o Banco Central adquiriu maior liberdade em relação às taxas de juros, uma vez que é o câmbio o responsável pela absorção das incertezas do mercado³. Assim, até janeiro de 1999, a política monetária vinha sofrendo restrições sérias em virtude do regime de banda cambial. Com a flexibilização do regime cambial, o Banco Central adquiriu maior liberdade na regulação das taxas de juros. Assim, observa-se atualmente que o Banco Central vem perseguindo o patamar mínimo da taxa de juros que mantém a taxa de inflação dentro dos níveis estabelecidos como aceitáveis⁴.

Ainda que a flexibilização cambial pareça ser o caminho apontado pela maioria das análises econômicas sobre o Brasil no período recente⁵, algumas pré-condições são necessárias para o sucesso deste regime. Em primeiro lugar, o regime de câmbio flutuante pode induzir à flexibilização da política fiscal⁶. Além disso, a questão da autonomia do Banco Central assume contornos mais complexos em virtude das pressões políticas que

² No Anexo 6 estão apresentadas probabilidades preliminares de ocorrência aferidas internamente utilizando a Metodologia Delphi.

³ Para uma breve descrição das relações entre taxa de câmbio, política monetária e fluxo de capitais ver o Anexo 3 deste documento.

⁴ A rigor, o Banco Central tem mantido intervenções eventuais no mercado de câmbio, ainda que não atreladas necessariamente a nenhum tipo de banda cambial. Isso tem permitido ao Governo intervir em momentos de elevada tensão no mercado cambial (ver a seção 3.4 deste documento).

⁵ A rigor, hoje em dia poucos países praticam regimes de câmbio fixo. Podem-se citar a Argentina, Hong Kong, alguns países africanos que atrelaram suas moedas àquelas de suas antigas metrópoles e alguns pequenos países que abdicam totalmente de praticar uma política monetária (San Marino, por exemplo). O caso da União Européia é interessante sobretudo pelo sua ambigüidade: as taxas de câmbio são fixas entre os países membros, mas flutuantes em relação ao dólar americano.

⁶ Como ilustração, o ex-presidente do Banco Central Gustavo Franco assinalou, durante o VI Encontro Nacional dos Mercados Financeiros, no último dia 16 de dezembro, que a flexibilização cambial ocorrida nos Estados Unidos em agosto de 1971, quando o regime de taxas de câmbio estabelecido pelo acordo de Breton Woods foi efetivamente superado, foi motivada essencialmente pela prática de uma política fiscal expansionista e armamentista.

poderiam ocorrer em favor da instituição de uma política monetária expansionista ainda que em detrimento do cumprimento das metas de inflação fixadas. Por último, o emprego de índices de preços mais consistentes no tempo (evocando o conceito de “núcleo de inflação” ou “âmago de inflação” ou ainda “*core inflation*”⁷) seriam necessários para evitar variações muito frequentes nas taxas de juros motivadas por variações nos índices de inflação.

Para perseguir esta meta, o Banco Central vem atuando de forma cautelosa, interagindo permanentemente com as respostas dadas pelo mercado às medidas adotadas pelo COPOM⁸. Para exemplificar, a Tabela 1 abaixo apresenta alguns fatos recentes envolvendo o Banco Central e as expectativas do mercado, evidenciando o elevado grau de interdependência entre as variáveis macroeconômicas e as expectativas quanto a elas próprias:

Tabela 1: Taxa Selic e Inflação

Data	BC	Mercado
Final de Setembro	Reduz a SELIC para 19% e deixa o viés neutro.	Desvalorização cambial (de R\$ 1,89 para R\$ 1,95) e índices de inflação (IGP-M e FIPE) acima do esperado.
Início de Outubro	Mantém os juros mas institui um surpreendente viés de baixa.	Expectativas inflacionárias de curto prazo sobem. Em 29/10 a projeção média do IPCA sobe de 6,0% para 6,35%.
Início de Novembro	Mantém os juros em 19% mas cancela o viés de baixa ⁹ .	Índices IGP-DI (1,89%) e IPCA (1,19%) de outubro acima do esperado.
Meados de Dezembro	Mantém os juros em 19% e o viés neutro.	Reage positivamente diante dos sinais de que o BC estaria de fato disposto a cumprir a meta de inflação fixada para 2000.

Fonte: Elaboração própria.

O debate que permeia a relação entre a taxa Selic e inflação tem suscitado controvérsias entre os economistas no período recente. A questão que se coloca é se o Banco Central, diante das pressões inflacionárias observadas nos últimos meses de 1999, deveria ou não atuar sobre a taxa Selic. Aqueles que argumentam em favor de uma não intervenção alegam que a inflação observada no período recente é essencialmente uma inflação de custos, e portanto, um desaquecimento da demanda teria pouco ou nenhum efeito sobre os índices de preços¹⁰. Os analistas do Unibanco Asset Management assinalam que “como a política monetária não tem efeito direto e imediato sobre a inflação, a discussão sobre inflação e juros supõe um mecanismo de propagação onde a reação não é uniforme. Quando o BC atua nos juros, aciona uma cadeia de transmissão que começa pelo impacto

⁷ Há indícios de que o Conselho Consultivo do Sistema Nacional do Índice de Preços ao Consumidor criado para avaliar mudanças no IPCA já teria encomendado à Fundação Getúlio Vargas o cálculo do “*core inflation*”. Embora não haja ainda detalhes disponíveis, acredita-se que o índice é calculado retirando-se os preços de energia e alimentação dos indicadores de preços ao produtor e ao consumidor, evitando a mudança da tendência do índice no longo prazo. De qualquer forma, a manutenção da taxa Selic em 19% desde setembro de 1999 ainda que diante de oscilações significativas nos índices de preços são indicativos de que o Banco Central já estaria, na prática, trabalhando com o conceito de “*core inflation*”.

⁸ Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil.

⁹ Esta decisão não agradou alguns analistas de instituições privadas, que alegaram que a inflação passada não deveria ter influência sobre a taxa de juros e que a mesa de over já sinalizava com uma taxa anual de 18,8%.

¹⁰ A inflação de custos “tem suas causas nas condições de oferta de bens e serviços na economia. O nível da demanda permanece o mesmo, mas os custos de certos fatores importantes aumentam, levando à retração da oferta e provocando um aumento dos preços de mercado”. Já a inflação de demanda “refere-se ao excesso de demanda agregada em relação à produção disponível de bens e serviços na economia. É causada pelo crescimento dos meios de pagamento, que não é acompanhado pelo crescimento da produção. Ocorre apenas quando a economia está próxima do pleno emprego, ou seja, não pode aumentar substancialmente a oferta de bens e serviços a curto prazo”. Podem ainda ser definidas a inflação inercial e estrutural.

nos mercados financeiros, segue com efeitos sobre a demanda agregada, a produção e o emprego e termina afetando o nível geral de preços ou, mais precisamente, as variações deste (que constituem a taxa de inflação)”¹¹. O Banco Central, acusado por alguns economistas de ter negligenciado as metas de inflação e concentrado excessivamente suas atenções na redução das taxas de juros a partir de setembro, decidiu-se pela manutenção da taxa Selic em 19%, mantendo o seu viés neutro em novembro e dezembro, indicando que, ainda que convencido de que a inflação não tem características de demanda, prefere sustentar a taxa de 19% até que o mercado valide esta política. De acordo com o Diretor de Política Monetária do Banco Central, Luiz Fernando Figueiredo, “apesar de estar havendo uma desaceleração nos fatores sazonais que vinham pressionando os preços, ainda é o início do processo”¹².

3 Análise dos Principais Agregados

A seguir são apresentadas algumas informações sobre os principais agregados macroeconômicos que compõem os cenários, de modo a fornecer subsídios para seu julgamento e para a atribuição de probabilidades de ocorrência a cada um deles.

3.1 Produto Interno Bruto

Um conjunto de fatores contribui para uma expectativa positiva em relação ao crescimento do PIB em 2000:

- A redução das taxas de juros, o aumento da oferta de crédito e a expansão do consumo deverão impulsionar a demanda interna ao longo do ano;
- As previsões tendem a ser otimistas quanto ao crescimento da economia mundial ao longo de 2000, a despeito da eventual desaceleração da economia americana no período¹³;
- Há indícios de que alguns setores deverão apresentar elevado potencial de crescimento durante o ano, a exemplo do setor de bens de consumo duráveis¹⁴, da construção civil, do setor exportador (como função da desvalorização cambial de janeiro de 1999) e do turismo, que já em 1999 beneficiou-se da desvalorização cambial e apresentou tendência de crescimento.

Assim, a expectativa é de que os motores do crescimento ao longo do ano serão o investimento, a substituição de importações e as exportações, mas não um aumento significativo no consumo, até porque não se projeta uma elevação significativa da massa salarial ao longo do ano¹⁵.

O Governo Federal tem trabalhado com uma taxa de crescimento do PIB da ordem de 4%, embora em cenários mais otimistas chegue-se a apresentar taxas levemente superiores. Por outro lado, o mercado tem-se colocado de forma mais conservadora em relação a estas

¹¹ <http://uam.com.br/docs/port/economia/cenario.asp>.

¹² Gazeta Mercantil, 16/12/99.

¹³ Sinais de recuperação no Sudeste Asiático já podem ser observados, as perspectivas de crescimento da Europa são favoráveis e, com exceção da incógnita Argentina, as economias latino americanas exibem sinais de recuperação após a crise russa e a desvalorização do real.

¹⁴ O setor, que apresentou forte contração em 1999, tende a crescer em 2000 em virtude do incremento das exportações para a América Latina (a se confirmarem as previsões de crescimento do PIB da região) e da queda das taxas de juros, aumento do volume de crédito e recuperação gradual do nível de emprego.

¹⁵ Economistas do banco BBV Argentina estimam um crescimento de 1,7% na massa salarial real ao longo do próximo ano.

taxas, ainda que suas previsões não se situem abaixo de 2,4%, conforme evidencia a Tabela 2, extraída da Folha de São Paulo de 31 de outubro de 1999 e da Revista Veja de 24 de novembro de 1999:

Tabela 2: Taxa de Crescimento Projetada do PIB

Analista	Taxa de Crescimento do PIB
André Loes (Bozano, Simonsen)	3,2%
Carlos Kawall (Citibank)	3,5%
Celso Toledo (MB Associados)	2,4%
Dany Rappaport (Santander)	2,7%
Delano Franco (Dreyfus Brascan)	3,5%
Estáquio Reis (Ipea)	3,3%
José Antônio Pena (BankBoston)	2,5%
Miguel R. de Oliveira (Anefac)	4,0%
Octavio de Barros (BBV Brasil)	3,0%
Odair Abate (Lloyds Bank)	3,0%
Roberto Padovani (Tendências)	3,0%
Rodrigo Campos (Fleming Graphus)	3,6%

Fonte: Folha de São Paulo (31/10/99) e Revista Veja (24/11/99, p. 158-163)

Parece de fato pouco provável que o país venha a observar taxas de crescimento do PIB inferiores a zero durante o próximo ano. Na contramão do otimismo em relação ao crescimento do PIB está o aumento previsto das taxas de juros básicas praticadas nos Estados Unidos (os *FED Funds* tiveram sua taxa ampliada de 5,25% a.a. para 5,50% em 16/11/99, e há expectativas de um aumento de mais 0,25% a curto prazo), que, entretanto, não parece suficiente para justificar contrações significativas no Brasil. Além disso, as taxas de juros externas e as metas de inflação proporcionam um reduzido espaço para reduções nas taxas de juros. Além disso, não se pode projetar aumentos significativos da massa salarial ao longo do ano, reforçando a tese de compressão de demanda ao longo de 2000. Entretanto, taxas de crescimento negativas somente se justificariam caso ocorram crises absolutamente inesperadas provocando pânico no sistema financeiro internacional e forçando o governo a adotar medidas de violenta contenção monetária.

É válido observar ainda que mesmo em 1999, “o país não experimentou recessão profunda tal como ocorreu na Coreia e no México [após a desvalorização cambial]. Isto deveu-se a dois fatores: Em primeiro lugar, o ônus da desvalorização brasileira foi absorvido, na sua maior parte, pelo setor público. O setor privado e os bancos estavam “hedgeados”. Por último, o desempenho bastante positivo do PIB agrícola durante o primeiro semestre impediu que a queda verificada no PIB industrial gerasse uma taxa média de crescimento negativa para a economia como um todo”¹⁶.

3.2 Inflação

3.2.1 Metas de Inflação e Índices Recentes

O Banco Central divulgou, através da Resolução nº 2.615 uma meta de inflação de 6% (com uma margem de erro de 2%) para o ano 2000, medida de acordo com o Índice de Preços ao Consumido Amplo (IPCA) calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)¹⁷.

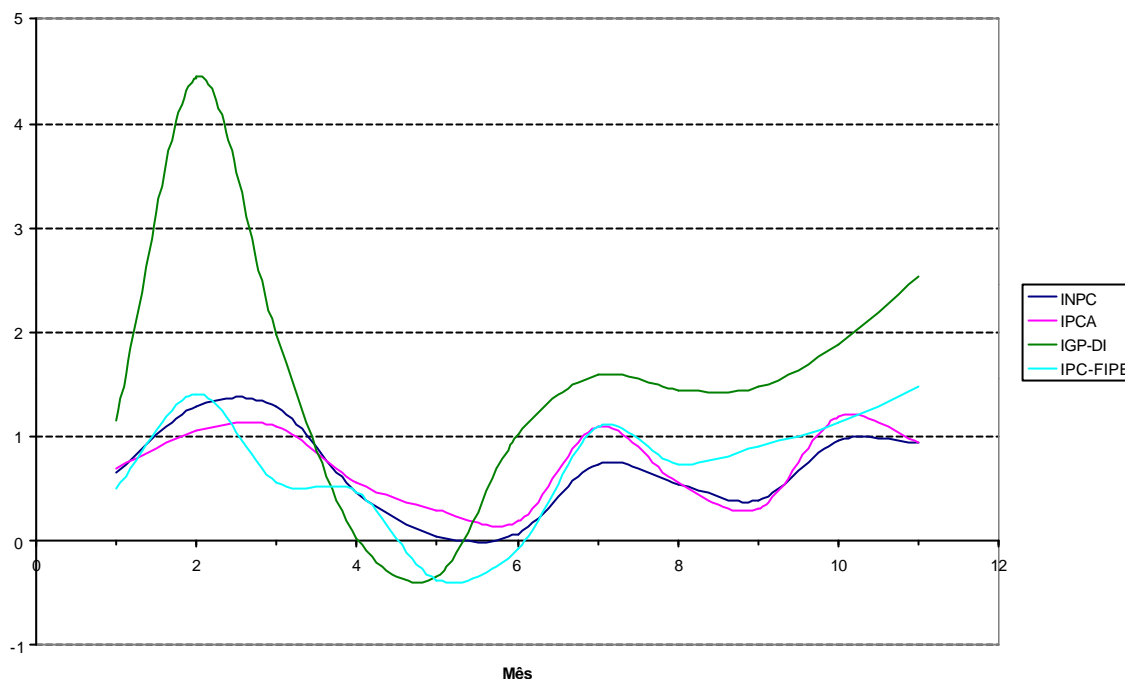
Conforme já assinalado na seção anterior, o Banco Central parece ter concentrado excessivamente suas atenções na redução da taxa Selic até setembro deste ano, ao tempo

¹⁶ Dinheiro Vivo, 22/12/99.

¹⁷ A íntegra da Resolução nº 2.615 do Banco Central encontra-se no Anexo 4 deste documento. Uma rápida descrição dos principais índices de preços adotados no Brasil está disponível no Anexo 5.

em que os índices de preço apresentam elevações preocupantes nos últimos meses do ano, conforme evidencia a Figura abaixo:

Figura 2: Índices de Inflação 1999



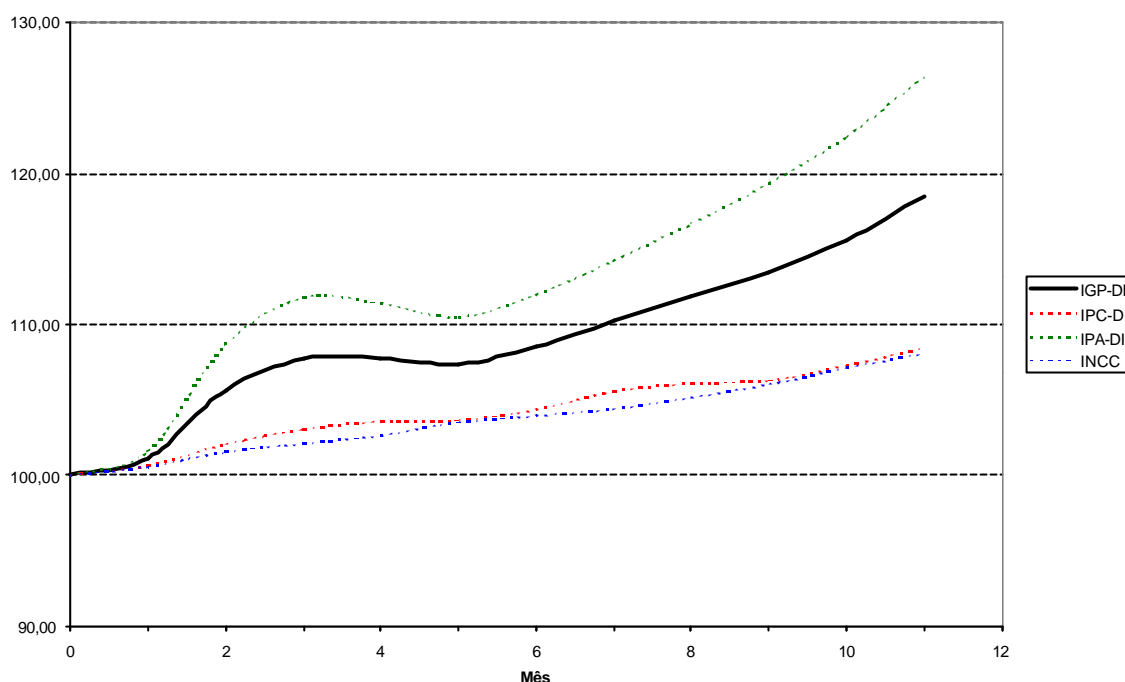
Fonte: Elaboração própria a partir de dados publicados Planeta Dinheiro.

3.2.2 Índices de Preços ao Consumidor e no Atacado

Uma das principais preocupações do mercado e do Governo com relação aos índices de preços diz respeito à assimilação, pelos índices de preços ao consumidor, dos reajustes observados nos preços no atacado, em função da apreciação cambial. Alguns analistas acreditam que o realinhamento dos preços relativos em função da desvalorização cambial de janeiro de 1999 ainda não totalmente absorvido pelos índices de inflação do consumidor final, que estaria pressionando os índices de durante o final de 1999 e o ano 2000.

Os analistas do Unibanco Asset Management, por exemplo, assinalam sua preocupação com os ajustes internos na cadeia de produção, uma vez que os bens *tradables* (aqueles cuja referência de preço é o mercado internacional e que se tornaram mais caros após a desvalorização cambial), artificialmente baratos no período da sobrevalorização cambial, tornaram-se mais caros em relação aos bens *não-tradables*. Isto implica uma previsão, por parte dos analistas da instituição, de um IPA-DI entre 25% e 26% contra um IPC-DI entre 9% e 10% para 1999. Com efeito, os índices divulgados até 23 de dezembro indicam que a alta do IGP-DI deve-se essencialmente a aumentos significativos no IPA-DI, conforme evidencia a Figura 3 abaixo:

Figura 3: IGP-DI (Jan/99 = 100)



Fonte: Planeta Dinheiro

Na mesma direção, os analistas do Banco BBM assinalam que “esta discussão é motivada pelo fato de que os preços no atacado acumularam uma inflação muito maior do que os preços ao consumidor desde a flutuação do Real em janeiro de 1999 (22,8% e 6,58%, respectivamente), e esta diferença tenderia a se estreitar – ou mesmo desaparecer. Embora acreditemos que ainda haja espaço para correções nos preços ao consumidor, devido aos aumentos de custos, é natural que haja um IPA acumulado substancialmente mais alto do que o IPC acumulado. Mais de 90% do IPA é composto por bens e serviços comercializáveis nos mercados internacionais, ao passo que os mesmos representam menos de 50% do IPC. Uma desvalorização real significa um aumento no preço dos bens comercializáveis em relação aos não comercializáveis. Portanto, é de se esperar um comportamento diferente para cada índice, dadas as diferenças na composição dos mesmos”.

Ainda que o Governo Federal alegue que as variações de preços observadas no atacado não são totalmente repassadas ao consumidor final (em função essencialmente da demanda ainda desaquecida), é preciso não perder de vista que mesmo a parcela “*não-tradable*” dos índices de preços termina, ainda que com uma certa defasagem, sofrendo os efeitos (positivos ou negativos, conforme o caso) das variações cambiais.

3.2.3 “Core Inflation”

Os impactos dos choques de oferta sobre os índices de inflação têm suscitado a discussão sobre o índice mais adequado a ser utilizado na definição das metas de inflação. O uso da “*core inflation*” se justificaria num regime de meta de inflação visto que expurga movimentos bruscos observados no comportamento da inflação, evitando assim variações bruscas nas taxas de juros que são utilizadas para promover ajustes no nível de preços. Conforme demonstrado pelo ex-presidente do Banco Central Afonso Celso Pastore durante

o VI Encontro Nacional dos Mercados Financeiros¹⁸, a “*core inflation*” calculada para o Brasil teria hoje um comportamento distinto daquele apresentado pelo IPCA. De acordo com Delfim Neto, “quanto mais cedo o BC construir o índice do ‘âmago’, mais cedo libertar-se-á das pressões irresponsáveis do mercado financeiro comandadas pela paranóia dos ‘juristas’”.

Alguns analistas argumentam que no fundo o Banco Central já estaria, ainda que não explicitamente, utilizando o conceito de “*core inflation*”, uma vez que a elevação dos índices de inflação observada nos últimos meses de 1999 não implicou em elevação das taxas de juros.

3.2.4 Tarifas Públicas

Não há dúvidas que um dos principais responsáveis pelos repiques de inflação observados no final de 1999 é o reajuste de tarifas públicas. Essencialmente, o problema reside no fato de que as tarifas estão indexadas ao IGP-M, índice que sofre grande influência dos preços no atacado e, portanto, das variações cambiais (ver Figura 3). Dado que o IGP-M tem sido sistematicamente superior ao IPCA, as tarifas têm sido reajustadas por índices que superam a medida oficial de inflação. A indexação das tarifas públicas ao IGP-M tem sido sistematicamente questionada¹⁹. A bem da verdade, a justificativa, do ponto de vista das concessionárias, é que seria necessário dispor de algum tipo de “*hedge*” cambial, dado que grande parte dos seus passivos é denominada em dólar. Uma vez que seria politicamente inviável indexar as tarifas públicas ao dólar ou mesmo ao IPA, optou-se pelo índice em cuja composição as variações cambiais tivessem maior impacto. O Governo tem, por outro lado, procurado enfatizar que não há perspectivas de aumentos significativos ao longo de 2000 nas tarifas públicas (já que os preços já estariam acomodados aos custos das concessionárias) e que vem sendo estudada a utilização de índices de reajustes alternativos ao IGP-M sempre que juridicamente possível.

3.2.5 Fatores Adicionais e Conclusões

Além dos reajustes no interior da cadeia de produção, o Relatório de Inflação divulgado pelo Banco Central indica que dois fatores seriam preocupantes com relação aos índices de inflação ao longo de 2000:

- A evolução dos preços do petróleo no mercado internacional, que demonstra indícios de manter-se ao longo de 2000;
- O risco de que o crescimento econômico projetado para 2000 possa acarretar uma recomposição mais agressiva das margens de lucro, pressionando os índices de preços.

Por outro lado, a Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda assinala que os choques de oferta já teriam ocorrido em 1999, de modo que o ano 2000 se iniciaria com preços relativos ajustados. Assim, a desvalorização cambial, o ajuste de tarifas de energia elétrica, os choques do petróleo e a entresafra ruim já teriam produzido seus efeitos inflacionários ao longo do ano corrente, indicando expectativas mais otimistas com relação à inflação para 2000.

¹⁸ O evento promovido pela Fundação Getúlio Vargas foi realizado entre os dias 16 e 17 de dezembro de 1999 no Rio de Janeiro.

¹⁹ Delfim Neto, por exemplo, o caracteriza como “um reajuste tarifário descuidado e automático, realizado por meio do IGP-M, o de pior qualidade entre todos os índices que tentam medir as variações dos preços. É incrível que os ‘privatizadores’ só tenham pensado em maximizar as antecipações das receitas de privatização”.

De qualquer forma, é importante ter em mente que com exceção de ajustes no interior das cadeias e de ajustes de curto prazo, a inflação é atualmente a âncora nominal do Plano Real, indicando que, a menos que o Banco Central venha a perder totalmente o controle do processo, a política monetária tende a ser um forte elemento de controle dos níveis de preços.

3.3 Taxa de Juros

A taxa de juros é principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central para perseguir as metas de inflação fixadas para o país em 1999, 2000 e 2001. Para efeito dos cenários aqui estabelecidos serão consideradas a taxa Selic (à qual está atrelada a remuneração dos ativos financeiros do mercado) e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP, que serve de base para fixar a remuneração de financiamentos de longo prazo).

3.3.1 Taxa Selic

Conforme já indicado anteriormente, o Banco Central vem trabalhando com uma taxa de 19%, embora tenha cancelado o seu viés de baixa instituído em outubro e mantido, em novembro e dezembro, o viés neutro.

À parte de questões quase psicológicas do mercado, não parece haver dúvidas de que esta taxa é compatível com a meta de inflação estabelecida pelo Governo, havendo ainda uma certa folga caso o IPCA atinja o teto de 8%. Contudo, ao mesmo tempo em que a maior parte das análises sérias reconhece este fato, é pouco provável que o mercado venha a assimilar taxa de juros inferiores a 17% sem pressões inflacionárias. Por outro lado, o mesmo aspecto psicológico indica que se as projeções de inflação chegarem a valores muito elevados durante o ano (digamos, entre 15% e 20%), é possível que haja uma elevação brusca nas taxas de juros como forma de conter a demanda agregada. Esta consideração é especialmente útil na construção dos cenários heterodoxos apresentados adiante.

3.3.2 Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)²⁰

A TJLP foi originalmente instituída pela Medida Provisória nº 684, de 31.12.94, publicada no Diário Oficial da União em 03.11.94 e mais tarde convertida em Lei (Lei nº 9.365 de 16 de dezembro de 1996), regulamentada sucessivamente pelas Resoluções do Banco Central do Brasil nº 2.121, nº 2.145, nº 2.335 e nº 2.587. Recentemente, com a publicação da Medida Provisória nº 1.921, de 30 de setembro de 1999 e da Resolução do Banco Central do Brasil nº 2.654, também de 30 de setembro de 1999, a TJLP teve sua metodologia de cálculo alterada, passando a estar estreitamente associada às metas de inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional e ao Prêmio de Risco.

De acordo com a metodologia de cálculo instituída pela Medida Provisória nº 1.921 e pela Resolução do Banco Central nº 2.654, a TJLP corresponde ao resultado da soma das seguintes parcelas:

²⁰ Para uma detalhada descrição da TJLP, da sua metodologia de cálculo desde sua instituição e das motivações que têm levado do Governo Federal a modificá-la constantemente, recomenda-se consultar o documento “Taxa de Juros de Longo Prazo: Metodologia de Cálculo e Cenários para 2000” (TD 06/99 de 10/12/99).

- da meta de inflação, calculada *pro rata* para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional; e
- do prêmio de risco, definido pelo Ministro Pedro Malan como sendo uma medida que “incorpora o Risco Brasil, na perspectiva de médio e longo prazo, tal como visto hoje, e a taxa de juro real internacional”. A avaliação do Ministro “é que esse componente de Risco Brasil e taxa de juros real internacional é um número da ordem de seis pontos percentuais”²¹.

Assim, considerando que a meta de inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional para 1999 é de 8% (medido pelo IPCA), de 6% para 2000 e de 4% para 2001, e considerando ainda o prêmio de risco de 6%, a TJLP do último trimestre de 1999 pode ser calculada conforme mostrado na fórmula abaixo:

$$TJLP_{out/nov/dez1999} = \left(\frac{3}{12} \times 8\% + \frac{9}{12} \times 6\% \right) + 6\% = 12,5\% \quad (\text{Eq. 1})$$

De maneira análoga ao cálculo efetuado na seção anterior, a TJLP do primeiro trimestre de 2000 pode ser calculada através da seguinte expressão:

$$TJLP_{jan/fev/mar2000} = \left(\frac{12}{12} \times 6\% \right) + 6\% = 12,0\% \quad (\text{Eq. 1a})$$

Já para o segundo trimestre de 2000, a expressão é a seguinte:

$$TJLP_{abr/mai/jun2000} = \left(\frac{9}{12} \times 6\% + \frac{3}{12} \times 4\% \right) + 6\% = 11,5\% \quad (\text{Eq. 1b})$$

Aplicando esta metodologia para os quatro trimestres de 2000 e para o primeiro trimestre de 2001, são obtidos os seguintes resultados:

Tabela 3: Projeção para a TJLP em 2000

Período	TJLP Projetada
Jan/Mar	12,0%
Abr/Jun	11,5%
Jul/Set	11,0%
Out/Dez	10,5%

Fonte: Elaboração própria.

Seguindo a mesma metodologia, é possível ainda calcular em 10,0% a TJLP do primeiro trimestre de 2001.

Evidentemente, a aderência do modelo à realidade pressupõe os seguintes elementos:

- A metodologia de cálculo da TJLP não será alterada ao longo do período;
- Mantida a metodologia, as metas de inflação fixadas pelo CMN e o prêmio de risco não sofrerão alterações no período.

Embora o próprio BNDES evite estabelecer projeções a respeito de alterações nestes cenários conforme evidenciado no documento Manual da Taxa de Juros de Longo Prazo,

²¹ Transcrição do pronunciamento do ministro Pedro Malan após a reunião do CMN.

onde afirma-se que “esta trajetória, entretanto, poderá ser alterada em função de modificações nos parâmetros (meta de inflação e prêmio de risco) e/ou alterações na própria fórmula de cálculo da TJLP, as quais estão fora da capacidade de previsão do BNDES”²², algumas considerações podem ser feitas a este respeito:

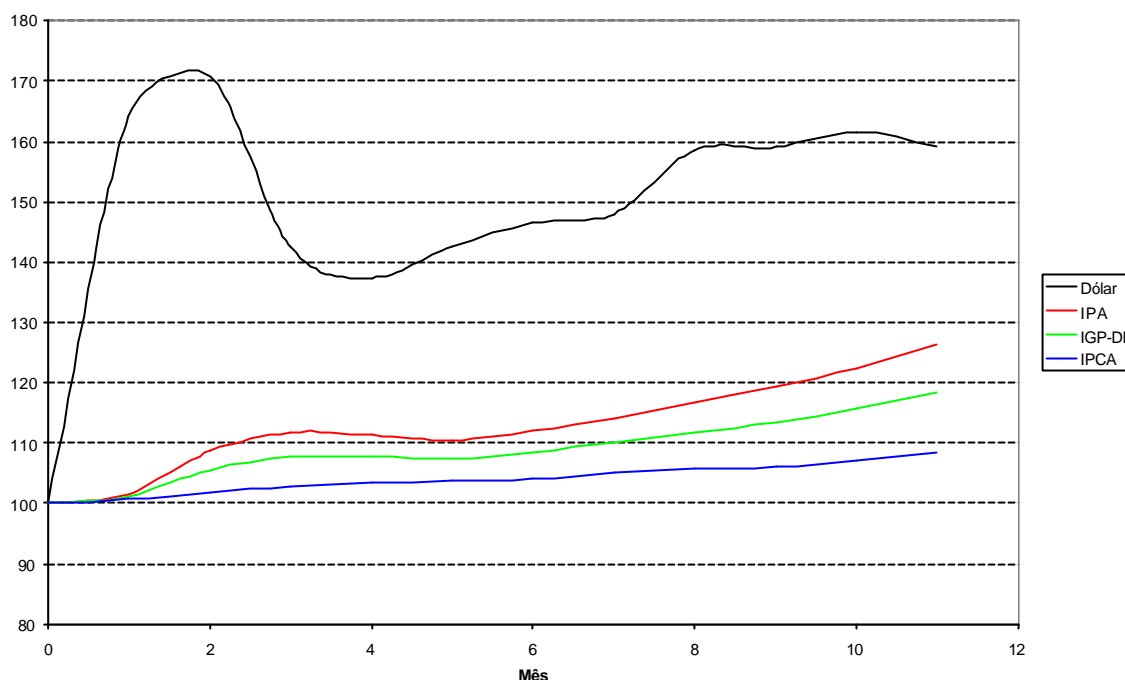
- Alterações na metodologia de cálculo da TJLP não são incomuns. Entretanto, estas alterações caracterizam-se pela tentativa de manutenção da TJLP em níveis compatíveis, porém inferiores, àqueles da taxa SELIC. Vale lembrar que as recentes alterações introduzidas no cálculo da TJLP destinavam-se exatamente a instituir um viés de baixa no seu comportamento, de modo a compatibilizá-la com a trajetória descendente da taxa SELIC ao longo do ano;
- As metas de inflação de 8%, 6% e 4% (com intervalos de tolerância de 2% para mais ou para menos) fixadas para 1999, 2000 e 2001 foram fixadas em Resolução do Banco Central do Brasil a partir de decisão do Conselho Monetário Nacional. Assim, parece haver um razoável nível de flexibilidade para promover alterações nestas metas. Por outro lado, alterações muito significativas nestes valores já estaria associadas a mudanças mais radicais nos rumos da política econômica. Desta forma, só há sentido em projetar a TJLP considerando índices diferentes daquelas fixados na Resolução BACEN 2.615 se as alterações forem relativamente pequenas, dado que se o Banco Central chegar a promover alterações significativas nas metas de inflação é pouco provável que o método de cálculo da TJLP permaneça inalterado;
- O prêmio de risco parece ser uma medida um tanto vaga, fixada pelo Conselho Monetário Nacional com base unicamente em sua percepção a respeito do risco Brasil e “das taxas de juros internacionais”. Parece ser a variável livre do cálculo, permitindo ao Governo promover ajustes na TJLP. As indicações do Governo (inclusive do Presidente da República e do Ministro Malan) apontam uma TJLP de um dígito ainda em 2000. Como parece pouco provável a revisão das metas inflacionárias para baixo, é de se esperar que este ajuste seja feito através do prêmio de risco. As declarações do Ministro Malan são claras no sentido de condicionar uma redução deste número à aprovação das reformas.
- Em caso de alterações relativamente grandes das metas de inflação (ou mesmo na política monetária como um todo), parece ser preferível estimar o comportamento da TJLP como uma função do comportamento das taxas básicas de juros, independentemente de se projetar ou não uma alteração no seu método de cálculo, dado que o Conselho Monetário Nacional dispõe de uma ampla margem de manobra em virtude do fator “prêmio de risco”.

3.4 Taxa de Câmbio

A Figura 4 apresenta o comportamento da taxa de câmbio (R\$/US\$) em 1999. Após a desvalorização cambial, pode-se observar uma brusca elevação da taxa (o chamado “*overshooting*”, semelhante àquilo que ocorreu quando o México e a Coréia do Sul promoveram a desvalorização de suas moedas). Há fortes indícios de que o processo de flexibilização cambial do Brasil foi menos custoso do que aquele observado em outras economias emergentes. Com efeito, não apenas México e Coréia do Sul apresentaram taxas de crescimento do PIB negativas nos anos subsequentes à desvalorização como também o “*pass through*”, isto é, o repasse da variação cambial aos preços domésticos, foi superior àquele observado no Brasil, conforme evidenciado na Figura 4 abaixo:

²² Manual da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) AF/DEPOL – Editado em Novembro de 1999, p. 5.

Figura 4: Taxa de Câmbio e Índices de Preços (Jan/99 = 100)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central e Dinheiro Vivo.

A despeito deste fato, o câmbio pareceu disparar nos final de 1999, quando já se considerava superado o “overshooting” inicial, contrariando os modelos de paridade. A maior parte das análises disponíveis atribui esta elevação à não intervenção do Banco Central no mercado de câmbio por um longo período (em virtude de compromisso assumido com o FMI de permitir a livre flutuação cambial). Pode-se constatar, entretanto, que após a adoção de um sistema de flutuação suja (isto é, com eventuais intervenções do Banco Central no mercado de câmbio no sentido de acalmá-lo em momentos de nervosismo) as taxas de câmbio passaram a apresentar um comportamento menos errático, tendo convergido para o intervalo R\$ 1,80 a R\$ 1,85 no final de dezembro de 1999²³. Este cenário permite projeções mais estáveis para a taxa de câmbio ao longo do próximo ano. Conforme publicado na Dinheiro Vivo de 27/12/99, “O mercado financeiro está trabalhando com a expectativa de que o preço do dólar tenha variações menos bruscas em 2000, depois das oscilações bruscas da moeda em 99. Considerando pequenos desvios para cima e para baixo, a cotação da moeda deve transitar entre R\$ 1,80 e R\$ 1,90 durante o próximo ano. Depois do vaivém do câmbio em 99, o intervalo de flutuação previsto para 2000 é relativamente estreito”.

4 Cenários Propostos

Com base nas discussões apresentadas ao longo deste documento, são os seguintes os cenários propostos para o ano 2000:

²³ É interessante observar que a intervenção do Banco Central foi relativamente pequena no mercado de câmbio, indicando que a elevação da taxa vinha ocorrendo muito mais em função das expectativas do mercado do que propriamente em função dos modelos de paridade.

Tabela 4: Cenários Propostos

	Cenário Otimista	Cenário Base-Otimista	Cenário Base	Cenário Base Pessimista	Cenário Pessimista	Cenário Heterodoxo 1	Cenário Heterodoxo 2
Taxa de Crescimento do PIB (% ao ano)	5,0%	4,0%	3,2%	2,0%	1,0%	0,0%	-1,0%
Inflação (IPCA, % ao ano)	8%	8%	7%	10%	15%	20%	30%
Taxa de Juros (SELIC média, % ao ano)	15%	17%	17%	22%	27%	30%	45%
TJLP							
1º Trimestre	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
2º Trimestre	11,00%	11,25%	11,50%	12,00%	13,00%	15,00%	17,00%
3º Trimestre	10,00%	10,50%	11,00%	12,00%	14,00%	18,00%	23,00%
4º Trimestre	9,00%	9,75%	10,50%	12,00%	15,00%	21,00%	28,00%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	1,80	1,90	1,90	2,20	2,50	2,60	3,00

Fonte: Elaboração própria.

Antes de prosseguir a discussão sobre os cenários propostos, convém ressaltar três aspectos de natureza metodológica já mencionados neste documento:

- A taxa de crescimento do PIB será considerada o elemento balizador dos cenários “otimista” e “pessimista”, ainda que não se deva perder de vista que os termos podem ter o seu sentido invertido quando da análise de um projeto específico que apresente um comportamento melhor no chamado cenário pessimista (seja em virtude de uma elasticidade-renda negativa dos seus produtos, seja em virtude de benefícios decorrentes de taxas de câmbio favoráveis, por exemplo).
- Os Cenários Heterodoxos devem ser entendidos como aqueles que prevêem a ocorrência de eventos que provocariam alterações drásticas sobre as variáveis macroeconômicas analisadas.

Tendo em vista estes aspectos, as subseções seguintes apresentam uma breve justificativa para a proposição de cada um dos cenários.

4.1 *Cenário Base*

Trata-se de um cenário um pouco mais conservador do que aquele indicado pelo Governo Federal. Com efeito, considerou-se uma taxa de crescimento do PIB de 3,2% (abaixo da taxa de 4% prevista pelo Banco Central) e projetou-se um IPCA de 7%, um pouco acima do indicado pelo Banco Central (6%), embora ainda dentro do intervalo de tolerância fixado pela Resolução nº 2.615 do Banco Central. A taxa SELIC média foi estimada em 17%, o que significa uma pequena redução da taxa atual de 19%. Esta estimativa baseia-se mais num horizonte de pequenas tensões entre o Banco Central e o mercado, o que acabaria levando o primeiro a fixar taxas um pouco acima daquelas de equilíbrio para conter eventuais pressões inflacionárias, do que propriamente em modelos macroeconômicos puros. A Tabela 5 abaixo projeta o comportamento da TJLP ao longo do ano:

Tabela 5: Projeção para a TJLP em 2000 – Cenário Base

Período	Meta IPCA ¹	Prêmio de Risco	TJLP Projetada
Jan/Mar	6,0%	6,0%	12,0%
Abr/Jun	5,5%	6,0%	11,5%
Jul/Set	5,0%	6,0%	11,0%
Out/Dez	4,5%	6,0%	10,5%

¹ Média ponderada dos 12 meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa (inclusive).

Fonte: Elaboração própria.

Assim, admite-se que não haverá revisão das metas de inflação ao longo do ano e projeta-se a manutenção do prêmio de risco no seu patamar atual. Neste cenário, estima-se uma taxa de câmbio de R\$ 1,90 por dólar ao final do ano. O cenário político prevê uma tendência de crescimento dos índices de popularidade do Governo levando a um arrefecimento da resistência do Congresso à tramitação das reformas.

4.2 Cenário Base Otimista

Trata-se essencialmente o cenário anunciado pelo Governo Federal. Projeta-se, assim, uma taxa de crescimento do PIB de 4,0%. Esta condição somente seria viável caso as tensões entre o Banco Central e os agentes econômicos se mantivessem arrefecidas ao longo do ano e houvesse um aumento da massa salarial real. Ainda assim, por conta do aquecimento no consumo motivado por taxas de crescimento relativamente elevadas, projeta-se um índice de inflação medido pelo IPCA de 8%, que corresponde ao teto fixado pelas projeções do Banco Central. Ainda que este cenário pressuponha uma atuação mais arrojada do Banco Central na redução das taxas de juros, projeta-se uma taxa Selic média ao longo do ano de 17,0% (idêntica, portanto, àquela do Cenário Base em termos nominais, mas um pouco inferior em termos reais, já que a inflação prevista no Cenário Base Otimista é um pouco superior àquela do cenário base). As projeções para a TJLP neste cenário correspondem aos anseios do Governo, isto é, resultariam numa TJLP de um dígito ao final do ano, conforme evidenciado pela Tabela 6 abaixo²⁴:

Tabela 6: Projeção para a TJLP em 2000 – Cenário Base Otimista

Período	Meta IPCA ¹	Prêmio de Risco	TJLP Projetada
Jan/Mar	6,0%	6,00%	12,00%
Abr/Jun	5,5%	5,75%	11,25%
Jul/Set	5,0%	5,50%	10,50%
Out/Dez	4,5%	5,25%	9,75%

¹ Média ponderada dos 12 meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa (inclusive).

Fonte: Elaboração própria.

A taxa de câmbio projetada neste cenário é de R\$ 1,90 por dólar ao final do ano.

4.3 Cenário Otimista

Trata-se de um cenário que estabelece uma taxa de crescimento do PIB superior àquela esperada pelo Governo (ou seja, 5,0%), motivada por sinais inequívocos de controle inflacionário que permitiriam a fixação de taxas de juros um pouco menores. Assim, estima-se uma inflação de 8% (correspondente ao teto fixado pelo Governo Federal) e uma taxa Selic média ao longo do ano de 15%. Este ambiente favorável permitiria ao Governo reduzir o Prêmio de Risco ao longo do até atingir uma TJLP de no último trimestre do ano, conforme mostrado na Tabela 7 abaixo:

²⁴ A redução da TJLP seria obtida através de progressiva redução do Prêmio de Risco.

Tabela 7: Projeção para a TJLP em 2000 – Cenário Otimista

Período	Meta IPCA ¹	Prêmio de Risco	TJLP Projetada
Jan/Mar	6,0%	6,0%	12,0%
Abr/Jun	5,5%	5,5%	11,0%
Jul/Set	5,0%	5,0%	10,0%
Out/Dez	4,5%	4,5%	9,0%

¹ Média ponderada dos 12 meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa (inclusive).

Fonte: Elaboração própria.

As menores oportunidades de arbitragem e a confiança do mercado tenderiam a levar a taxa de câmbio a níveis levemente inferiores aos atuais, embora se projete uma inflação ligeiramente superior àquela do Cenário Base. Assim, prevê-se uma taxa de câmbio de R\$ 1,80 por dólar. Neste cenário, a euforia motivada por taxas de crescimento elevadas sem prejuízo do controle inflacionário criariam um ambiente propício para a continuidade da tramitação das reformas no Congresso, sendo as eleições municipais fortemente favoráveis ao Governo Federal.

4.4 Cenário Base Pessimista

O fato gerador mais importante deste cenário seriam pressões internas de remarcação de preços no início do ano. Sua ocorrência parece estreitamente associada à indicação de elevados índices de inflação no primeiro semestre de 2000²⁵. Neste caso, é esperada uma elevação da taxa Selic como forma de conter a oferta de moeda e manter a inflação sob controle. Assim, não se deve perder de vista que os indicadores tenderiam a apresentar maiores níveis de oscilação neste cenário. Acredita-se que a elevação da taxa Selic terá efeitos perversos sobre a taxa de crescimento do PIB, que, a despeito dos elementos favoráveis que se descortinam para o próximo ano, poderia, neste caso, atingir o patamar de 2%, que pode ser considerado tímido em relação às condições externas indicativas de crescimento da economia mundial. Neste cenário o Governo teria reduzida margem de manobra para reduzir a TJLP, sendo esperado um ajuste progressivo no prêmio de risco de tal forma que a taxa se mantivesse constante em termos nominais ao longo do ano. Tanto as pressões inflacionárias como a desconfiança do mercado tenderiam a elevar a taxa de câmbio para níveis próximos de R\$ 2,20 por dólar. O Governo atuaria no sentido de preservar o seu maior patrimônio político, isto é, a manutenção do controle inflacionário, ainda que isto significasse a postergação de crescimento e a manutenção das taxas atuais de desemprego. Neste contexto, a tramitação das reformas seria dificultada por índices de popularidade estabilizados na baixa, sendo esperado ainda o fortalecimento da oposição nas eleições municipais.

4.5 Cenário Pessimista

Trata-se essencialmente do agravamento do Cenário Base Pessimista, motivado por índices de inflação ainda mais elevados no início do ano. Seria assim um cenário ainda mais instável, uma vez que os índices de preços elevados no início do ano forçariam o Governo a elevar bruscamente a taxa Selic, restringindo ainda mais o crescimento do PIB (estimado em apenas 1,0% neste cenário). Estima-se ainda uma elevação da TJLP nominal (em virtude inclusive dos elevados índices de inflação que forçariam o Governo a elevar a taxa para evitar uma taxa real negativa) e as incertezas do mercado quando ao comportamento da economia provocariam uma maior procura por moeda estrangeira, elevando a taxa de câmbio para R\$ 2,50 por dólar.

²⁵ Uma vez que historicamente os índices de inflação no primeiro trimestre costumam ser menores, acredita-se que estas pressões tenderiam a ocorrer no segundo trimestre de 2000.

4.6 Cenários Heterodoxos

Trata-se de cenários que consideram a ocorrência de diversos tipos de crises externas. Assim, estariam apoiados, por exemplo, no aprofundamento da crise argentina no início da gestão De la Rúa motivando a fuga em massa de capitais da América Latina. Neste caso, o Governo seria forçado a adotar medidas de atração de capitais que estariam fortemente atreladas a uma elevação das taxas de juros, implicando uma taxa SELIC média da ordem de 30% no ano (Cenário Heterodoxo 1) ou de 45% ao ano (Cenário Heterodoxo 2). Por conta da reduzida oferta de moeda estrangeira haveria uma elevação da taxa de câmbio com conseqüentes pressões inflacionárias, a despeito do elevado custo do dinheiro. No Cenário Heterodoxo 1 não se projeta uma contração do PIB, embora a manutenção do atual patamar signifique uma redução do PIB per capita, enquanto que o Cenário Heterodoxo 2 prevê uma taxa de crescimento do PIB negativa (-2,0%). A fuga de capitais, reduzindo a oferta, e o elevado nível de incerteza, aumentando a demanda por dólares tenderiam a elevar a taxa de câmbio a R\$ 2,60 por dólar (Cenário Heterodoxo 1) e R\$ 3,00 por dólar (Cenário Heterodoxo 2). Estes cenários seriam marcados por uma forte contração do apoio do Congresso à tramitação das reformas em virtude dos baixos níveis de popularidade do Governo e das eleições municipais, caracterizando uma situação de instabilidade política.

5 Anexos

5.1 Anexo 1: Rotina de Elaboração dos Cenários

São as seguintes as etapas propostas envolvidas com a elaboração de cenários para o Desenbanco:

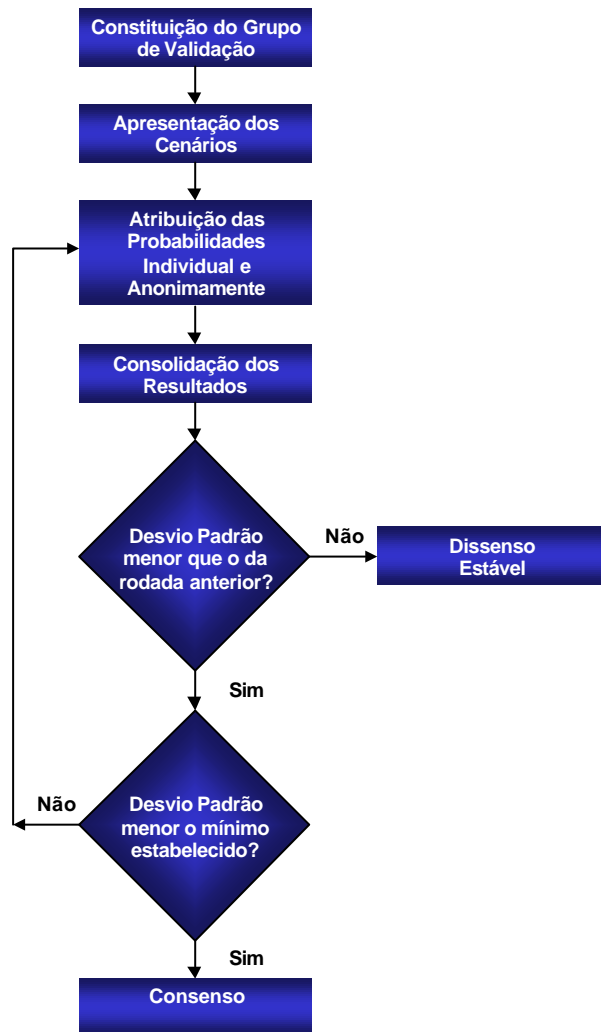
- O Setor de Estudos Econômicos, com base em informações conjunturais recolhidas na imprensa e junto a outras instituições, elabora trimestralmente uma proposta de sete cenários macroeconômicos assim estruturada: Cenário Otimista, Cenário Atual Otimista, Cenário Atual, Cenário Atual Pessimista, Cenário Pessimista e dois Cenários Heterodoxos.
- É convocada uma reunião trimestral para apresentação destes cenários a uma equipe previamente definida pelo Desenbanco²⁶. Durante esta reunião, os cenários poderão sofrer ajustes de acordo com sugestões do grupo.
- Em seguida, durante o mesmo encontro, os representantes atribuem individualmente probabilidades de ocorrência para cada cenário. Estas probabilidades são consolidadas utilizando-se o Método Delphi²⁷ e, após tantas rodadas quantas necessárias, são obtidas as probabilidades de ocorrência de cada cenário validadas pela equipe do Desenbanco.
- Mensalmente, o Setor de Estudos Econômicos procederá à manutenção dos cenários estabelecidos, ajustando-os e divulgando, através de boletim específico, os resultados obtidos.
- Em caso de ocorrência de eventos totalmente inesperados e de grande impacto sobre as variáveis que compõem os cenários, pode-se convocar extraordinariamente o Grupo de Validação para aplicação do Método Delphi.

²⁶ Aqui denominado “Grupo de Validação”.

²⁷ A Rotina de Aplicação do Método Delphi está apresentada no Anexo 2 deste documento.

5.2 Anexo 2: Rotina de Aplicação do Método Delphi

Figura 5: Método Delphi



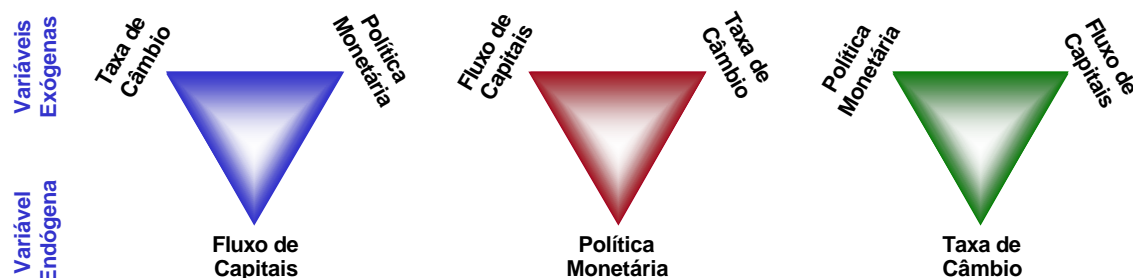
Fonte: Elaboração própria.

5.3 Anexo 3: Trilema Taxa de Câmbio, Política Monetária e Fluxo de Capitais

É interessante observar que no regime de câmbio fixo o Governo emprega os instrumentos de política monetária para controlar o preço do ativo moeda estrangeira (no período recente) ou mesmo onça de ouro (durante a vigência do padrão ouro). No regime de meta de inflação, o controle é feito sobre uma cesta de ativos, alguns dos quais sob efeito direto das taxas de câmbio, e outros não. É interessante observar que num caso extremo no qual o índice de inflação fosse unicamente ancorado em ativos com preços denominados em dólar a meta de inflação e o regime de câmbio fixo corresponderiam virtualmente à mesma meta.

A bem da verdade, os livros-texto de macroeconomia assinalam a impossibilidade de se fixar simultaneamente a taxa de câmbio e a política monetária em regime de livre fluxo de capitais, conforme indicado no diagrama abaixo:

Figura 6: Taxa de Câmbio, Política Monetária e Fluxo de Capitais



Fonte: Elaboração própria.

A lógica desta “trindade nada santa” na definição de Paul Krugman é que caso não houvesse uma relação entre estas variáveis, seria possível contrair um empréstimo num país cuja taxa de juros fosse menor, converter este montante em moeda estrangeira, aplicá-lo no país onde a taxa de juros fosse maior, resgatar a aplicação, reconverter o saldo final em moeda local pagando o principal e juros obtendo ainda uma vantagem adicional resultante da arbitragem. Desta forma, no caso da Argentina, por exemplo, a oferta de moeda é endógena, resultado direto do fato de haver uma taxa de câmbio fixa e um livre fluxo de capitais. Já no caso do México é a taxa de câmbio a variável endógena, permitindo maior liberdade na fixação da política monetária. Assim, as elevadas taxas de juros que vinham sendo praticadas no Brasil até janeiro deste ano puderam ser flexibilizadas graças à flutuação cambial.

5.4 Anexo 4: Res. BACEN nº 2.615

RESOLUCAO N. 002615

Fixa as metas para a inflacao e seus respectivos intervalos de tolerancia, bem como o indice de precos a que se aplicam, para os anos 2001, 2000 e 1999.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do Art. 9º da Lei no 4.595, de 31 de dezembro de 1964, torna publico que o Conselho Monetario Nacional, em sessao realizada em 30 de junho de 1999, tendo em vista o disposto no Decreto no 3.088, de 21 de junho de 1999,

R E S O L V E U:

Art. 1. Determinar que o indice de precos relacionado as metas para a inflacao, referido no art. 1., Paragrafo 1., do Decreto no 3.088, de 21 de junho de 1999, e o Indice de Precos ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatistica (IBGE).

Paragrafo unico. O Conselho Monetario Nacional, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda, determinara indice substituto eventual, na impossibilidade de se aferir o indice de que trata o "caput" deste artigo.

Art. 2. Fixar as seguintes metas para a inflacao, juntamente com os seus intervalos de tolerancia, de acordo com o art. 1º, Paragrafo 2., do Decreto n. 3.088, de 21 de junho de 1999:

I - para ano 2001: 4 %, com intervalo de tolerancia de menos 2 % e de mais 2 %.

II - para ano 2000: 6 %, com intervalo de tolerancia de menos 2 % e de mais 2 %; e

III - para ano 1999: 8 %, com intervalo de tolerancia de menos 2 % e de mais 2 %;

Art. 3. Determinar ao Banco Central do Brasil a efetivacao das necessarias modificacoes em regulamentos e normas, visando a execucao do contido nesta Resolucao.

Art. 4. Esta Resolucao entra em vigor na data de sua publicacao.

Brasilia, 30 de junho de 1999

Arminio Fraga Neto
Presidente

5.5 Anexo 5: Definições dos Índices de Inflação

5.5.1 IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Ampliado)

Índice calculado pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) com o objetivo de corrigir os balanços e demonstrações financeiras trimestrais e semestrais das companhias abertas.

O universo de pesquisa é composta de pessoas que ganham de 1 a 40 salários mínimos nas regiões metropolitanas do Rio de Janeiro, Porto Alegre, Belo Horizonte, Recife, São Paulo, Belém, Fortaleza, Salvador e Curitiba, além do Distrito Federal e do Município de Goiânia. A composição dos grupos de despesas para o cálculo do índice é o seguinte: Alimentação (25,21%), Artigos de Residência (8,09%), Habitação (10,91%), Transportes e Comunicação (18,77%), Vestuário (12,49%), Saúde e Cuidados Pessoais (8,85%) e Despesas Pessoais (15,68%). O período de coleta vai do primeiro dia do mês ao último dia do mês de referência e a divulgação ocorre próxima ao dia 15 do mês posterior.

5.5.2 IGP-DI (Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna)

Este índice se refere ao mês “cheio”, ou seja, o período de coleta vai do primeiro ao último dia do mês de referência e a divulgação ocorre próxima ao dia 20 do mês posterior. O IGP-DI foi criado com o objetivo de balizar o comportamento de preços em geral na economia. É composto pelos seguintes fatores:

- Índice de Preços no Atacado (IPA) - onde entram preços praticados do mercado atacadista e representa 60 % do IGP-DI.
- Índice de Preços ao Consumidor (IPC) - a coleta de dados ocorre nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro dentre as famílias que tem uma renda de 1 a 33 salários mínimos). Representa 30 % do IGP-DI.
- Índice Nacional de Construção Civil (INCC) - onde são avaliados os preços no setor de construção civil, não só de materiais como de mão-de-obra. representa 10 % do IGP-DI.

5.5.3 IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado)

A coleta do IGP-M é efetuada entre o dia 21 do mês anterior ao dia 20 do mês de referência. A cada decênio do período de coleta ocorrem divulgações de prévias. O IGP-M foi criado com o objetivo de se possuir um indicador confiável para as operações financeiras, especialmente as de longo prazo, sendo utilizado para correções de Notas do Tesouro Nacional (NTN) dos tipos B e C e para os CDB pós fixados com prazos acima de um ano. É composto pelos mesmos fatores do IGP-M.

5.5.4 IPC (Índice de Preços ao Consumidor)

Índice de preços ao consumidor medido na cidade de São Paulo com o universo de pessoas que ganham de 2 a 6 salários mínimos. A composição dos grupos de despesas para o cálculo do índice é o seguinte: Alimentação (30,81%), Despesas Pessoais (12,52%), Habitação (26,52%), Transportes (12,97%), Vestuário (8,65%), Saúde e Cuidados Pessoais (4,58%) e Educação (3,95%).

O índice é calculado pela FIPE - uma instituição de pesquisa ligada à Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (USP) e foi criado pela

Prefeitura do Município de São Paulo com o objetivo de reajustar os salários dos servidores municipais.

O período de coleta vai desde o primeiro dia de cada mês até o último dia do mesmo e a divulgação ocorre próximo ao dia 10 do mês subsequente ao da coleta. Semanalmente ocorrem divulgações prévias, chamadas *quadrissemanais* que simplesmente comparam os preços das últimas quatro semanas apuradas, em relação às quatro semanas imediatamente anteriores, auferindo um índice mensalisado para cada semana do mês.

5.5.5 INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor)

Índice calculado pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) com o objetivo de balizar os reajustes de salário. O universo de pesquisa é composta de pessoas que ganham de 1 a 8 salários mínimos nas regiões metropolitanas do Rio de Janeiro, Porto Alegre, Belo Horizonte, Recife, São Paulo, Belém, Fortaleza, Salvador e Curitiba, além do Distrito Federal e do Município de Goiânia. A composição dos grupos de despesas para o cálculo do índice é o seguinte: Alimentação (33,10%), Artigos de Residência (8,85%), Habitação (12,53%), Transportes e Comunicação (11,44%), Vestuário (13,16%), Saúde e Cuidados Pessoais (7,56%) e Despesas Pessoais (13,36%). O período de coleta vai do primeiro dia do mês ao último dia do mês de referência e a divulgação ocorre próxima ao dia 15 do mês posterior.

5.5.6 ICV - Dieese (Índice de Custo de Vida)

Com o universo de pessoas que ganham de 1 a 30 salários mínimos. A composição dos grupos de despesas para o cálculo do índice é o seguinte: Alimentação (28,13%), Habitação (22,47%), Transportes (19,30%), Comunicação (1,23%), Vestuário (6,94%), Assist. Saúde e Higiene (4,95%), Educação e Cultura (4,80%), Equipamentos Domesticos (4,49%), Recreação e Fumo (3,99%), Limpeza Domestica (1,19%), Higiene Pessoal (2,14%) e Despesas Diversas (0,37).

O índice é calculado pelo DIEESE, com o objetivo de atender à necessidade de diversos sindicatos de auferir o custo de vida no município de São Paulo.

O período de coleta vai do primeiro ao último dia do mês civil, a divulgação ocorre próximo ao dia 10 do mês posterior.

5.6 Anexo 6: Resultados Preliminares da Metodologia Delphi

Em 29/12/99 foi realizada uma rodada preliminar da metodologia Delphi para atribuição de probabilidades de ocorrências aos cenários propostos. Foram os seguintes os resultados obtidos:

Tabela 8: Primeira Rodada

	C1	C2	C3	C4	C5	C6	C7	S
1	5,0%	10,0%	56,0%	20,0%	5,0%	3,0%	1,0%	100,0%
2	1,0%	10,0%	50,0%	30,0%	5,0%	2,0%	2,0%	100,0%
3	5,0%	5,0%	30,0%	30,0%	20,0%	5,0%	5,0%	100,0%
4	0,0%	20,0%	50,0%	20,0%	5,0%	5,0%	0,0%	100,0%
Média	2,8%	11,3%	46,5%	25,0%	8,8%	3,8%	2,0%	100,0%
Desvio	2,6%	6,3%	11,4%	5,8%	7,5%	1,5%	2,2%	0,0%
x+σ	5,4%	17,5%	57,9%	30,8%	16,3%	5,3%	4,2%	100,0%
x-σ	0,1%	5,0%	35,1%	19,2%	1,3%	2,3%	-0,2%	100,0%
Máximo	5,0%	20,0%	56,0%	30,0%	20,0%	5,0%	5,0%	100,0%
Mínimo	0,0%	5,0%	30,0%	20,0%	5,0%	2,0%	0,0%	100,0%

Desvio Médio do Grupo 5,3%

Tabela 9: Segunda Rodada

	C1	C2	C3	C4	C5	C6	C7	S
1	5,0%	10,0%	56,0%	20,0%	5,0%	3,0%	1,0%	100,0%
2	1,0%	10,0%	50,0%	30,0%	5,0%	2,0%	2,0%	100,0%
3	5,0%	5,0%	30,0%	35,0%	15,0%	5,0%	5,0%	100,0%
4	0,0%	20,0%	50,0%	20,0%	5,0%	5,0%	0,0%	100,0%
Média	2,8%	11,3%	46,5%	26,3%	7,5%	3,8%	2,0%	100,0%
Desvio	2,6%	6,3%	11,4%	7,5%	5,0%	1,5%	2,2%	0,0%
x+σ	5,4%	17,5%	57,9%	33,8%	12,5%	5,3%	4,2%	100,0%
x-σ	0,1%	5,0%	35,1%	18,8%	2,5%	2,3%	-0,2%	100,0%
Máximo	5,0%	20,0%	56,0%	35,0%	15,0%	5,0%	5,0%	100,0%
Mínimo	0,0%	5,0%	30,0%	20,0%	5,0%	2,0%	0,0%	100,0%

Desvio Médio do Grupo 5,2%

Conforme se pode verificar, os desvio observado já na primeira rodada foi relativamente pequeno, tendo-se reduzido um pouco na segunda rodada. Assim, podem ser consideradas, preliminarmente, as seguintes probabilidades para cada cenário:

	Cenário Otimista	Cenário Base Otimista	Cenário Base	Cenário Base Pessimista	Cenário Pessimista	Cenário Heterodoxo 1	Cenário Heterodoxo 2
Média	2,8%	11,3%	46,5%	26,3%	7,5%	3,8%	2,0%