

Cenários 2001-2002: Juros, Inflação e Câmbio¹

Marcos Augusto Ferreira
Ricardo Cavalcante

Sumário

1	INTRODUÇÃO	1
2	METODOLOGIA	2
3	ASPECTOS CONJUNTURAS	2
3.1	ECONOMIA AMERICANA.....	2
3.2	ARGENTINA.....	3
3.3	CRISE POLÍTICA.....	3
3.4	PRESSÕES INFLACIONÁRIAS E POLÍTICA MONETÁRIA.....	3
3.5	RACIONAMENTO DE ENERGIA.....	4
4	DADOS OBTIDOS	5
4.1	INFLAÇÃO.....	5
4.2	TAXA DE JUROS (SELIC)	6
4.3	TAXA DE CÂMBIO (R\$/US\$).....	7
5	CONSOLIDAÇÃO DOS CENÁRIOS.....	7
5.1	INFLAÇÃO.....	7
5.2	JUROS (SELIC)	9
5.3	TAXA DE CÂMBIO (R\$/US\$).....	10
6	CONCLUSÃO E CENÁRIOS PROPOSTOS	11

1 Introdução

O presente documento apresenta cenários macroeconômicos referentes ao período 2001-2002 para a inflação medida pelo IGP-M, a taxa de juros SELIC e a taxa de câmbio a cada trimestre.

Para fornecer elementos para o julgamento dos cenários propostos, este documento apresenta, na seção seguinte, uma breve descrição da metodologia empregada na pesquisa (Seção 2); em seguida, são discutidos os aspectos conjunturais de maior relevância (Seção 3) para então serem apresentadas as estimativas coletadas (Seção 4). A Seção 5 apresenta a

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

consolidação e compatibilização dos dados e, por fim, a Seção 6 apresenta o conjunto de cenários pospostos pelo Desenbanco a partir da análise do material coletado.

2 Metodologia

Foram pesquisados cenários e projeções para Inflação (IGP-M e IGP-DI), Juros (Selic) e Dólar através da internet nas seguintes instituições:

- Banco Icatu;
- Banco BBA;
- Banco Santander;
- Banco Fator;
- Banco Opportunity;
- Banco HSBC;
- Banco CCF;
- Bank Boston;
- Sul América;
- Unibanco;
- Citibank;
- Banco Sudameris;
- Macrométrica;
- Zig Zag Zone (projeções dos bancos Citibank, Sudameris, CCF e Dresdner)

Foram encontradas e consideradas na análise subsequente as projeções apresentadas pelos bancos BBA, Fator, HSBC e, através do site Zig Zag Zone, pelos bancos Citibank, Sudameris, CCF e Dresdner Asset Management.

A metodologia de apresentação dos dados difere entre as instituições. Algumas projeções são apresentadas mensalmente, outras trimestralmente e outras anualmente. Além disso, algumas instituições não apresentaram projeções para o ano de 2002. O indicador utilizado para apresentação das projeções de inflação e juros também difere entre as instituições; ainda, a referência para o cálculo da taxa de juros – se se refere à média anual ou à taxa projetada para o fim do período – nem sempre é explícita. Neste sentido foi necessário ajustar os dados para que se pudesse dispor de projeções compatíveis entre si.

3 Aspectos Conjunturais

Esta seção destaca os principais aspectos conjunturais para dar suporte à formulação de expectativas para juros, inflação e câmbio. São destacados abaixo o atual quadro de recessão da economia norte-americana, a crise econômica na Argentina, a crise política brasileira, as pressões internas sobre o câmbio e sobre a inflação, bem como a possível turbulência do período pré-eleição presidencial.

3.1 Economia Americana

Os indicadores da economia norte-americana continuam a preocupar. O PIB dos Estados Unidos cresceu apenas 1,2% no primeiro trimestre, bem abaixo dos 2% previstos inicialmente. Houve redução dos gastos das empresas e consumidores, levando a uma das mais fortes correções de estoques dos últimos anos no país. Por outro lado, o processo de queima de estoques nos EUA começa a afetar outras economias, a desaceleração estendeu-se aos parceiros comerciais norte-americanos, com destaque para a Alemanha, os países do

Sudeste asiático e o México. As principais medidas adotadas para combater o esfriamento da economia norte-americana foram: a) as seis reduções, neste ano, na meta da taxa referencial de juros, atingindo 3,75%, a menor taxa já estabelecida em sete anos e b) a aprovação, pelo Congresso americano, da injeção de US\$ 40 bilhões via restituição de impostos aos contribuintes nos próximos dois meses e meio, dentro de um pacote de redução tributária que chegará a US\$ 1,35 trilhão.

3.2 Argentina

A crise desencadeada na Argentina tem duas vertentes: uma econômica e outra política. A primeira assenta-se no fato de que o modelo econômico argentino impede a retomada do crescimento. O regime de currency board e do câmbio fixo em momentos de crise, quando aumenta a preferência dos agentes econômicos por dólares, levam à contração monetária e à recessão. Acrescente-se a isso a valorização do dólar em relação às moedas dos principais parceiros comerciais argentinos agravando a tendência à recessão. Assim, a crise na Argentina tende a aumentar o risco de crédito brasileiro pelo efeito-contágio implicando em taxa de juros e depreciação cambial maiores que as estabelecidas em meados do ano passado. Acrescente-se a isso a indefinição quanto à proposta lançada em abril para flexibilização do regime cambial, o que gerou nervosismo e desconfiança dos mercados. A segunda vertente da crise diz respeito à situação de deterioração política do presidente Fernando De La Rúa, marcada por brigas políticas internas entre o presidente e os governadores das províncias, além das declarações sobre a fragilidade de capacidade política e dos boatos e desmentidos sobre a renúncia presidencial.

3.3 Crise Política

No cenário político interno, o governo FHC tem sido marcado, particularmente no primeiro semestre deste ano, por sucessivas crises e revisão de expectativas, acarretando a reversão da trajetória ascendente de popularidade do presidente, segundo análise da Macroplan². Os fatores determinantes da crise foram essencialmente o rompimento da base governista, com falhas de coordenação política e denúncias entre os membros da aliança; em segundo lugar, o enterro da CPI da corrupção, destacado na mídia pela repercussão negativa na sociedade; em terceiro, a perda de credibilidade da sociedade na competência do governo para administração da questão energética.

3.4 Pressões Inflacionárias e Política Monetária

No tocante às pressões inflacionárias, estas vêm ocorrendo essencialmente em razão de três fatores³:

- O primeiro (e mais relevante até maio deste ano) relacionado à estiagem ocorrida no início do ano corrente, provocando a alta dos preços dos alimentos;
- O segundo fator diz respeito ao reajuste dos preços administrados – telefonia e energia elétrica, neste último caso, agravado pela crise de oferta;
- Por fim, a depreciação cambial acentuada que vem ocorrendo desde o início do ano, gerando a expectativa de elevação dos preços dos bens *tradables*, que já começa a ser sentida com o reajuste nos preços dos combustíveis e seu impacto nas tarifas de transporte.

² Macroplan (2001). 2ª Avaliação dos Cenários para o Brasil 2001-2003.

³ RC Consultores (2001). RC semanal, edição nº 26; Unibanco (2001). Economic Insights, 22/jun.

Alguns fatores, entretanto, tendem a amenizar a alta da inflação, como a retração da demanda agregada no comércio, observada até maio, a intervenção do BC no mercado de câmbio para conter a alta do dólar, bem como o anúncio (ainda esperado) das novas medidas tributárias, cuja expectativa é a de isenção da CPMF no mercado de capitais, o que permitiria atrair capitais estrangeiros e aliviar a pressão sobre o câmbio.

Não há expectativa, segundo analistas da RC Consultores⁴, para redução significativa da taxa SELIC, dada a preocupação do governo em cumprir a meta de inflação que estabelece um teto de 6% para este ano medido pelo IPCA. Com efeito, o Banco Central já reviu sua previsão de inflação anual de 4,8% para 5,8%. A respeito da política a ser implementada pelo Banco Central para combater a elevação cambial e as pressões inflacionárias, em que pese ainda uma certa ambigüidade, vale citar o comentário disponibilizado pela Agência Dinheiro Vivo:

“Nas duas últimas semanas, o BC vendeu US\$ 880 mi para segurar o dólar, sem contar a intervenção da terça-feira, de valor ainda a ser confirmado. Desde o final de junho, o BC está mais agressivo: aumentou a Selic para 18,25%/ano e, um dia depois, Armínio Fraga anunciou pacote para atrair US\$ 10,8 bi para o País, equilibrando contas externas e reduzindo a tensão. Ao mesmo tempo, o BC vendeu US\$ 220 mi no mercado de dólar, e colocou R\$ 4 bi em títulos corrigidos pela variação do câmbio. Neste ano, já foram vendidos R\$ 13,8 bi desses papéis. A adoção do viés de baixa para taxa de juros está definitivamente afastada. O mercado já opera prevendo alta da taxa antes mesmo da próxima reunião do Copom”⁵.

A pressão sobre o câmbio poderá voltar a se agravar à época da sucessão presidencial, em 2002, com o aumento do risco Brasil, na avaliação feita pela Macrométrica⁶, principalmente caso haja expectativa de mudanças significativas de rumos na política econômica em 2003, implementada por um governo com inclinação populista. No caso de turbulência externa no início de 2002, motivada por um cenário de desfecho da crise argentina com flutuação cambial e/ou moratória, aliado a um agravamento da recessão americana, o efeito da pressão sobre o câmbio será ainda maior.

3.5 Racionamento de Energia

A crise de abastecimento de energia elétrica tem atraído a atenção dos economistas. Além da falta de investimentos na década de 90, a escassez de chuvas não corroborou as expectativas pretéritas que consideravam um risco de 5% para a falta de chuvas. Dados publicados pelo BBA Icatu⁷ relevam que o nível dos reservatórios de água na região Sudeste caiu de 66,3%, em 1997 para 46,4%, em 1998 e para 18,1% em 1999, tendo se elevado um pouco para 28,5% em 2000. Neste ano, o nível dos reservatórios nessa região atingiu 32,2% em maio, período historicamente caracterizado como de elevada pluviosidade, tendo os reservatórios atingido, no mesmo período, níveis de 59,4% no ano anterior e 88,8% em 1997.

O plano de racionamento tem como objetivo evitar a aceleração da perda de água nos reservatórios. Caso sejam frustradas as expectativas pluviométricas e o cumprimento das

⁴ RC Consultores (2001). RC Semanal; edição nº 26.

⁵ Disponível na internet, via URL <http://www.dinheirovivo.com.br/gfin/semaforo/semaforo.htm#f5>.

⁶ Macrométrica (2001). Três Cenários para a Economia Brasileira. Disponível na internet, via URL: <http://www.macrometrica.com.br/emacro/imgseguro/redirect.asp?f=Cenarios.htm>

⁷ Morales, Juan Carlos (2001). O Racionamento de Energia. Carta Exclusiva BBA Icatu, nº 12.

metas de consumo pela sociedade, é possível que haja um reajuste tarifário (além das sobretaxas e cortes de energia) para conter o consumo, embora improvável em 2001, em função da meta de inflação, segundo avaliação do BBA Icatu.

Ainda é cedo para fazer prognósticos da crise energética na economia do país, porém sabe-se que o crescimento da economia será bem menor do que o do ano passado. Não há otimismo entre os analistas de mercado quanto à redução do déficit na balança comercial. Se por um lado a redução observada na demanda agregada acarrete diminuição das importações e a depreciação cambial aliada a alta dos juros reforce as exportações, por outro lado, a crise comercial no Mercosul – com a redução de tarifas da Argentina para países de fora do bloco – deverá ter um impacto negativo nas exportações brasileiras. A pressão sobre a inflação do câmbio em alta e do racionamento de energia tem levado o Banco Central a ser conservador. Neste ano, o Copom realizou sucessivas intervenções na taxa de juros, que já se elevou 15,25% para 18,25%. Espera-se ainda, de acordo com avaliação feita pela RC Consultores⁸, uma nova alta da taxa Selic com o objetivo de para induzir os investidores a redirecionarem suas aplicações em dólar para títulos de renda fixa pós-fixados, além do comprometimento do governo com a política monetária estabelecida.

4 Dados Obtidos

4.1 Inflação

A projeção de IGP-DI feita pelo BBA⁹ é de 7,0% para o ano de 2001 e de 4,5% para 2002.

O Banco Fator¹⁰ considera uma projeção de 10,5% e 5,1% para 2001 e 2002, respectivamente, para o IGP-DI; a instituição faz ainda uma projeção trimestral para o IGP-M, conforme a Tabela 1 abaixo:

Tabela 1: IGP-M Trimestral Anualizado (%): Projeções Banco Fator

2001				2002			
1	2	3	4	1	2	3	4
5,8	9,0	20,0	7,7	4,9	5,1	6,4	3,5

Fonte: Banco Fator.

O Banco HSBC¹¹ apresenta duas projeções para inflação, medidas pelo IGP-M; uma é a própria estimativa do HSBC Investment Bank, de 8,1% para o ano de 2001; a outra, que se constitui num “consenso de mercado”, de 7,5% para o mesmo período. Não existem projeções feitas por esta instituição para o ano de 2002.

Já a consultoria Macrométrica¹² apresenta projeções anuais e mensais para a inflação em três cenários (controlado, otimista e pessimista). Tanto no cenário controlado como no pessimista, são estimadas taxas de inflação (IGP-M) de 5,74% e 3,02%, para os anos de 2001 e 2002, respectivamente. A projeção de inflação mensal medida pelo IGP-M é apresentada na Tabela 2 abaixo:

⁸ RC Consultores (2001). RC Semanal, edição nº 27.

⁹ Relatório Brazil Economics Perspectives 2001-2002, p. 20, disponível na internet via URL

http://www.bba.com.br/bba_creditanstalt/ingles/monthly_economic_analysis/frm_economic.htm

¹⁰ Disponível na internet, via URL <http://www.bancofator.com.br/projecoes.htm> e

http://www.bancofator.com.br/projecoes_curto_prazo.htm

¹¹ Disponível na internet, via URL http://www.ccf.com.br/reports/conj_eco/br/html/projecoes.htm

¹² Disponível na internet, via URL <http://www.macrometrica.com.br/emacro/projecoes/projecoes.asp>, nos links Tabelas – Controle, Otimista e Pessimista, tabelas T.13, T.19 e T.20.

Tabela 2: IGP-M Mensal (%): Projeções Macrométrica (Cenários Controlado e Pessimista)

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
2001	0,62	0,23	0,56	1,00	0,86	0,89	0,67	0,23	-0,04	0,14	0,22	0,21
2002	0,21	0,34	0,49	0,47	0,28	0,23	-0,01	-0,05	0,11	0,23	0,36	0,32

Fonte: Macrométrica.

No cenário otimista são projetadas taxas de inflação (IGP-M) de 5,93% e 2,79% para 2001 e 2002, respectivamente. A projeção de inflação mensal é apresentada na Tabela 3 abaixo:

Tabela 3: IGP-M Mensal (%): Projeções Macrométrica (Cenário Otimista)

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
2001	0,62	0,23	0,56	1,00	0,86	0,89	0,68	0,25	-0,01	0,17	0,26	0,25
2002	0,18	0,15	0,12	0,05	0,08	0,32	0,23	0,20	0,28	0,34	0,44	0,38

Fonte: Macrométrica.

No site de análises e projeções financeiras Zig Zag Zone¹³, são encontradas projeções de inflação para o ano de 2001, feitas pelos bancos Citibank, Sudameris, CCF e Dresdner Asset Management. As estimativas realizadas por essas instituições são, respectivamente, de 6,0%; 5,8%; 5,8% e 6,0%, não havendo projeções para o ano de 2002.

4.2 Taxa de Juros (SELIC)

De acordo com as projeções feitas pelo Banco BBA, a taxa de juros¹⁴ deverá fechar os exercícios de 2001 e 2002 em 17,5% e 15,0%, respectivamente.

Para o Banco Fator, o ano de 2001 deverá fechar com a taxa CDI em 17,0% e 2002 com juros de 15,6%. Na Tabela 4 abaixo são apresentadas as projeções trimestrais anualizadas da taxa CDI da instituição:

Tabela 4: CDI Trimestral Anualizado (%): Projeções Banco Fator

2001				2002			
1	2	3	4	1	2	3	4
15,3	16,4	16,9	17,0	17,0	16,6	16,1	15,6

Fonte: Banco Fator.

O Banco HSBC faz uma projeção para a SELIC média nos anos de 2001 (16,5%) e de 2002 (16,4%).

As projeções de taxa de juros feitas pela Macrométrica¹⁵ são trimestrais e idênticas para os três cenários considerados, conforme apresentadas na Tabela 5 a seguir:

Tabela 5: SELIC Trimestral Anualizada (%): Projeções Macrométrica

2001				2002			
1	2	3	4	1	2	3	4
15,42	17,29	17,66	16,50	16,86	15,82	15,00	14,82

Fonte: Macrométrica.

No site Zig Zag Zone, os bancos Citibank, Sudameris, CCF e Dresdner Asset Management estimam juros¹⁶ de 16,75%, 16,35%, 16,75% e 16,50% respectivamente para o ano de 2001, sem, contudo, apresentar estimativas para 2002.

¹³ Disponível na internet, via URL www.zigzagzone.com.br.

¹⁴ Não há referência se é Selic ou CDI.

¹⁵ Idem, T.1.

4.3 Taxa de Câmbio (R\$/US\$)

A cotação do dólar deverá fechar os anos de 2001 e 2002 em 2,25 R\$/US\$, segundo o BBA.

Já o Banco Fator projeta uma taxa de 2,35 e 2,48 R\$/US\$ ao final de 2001 e 2002, respectivamente. As projeções trimestrais para a instituição são mostradas abaixo:

Tabela 6: Taxa de Câmbio Trimestral (Final do Período): Projeções Banco Fator

2001				2002			
1	2	3	4	1	2	3	4
2,16	2,30	2,35	2,35	2,44	2,48	2,44	2,48

Fonte: Banco Fator.

De acordo com o HSBC, o câmbio projetado para o fim de 2001 e 2002 é de 2,30 e 2,26 R\$/US\$, respectivamente.

A Macrométrica¹⁷ estabelece projeções mensais para a taxa de câmbio, de acordo com os cenários já citados, conforme tabela a seguir:

Tabela 7: Taxa de Câmbio (R\$/US\$ x 100) Mensal (Final do Período): Projeções Macrométrica

	Controlado / Pessimista	Otimista	
2001	Jul	217,80	217,80
	Ago	215,62	215,62
	Set	216,28	216,38
	Out	215,86	216,05
	Nov	215,82	216,09
	Dez	215,74	216,07
2002	Jan	222,22	216,07
	Fev	228,88	216,07
	Mar	234,60	216,07
	Abr	229,91	216,07
	Mai	225,31	216,07
	Jun	220,81	216,07
	Jul	218,60	216,07
	Ago	220,79	218,23
	Set	225,20	222,60
	Out	228,58	225,94
	Nov	233,15	230,46
	Dez	223,83	221,24

Fonte: Macrométrica

No site Zig Zag Zone, as estimativas feitas pelos bancos Citibank, Sudameris, CCF e Dresdner Asset Management para a taxa de câmbio ao final de 2001 são: 2,45; 2,20; 2,35 e 2,20 R\$/US\$, respectivamente.

5 Consolidação dos Cenários

5.1 Inflação

Conforme apresentado na seção 3.1 deste documento, a maior parte das projeções para o IGP-M obtidas é anual. Foi preciso, portanto, fazer algumas considerações para se obter o conjunto de cenário de inflação trimestral desejado.

¹⁶ Não foram identificados o indicador para a taxa de juros nem a referência para o cálculo (média anual / final do período).

¹⁷ Idem, T.26.

No caso do Banco Fator, a projeção anual para o IGP-M foi obtida da seguinte forma:

Inicialmente, foram obtidas suas projeções trimestrais a partir de suas projeções trimestrais anualizadas de acordo com a seguinte expressão:

$$t_T = \sqrt[4]{1+t_A} - 1 \quad (\text{Eq. 1})$$

Onde t_A é a taxa trimestral anualizada indicada na Tabela 1.

Portanto, é possível construir a Tabela 8 abaixo que traz a taxa trimestral de inflação prevista pelo Banco Fator para os anos de 2001 e 2002:

Tabela 8: IGP-M Trimestral (%): Projeções Banco Fator

2001				2002			
1	2	3	4	1	2	3	4
1,42	2,18	4,66	1,87	1,20	1,25	1,56	0,86

Fonte: Calculada a partir de dados do Banco Fator.

Assim, as previsões de IGP-M para 2001 e 2002 do Banco Fator são, respectivamente, 10,5% e 5,0%, bastante próximas daquelas estabelecidas para o IGP-DI pela instituição.

É possível agora construir a Tabela 9 abaixo, que consolida todas as projeções anuais obtidas:

Tabela 9: IGP-M – Projeções Anuais Consolidadas

	2001	2002
BBA	7,0%	4,5%
Fator	10,5%	5,0%
HSBC (1)	8,1%	
HSBC (2)	7,5%	
Macrométrica (3)	5,7%	3,0%
Macrométrica (4)	5,9%	2,8%
Citibank (5)	6,0%	
Sudameris (5)	5,8%	
CCF (5)	5,8%	
Dresdner Asset Management (5)	6,0%	

- (1) Projeção do próprio HSBC.
 (2) Consenso de Mercado de acordo com a HSBC.
 (3) Cenários Controlado / Otimista.
 (4) Cenário Otimista.
 (5) De acordo com o site Zig Zag Zone.

Fonte: Elaboração própria.

Na média, portanto, prevê-se uma inflação de 6,84% em 2001 e uma inflação de 3,82% em 2002, ambas medidas pelo IGP-M. Além disso, considerando os valores máximos e mínimos observados, pode-se construir três cenários, sendo:

- Cenário Otimista, correspondente à média apurada;
- Cenário Base, correspondente à maior previsão obtida;
- Cenário Pessimista, obtido a partir de uma estimativa da inflação norte-americana, do comportamento da taxa de câmbio e da aplicação do método da paridade do poder de compra.

Para obter as projeções por trimestre, adotou-se a seguinte metodologia:

- Cenário Otimista: considerou-se a inflação efetivamente observada nos dois primeiros trimestres de 2001 e calcularam-se as inflações para os trimestres seguintes de acordo

com a proporção entre elas observada no cenário trimestral do Banco Fator de tal forma que as inflações anuais correspondessem à média dos valores apurados;

- Cenário Base: foi considerada a projeção do Banco Fator¹⁸;
- Cenário Pessimista: para calcular as taxas de inflação a cada trimestre no cenário pessimista, assumiu-se como válida a paridade do poder de compra relativa, que permite correlacionar taxas de inflação e taxas de câmbio conforma a Equação 2 abaixo¹⁹:

$$E_{R\$/US\$} = E_{R\$/US\$,0} \frac{(1+h_{br})}{(1+h_{eua})} \Rightarrow \quad (\text{Eq. 2})$$

$$h_{br} = \frac{E_{R\$/US\$}}{E_{R\$/US\$,0}}(1+h_{eua}) - 1$$

A Equação 2 foi utilizada assim para estimar a taxa de inflação no quarto trimestre de 2001 e ao longo do ano de 2002 no cenário pessimista. Em virtude da elevada desvalorização cambial prevista no terceiro trimestre de 2001, optou-se por manter, neste trimestre, a previsão estabelecida pelo Banco Fator (4,17%)

Estimando-se, assim, uma inflação anual de 2% nos Estados Unidos e as taxas de câmbio do cenário pessimista apresentadas na seção XX deste documento, pode-se, assim, obter a Tabela 10 abaixo:

Tabela 10: IGP-M – Projeções Trimestrais Consolidadas

	2001				Ano	2002				Ano
	1	2	3	4		1	2	3	4	
Cenário Otimista	1,42%	2,87%	1,71%	0,69%	6,84%	0,93%	0,97%	1,21%	0,67%	3,82%
Cenário Base	1,42%	2,87%	4,17%	1,67%	10,49%	1,20%	1,25%	1,56%	0,86%	4,97%
Cenário Pessimista	1,42%	2,87%	4,17%	2,43%	11,32%	1,63%	2,00%	1,97%	1,22%	7,00%

Fonte: Elaboração própria.

5.2 Juros (SELIC)

A consolidação das projeções para a taxa de juros nos anos de 2001 e 2002 está apresentada na Tabela 11 abaixo:

¹⁸ Pode-se perceber que, embora já contemple a inflação observada no primeiro trimestre de 2001, o mesmo não é feito para o segundo trimestre no cenário disponibilizado pelo Banco Fator (a previsão apresentada é de 2,18%, enquanto a inflação efetivamente observada foi de 2,78%). Assim, para a obtenção do cenário pessimista, procurou-se corrigir a inflação do segundo trimestre e distribuir proporcionalmente as inflações dos terceiro e quarto trimestres de modo a obter, em 2001, uma taxa de inflação acumulada de 10,5%.

¹⁹ Rigorosamente, este método deveria ser aplicado às taxas de inflação no atacado – Índice de Preços no Atacado (IPA), no Brasil, e *Producer Price Index* (PPI) nos Estados Unidos –; assim, a sua utilização com os índices de inflação gerais corresponde a uma simplificação.

Tabela 11: SELIC/CDI – Projeções Anuais Consolidadas

	2001	2002
BBA	17,50%	15,00%
Fator	17,00%	15,60%
HSBC	16,50%	16,40%
Macrométrica	16,50%	14,82%
Citibank (1)	16,75%	
Sudameris (1)	16,35%	
CCF (1)	16,75%	
Dresdner Asset Management (1)	16,50%	

(1) De acordo com o site Zig Zag Zone.

Fonte: Elaboração própria.

Tendo em vista que as projeções são muito similares entre si, optou-se por trabalhar, no cenário otimista com o cenário proposto pelo Banco Fator (Tabela 4). Nos cenários base e pessimista optou-se por trabalhar com projeções estabelecidas pela própria equipe do Desenbanco e mostradas na Tabela 14.

5.3 Taxa de Câmbio (R\$/US\$)

A Tabela 12 abaixo apresenta as projeções para a Taxa de Câmbio R\$/US\$ consolidadas para o conjunto de instituições pesquisadas.

Tabela 12: Taxa de Câmbio (Final do Ano, R\$/US\$) – Projeções Consolidadas

	2001	2002
BBA	2,25	2,25
Fator	2,35	2,48
HSBC (1)	2,30	2,26
Macrométrica (1)	2,16	2,24
Macrométrica (2)	2,16	2,21
Citibank (3)	2,45	
Sudameris (3)	2,20	
CCF (3)	2,35	
Dresdner Asset Management (3)	2,20	

(1) Cenários Controlado / Otimista.

(2) Cenário Otimista.

(3) De acordo com o site Zig Zag Zone.

Fonte: Elaboração própria.

Assim, a taxa média para o final de 2001 é de 2,27 R\$/US\$ e para o final de 2002 é de 2,29 R\$/US\$. Tendo em vista as recentes turbulências no mercado descritas na Seção 3 deste documento, optou-se por trabalhar com os seguintes cenários:

- Cenário Otimista, que trabalha com as projeções médias obtidas, sendo as taxas trimestrais obtidas proporcionalmente àquelas da previsão do Banco Fator;
- Cenários Base, que trabalha com a maior taxa prevista para 2001 (2,45) e estima uma taxa de 2,57 no final de 2002;
- Cenário Pessimista, que prevê taxas de 2,65 e 2,78 em 2001 e 2002.

Assim, pode-se obter a seguinte tabela que consolida as projeções encontradas:

Tabela 13: Taxa de Câmbio Trimestral (Final do Período)

	2001					2002				
	1	2	3	4	Ano	1	2	3	4	Ano
Cenário Otimista	2,16	2,30	2,27	2,27	2,27	2,25	2,33	2,25	2,29	2,29
Cenário Base	2,16	2,30	2,45	2,45	2,45	2,48	2,51	2,55	2,57	2,57
Cenário Pessimista	2,16	2,30	2,60	2,65	2,65	2,68	2,72	2,76	2,78	2,78

Fonte: Elaboração própria.

6 Conclusão e Cenários Propostos

Considerando as informações coletadas junto a diversas instituições, as análises apresentadas na seção anterior e as discussões envolvendo o Grupo de Trabalho mencionado na Seção 2 deste documento, propõe-se aqui um conjunto de três cenários conforme dispostos na Tabela 14 abaixo:

Tabela 14: Cenários Propostos

		2001				2002					
		1	2	3	4	Ano	1	2	3	4	Ano
Oti	IGP-M	1,42%	2,87%	1,71%	0,69%	6,84%	0,93%	0,97%	1,21%	0,67%	3,82%
	Selic (1)	15,3%	16,4%	16,9%	17,0%	17,0%	17,0%	16,6%	16,1%	15,6%	15,6%
	Câmbio (R\$/US\$)	2,16	2,30	2,27	2,27	2,27	2,25	2,33	2,25	2,29	2,29
Bse	IGP-M	1,42%	2,87%	4,17%	1,67%	10,49%	1,20%	1,25%	1,56%	0,86%	4,97%
	Selic (1)	15,3%	16,4%	18,5%	19,0%	19,0%	19,0%	18,5%	18,0%	17,5%	17,5%
	Câmbio (R\$/US\$)	2,16	2,30	2,45	2,45	2,45	2,48	2,51	2,55	2,57	2,57
Pse	IGP-M	1,42%	2,87%	4,17%	2,43%	11,32%	1,63%	2,00%	1,97%	1,22%	7,00%
	Selic (1)	15,3%	16,4%	19,0%	20,0%	20,0%	20,0%	19,5%	19,0%	18,5%	18,5%
	Câmbio (R\$/US\$)	2,16	2,30	2,60	2,65	2,65	2,68	2,72	2,76	2,78	2,78

(1) Corresponde à taxa trimestral anualizada.

Fonte: Elaboração própria.

Convém ressaltar que os cenários apresentados na Tabela 14 não pretendem necessariamente apresentar consistência interna (isto é, se os dados projetados para inflação estariam consistentes do ponto de vista macroeconômico com aqueles projetados para a taxa de câmbio, por exemplo). Apesar desta constatação, acredita-se que, em virtude de se tratar de cenários de prazo relativamente curto, a análise de consistência macroeconômica pouco teria a contribuir na sua construção.