

Novembro 2001

Retrospectiva do mês

Os principais acontecimentos de novembro foram:

- 01/nov - Argentina anuncia pacote fiscal;
- 05/nov - Desemprego nos EUA sobe para 5,4% em outubro (a maior taxa em 5 anos); Inflação ao consumidor na Europa cai para 2,4%^{aa} em outubro; Leilão da COPEL é remarcado para 12 de novembro; Novas pesquisas mostram Roseana subindo e avaliação do governo FHC estável;
- 06/nov - FED corta juros em 0,50% para 2%^{aa} e mantém "viés de queda"; Desemprego na Alemanha sobe para 3,91 mm de pessoas; Índice de confiança do consumidor e dos empresários na Europa cai mais do que o esperado, para abaixo do nível de 1997; Agência Fitch critica Argentina e diz que *default* é iminente; Sem depósitos de garantias, leilão da COPEL fracassa novamente;
- 07/nov - Produção industrial brasileira de agosto cai 0,3% contra jul/01 e 1,9% contra ago/00;
- 08/nov - Cavallo e De La Rúa vão aos EUA para pedir apoio; Bancos Centrais Europeu e do Reino Unido cortam juros em 0,5%^{aa} (mais do que o mercado esperava) para 3,25%^{aa} e 4%^{aa}, respectivamente; Ministro saudita do petróleo fala em redução da produção de petróleo em 1,5 milhão de barris por dia (bpd) e preços sobem 3%;
- 12/nov - Avião cai logo após a abertura em NY e mercados desabam acreditando em terrorismo; De La Rúa fala com Bush sem ter acordo com governadores e obtém apoio apenas verbal; Rússia anuncia corte na produção de petróleo muito menor do que desejava a OPEP;
- 13/nov - Kabul, capital do Afeganistão, cai; FHC e Brasil obtém vitórias na Organização Mundial do Comércio (OMC); Governo anuncia forma de compensação das perdas das concessionárias elétricas com racionamento;
- 14/nov - 14 das 24 províncias argentinas assinam acordo e swap da dívida fica mais próximo; Petróleo cai 9% e fica abaixo de \$18 com comentários da OPEP de que o corte precisa ser acompanhado por não membros para ser eficaz; Vendas no varejo nos EUA sobem 7,1% em outubro; Jalalabad também cai e só resta Kandahar como refúgio Talibã;
- 16/nov - FMI revisa para baixo projeção para o crescimento da economia mundial neste ano; Produção industrial de outubro na argentina cai 9,8% em 12 meses;
- 19/nov - Argentina volta da reunião do G20 sem o apoio buscado por Cavallo e risco país atinge 2.900 pontos; Morgan Stanley eleva classificação de títulos da dívida brasileira de 'market perform' para 'outperform';
- 20/nov - OECD (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) corta expectativa de crescimento mundial de 2,8% para 1% em 2002 (=2001) e 3,2% em 2003; Cavallo admite não cumprimento do déficit zero em 2001; Secretário de política econômica da Argentina renuncia em meio à expressiva deterioração dos ativos do país vizinho;
- 21/nov - COPOM mantém SELIC em 19%^{aa} sem viés; PMDB decide por prévias menores e reduz chances de Itamar;
- 22/nov - Daniel Gleizer renuncia ao cargo de diretor de assuntos internacionais do BC; Dado do PIB no 3º trimestre mostra retração da economia alemã; Noruega anuncia corte condicional de 200 mil bpd; Saem novas regras do racionamento;
- 26/nov - Argentina tabela juros de 30 dias; Agência Fitch rebaixa Japão de AA+ para AA; Notícia de mais captações de empresas brasileiras anima mercados; Recessão é "oficializada" nos EUA; Diretor de Política Monetária do BC, Luiz Fernando Figueiredo, afirma que o BC não hesitará em apertar a política monetária para alcançar a meta de inflação de 3,5% em 2002;
- 27/nov - Confiança do consumidor americano despenca para o menor nível em 7 anos; Medo de ataque americano ao Iraque sustenta o petróleo;
- 28/nov - S&P corta *rating* do Japão pela segunda vez no ano; Votação da CLT causa tumultos em Brasília; PMDB adia as prévias de janeiro para março de 2002;
- 29/nov - Sai a ata do COPOM; IBGE divulga PIB do 3º trimestre que mostra desaceleração (+0,34%); PIB da zona do euro no terceiro trimestre tem menor aumento anual desde 1996; Produção industrial japonesa de outubro situa-se no seu nível mais baixo dos últimos 13 anos;
- 30/nov - Inflação na Zona do euro cai para 2,1% nos 12 meses terminados em novembro; Fuga de depósitos causa alta nas taxas de juros overnight na Argentina para 900%^{aa}!

Dados econômicos negativos se acumularam em novembro...

...disparando mais cortes de juros nos EUA, Europa, Inglaterra e Canadá.

Petróleo despenca com descontrolado da OPEP.

COPOM é cauteloso e mantém SELIC em 19%^{aa} devido à inflação e ao cenário externo incerto.

Mercados no mês

Otimismo volta aos mercados domésticos com as quedas do dólar e do risco Brasil...

Após a reversão do pessimismo ocorrida em outubro, novembro foi o mês em que os indicadores do mercado brasileiro passaram a embutir perspectivas bastante otimistas para o cenário de médio prazo, como discutimos em outras seções deste relatório. Com esse novo cenário, a percepção de risco Brasil despencou, causando uma alta de 7,51% (em dólares) nos CBonds, o principal título da dívida externa brasileira e termômetro do apetite internacional para o risco Brasil. Ao mesmo tempo, o dólar, cuja alta já havia desacelerado em outubro, inverteu a direção e despencou em novembro. Os motivos da queda foram as notícias positivas de captações externas de empresas brasileiras, o nível de investimento direto estrangeiro no País, o resultado positivo da balança comercial e a continuidade de oferta de *hedge* pelo Banco Central.

PERFORMANCE EM NOVEMBRO

...dando força à alta do Ibovespa e à queda das taxas de juros de longo prazo.

	<u>NOV</u>	<u>2001</u>
IBOVESPA	13,78%	-15,26%
CBOND	7,51%	-5,78%
IRF VALOR/IBMEC	1,90%	15,17%
CDI	1,39%	15,66%
DÓLAR	-7,52%	27,93%
OURO	-7,17%	23,60%

fonte: Argumento

A queda do risco Brasil e o fortalecimento do real, além da continuidade do movimento de recuperação dos mercados acionários nos EUA e Europa, fizeram com que o Ibovespa tivesse uma performance excepcional em novembro, ficando disparado em primeiro lugar no ranking dos *benchmarks* domésticos, mas ainda acumulando pesadas perdas no ano (-15,26%).

A taxa de juros de um ano também passou a refletir o cenário mais positivo reduzindo os prêmios pagos sobre os juros de curto prazo (SELIC=19%^{aa}). A taxa, que encerrou outubro ao redor de 24%^{aa}, chegou a bater 20,40%^{aa} (prêmio de apenas 1,40%^{aa}) no auge do otimismo. Porém, os números de inflação mais altos do que o esperado, as declarações de membros da diretoria do Banco Central sobre a meta de inflação de 2002, a manutenção da SELIC em 19%^{aa} no COPOM bem como a ata da reunião publicada mais tarde fizeram com que este prêmio voltasse a subir e a taxa fechou o mês em 23%^{aa}. Mesmo assim, a queda nas projeções de juros permitiu ganhos para os investimentos pré-fixados, conforme ilustrado pela performance do IRF-M, que subiu 1,90% no mês. Além disso, no final da primeira semana de dezembro o prêmio já havia voltado à casa dos 3%^{aa} com a taxa a 22%^{aa}.

PERFORMANCE EM NOVEMBRO

Bolsas internacionais subiram fortemente no mês ...

	<u>NOV</u>	<u>2001</u>
DOW JONES	8,56%	-8,68%
S&P500	7,52%	-13,70%
NASDAQ	14,22%	-21,85%
FTSE (LONDRES)	3,25%	-16,37%
NIKKEI (TÓQUIO)	3,19%	-22,41%
EURO	-0,39%	-3,17%
YEN	-0,63%	-8,47%

resultados em moeda local; fonte: Argumento

Os mercados acionários mostraram surpreendente força no mês de novembro apesar da enorme lista de dados sombrios (incluindo surpresas negativas) divulgados nos EUA, na Europa e no Japão. O descasamento entre a publicação dos dados econômicos e a performance dos mercados não deve ser surpresa para ninguém já que os mercados

...“acreditando” na recuperação econômica projetada pelo mercado de renda-fixa.

trabalham com um cenário prospectivo enquanto os dados econômicos relatam acontecimentos passados. Assim, os mercados tentam “antecipar” os dados econômicos.

Considerando isso, o que a alta dos principais índices acionários internacionais nos mostra é que os investidores resolveram ignorar o curto prazo e focar exclusivamente numa recuperação econômica que possa trazer consigo uma retomada para as perspectivas de lucros das empresas. A expectativa de retomada do crescimento econômico também está evidente na performance do mercado de renda-fixa. A curva de juros dos títulos do tesouro americano “empinou” (juros de médio e longo prazo subiram enquanto os de curto prazo caíram), um sinal clássico de que se espera crescimento, inflação e juros mais altos no futuro.

TÍTULOS DO TESOURO AMERICANO

PRAZO	TAXA DE RETORNO (aa)			VARIAÇÃO DA TAXA	
	30/nov	31/out	29/ago	NOV-AGO	NOV-OUT
1DIA (FED FUNDS)	2,00%	2,50%	3,50%	-1,50%	-0,50%
2 ANOS	2,82%	2,39%	3,61%	-0,79%	0,43%
5 ANOS	4,04%	3,48%	4,35%	-0,31%	0,56%
10 ANOS	4,71%	4,24%	4,77%	-0,06%	0,47%
30 ANOS	5,23%	4,88%	5,36%	-0,13%	0,35%

fonte: Bloomberg

Cenário econômico

“Ciclo virtuoso” para fundamentos de médio prazo é retomado com melhora das contas externas e queda do dólar.

Mais uma vez, os destaques do cenário econômico foram os resultados positivos da balança comercial (superávit de USD 288 milhões acumulando USD 1,78 bi no ano), e das contas fiscais (superávit primário de R\$ 3 bilhões). Com a melhora excepcional da balança comercial (em outubro de 2000 houve déficit de USD 656 milhões) e a redução de gastos com viagens internacionais, o resultado de conta corrente no mês de outubro foi o melhor desde 1995. Com as contas corrente e fiscal apresentando bons resultados e permitindo projeções ainda mais otimistas, o risco Brasil despencou e o “ciclo virtuoso” de curto prazo foi deflagrado: o dólar em queda permite queda das projeções de inflação e do custo da dívida pública cambial, o que permite queda ainda maior do risco Brasil. Com isso, as perspectivas de investimento direto estrangeiro aumentam (já entraram até outubro USD 16,7 bi e os USD 20 bi projetados pelo BC para 2001 estão quase garantidos). Além disso, com o cenário melhor, as empresas brasileiras tem mais acesso aos mercados internacionais e captam em dólares, aumentando a pressão de alta do real e realimentando o ciclo.

Mas a balança é sensível a câmbio e atividade.

Porém, sempre vale ressaltarmos que o estopim para toda esta mudança de humor foram os números positivos da balança comercial e demais itens da conta corrente. Por sua própria natureza, estes são sensíveis à taxa de câmbio. Sendo assim, apesar de ser impossível quantificarmos este efeito, é certo que uma queda demasiada do dólar deve reverter parte do movimento de melhora das contas externas. Além disso, o saldo da balança comercial se explica muito mais por uma queda das importações do que aumento das exportações. Assim, uma retomada da economia doméstica com dólar mais baixo pode causar aumento das importações e piora no saldo comercial no futuro. É exatamente este raciocínio que tem levado consultores a sugerir que o BC pare de intervir no mercado com suas vendas diárias de USD 50 milhões e/ou não role a totalidade de papéis cambiais disponível no mercado. Além de evitar deterioração da conta corrente, o BC aproveitaria para recompor parte de suas reservas cambiais a um preço mais “razoável”.

Inflação impede corte nos juros...

Apesar disto, a autoridade monetária tem se mostrado tranqüila com o movimento do dólar até o presente momento – talvez esteja esperando o desenrolar da crise argentina para definir uma nova linha de ação. Além disso, o Banco Central conta com a queda do dólar para que a inflação mostre sinais de arrefecimento já no final de 2001 e para disparar um movimento de revisão das expectativas de mercado para a inflação de 2002. Por

...mas queda do dólar e do petróleo podem ter efeito sobre as expectativas para 2002.

Roseana continua subindo, Itamar perde forças e aumenta chance de situação estar no 2º turno.

enquanto, os números de inflação continuam saindo acima do esperado (o IGP-M de novembro ficou em 1,10% e acumula 10,13% no ano enquanto o IPC da FIPE ficou em 0,61% no mês e 6,86% no ano) e as expectativas para 2002 superam o teto da meta estabelecida pela autoridade monetária (veja tabela abaixo). Estes foram os principais motivos que levaram o Banco central a manter a SELIC inalterada em 19%^{aa} na reunião do COPOM do dia 21.

INDICADOR	EXPECTATIVA			
	FINAL DE NOVEMBRO		FINAL DE OUTUBRO	
	"top five"	mediana	"top five"	mediana
PIB (2002/2001)	n.d.	2,00%	n.d.	2,00%
CÂMBIO (DEZEMBRO 02)	n.d.	R\$ 2,75	n.d.	R\$ 2,86
SELIC (DEZEMBRO 02)	n.d.	17,00%	n.d.	17,00%
IGP-M (acumulado 2002)	7,50%	7,00%	7,00%	6,74%
IPCA (acumulado 2002)	5,50%	5,09%	5,60%	5,04%

fonte: Banco Central do Brasil

A queda do petróleo no mercado internacional é uma boa notícia neste sentido. Enquanto a OPEP fica discutindo internamente e com os países não membros (Rússia, Noruega e México) medidas para evitar um colapso nos preços sem ganhos de *market share* para ninguém, os preços no mercado despencam (em novembro o Barril Brent para entrega em janeiro de 2002 caiu 9,3% para USD 19,50). Esse movimento favorece a expectativa de crescimento global via queda da inflação nos países desenvolvidos e melhora não só as perspectivas de inflação no Brasil como o cenário para a balança comercial de 2002.

No mercado internacional o risco embutido na situação atual dos mercados acionários seria o de decepção com a velocidade ou intensidade da retomada das principais economias mundiais. Isso sem considerarmos que pode haver recuperação econômica sem a retomada da alta dos lucros. Adicionalmente, há quem diga que mesmo para um cenário otimista o consenso das projeções de lucros para as empresas americanas é demasiadamente alta, o que faz com que o mercado esteja caro nos patamares atuais.

Além disso, novos ataques terroristas estão longe de estarem precificados pelo mercado. Isso pode ser constatado pela reação dos mercados à notícia da queda de um avião no Queens no dia 12. Os mercados despencaram e só reverteram a tendência quando começaram a surgir evidências de que havia sido um acidente.

Cenário político

O cenário político pouco se alterou em novembro. As pesquisas de opinião publicadas durante o mês continuaram mostrando o crescimento de Roseana Sarney e a manutenção da taxa de aprovação do governo FHC – que pode melhorar no início do ano que vem com o relaxamento já anunciado do racionamento de energia. Além disso, a classificação da seleção brasileira para o mundial de 2002, por incrível que pareça, pode ter reflexo positivo sobre o apoio da população ao atual governo. Adicionalmente, a Copa do Mundo tem efeitos positivos sobre a economia como um todo, em especial no setor de eletroeletrônicos com a venda de novos televisores.

Voltando à sucessão presidencial, ficou mais evidente no mês a disputa interna no PSDB entre Tasso e Serra pelo apoio de FHC e do partido. Como a definição de candidatos deve ficar para março de 2002, até lá nada devemos ter além de farpas sendo trocadas e da tentativa de ambos de ganhar mais espaço na mídia. Além deste problema, caso a candidatura de Roseana mantenha a força atual (que é atribuída por alguns

analistas apenas ao esforço de marketing implementado pelo partido), FHC pode se ver pressionado pelo PFL a aceitar uma coligação em que a governadora do Maranhão encabece a chapa para presidente.

O desenrolar da disputa interna no PMDB foi positivo para os mercados. Com a perda de prestígio de Itamar Franco e o fortalecimento da ala governista do partido o "prêmio do risco Itamar" foi reduzido na maioria dos ativos do mercado doméstico.

Porém, ainda é muito cedo para que o mercado tenha um cenário claro do que será a sucessão presidencial. Além do fato de que as pesquisas de opinião devem variar consideravelmente até outubro de 2002, o que se sabe é que, mesmo o candidato do PSDB é uma incógnita para o mercado. Como sabemos, a preocupação com a disciplina fiscal e as metas de inflação são os principais pilares da equipe do ministro Malan e ao mesmo tempo o principal ponto de discórdia dentro da própria base governista.

Enquanto isso, o orçamento de 2002 e a nova tabela do IR devem tomar a pauta antes do fim do ano legislativo.

Perspectivas de Investimento

- Em nosso último relatório, reafirmamos nossa aposta de longo prazo para a Bovespa. Porém, chamamos a atenção para a velocidade da recuperação vista no começo de novembro e pelo fato de que ela não deveria ser mantida. Naquela oportunidade, o Ibovespa estava pouco abaixo dos 13.000 pontos, e após alguma volatilidade, encerrou o mês nesse mesmo patamar. Nada mudou em nossa visão de longo prazo. Continuamos acreditando no potencial do mercado acionário brasileiro, principalmente agora que parte dos fundamentos volta a sustentar a expectativa de crescimento econômico de longo prazo.
- O efeito contágio vindo da Argentina diminuiu, mas não sumiu já que não sabemos qual será o desfecho da situação argentina. Os riscos de demora na recuperação das maiores economias do mundo permanecem. Tudo isto, além do fato de 2002 ser um ano eleitoral (que promete muitas turbulências) justifica cautela no que se refere à posições cambiais. Desta forma, mantemos nossa recomendação de que se tome a oportunidade de fazer o *hedge* necessário nos patamares atuais (R\$ 2,40 aproximadamente). Apesar de acharmos que há a possibilidade da moeda "escorregar" para R\$ 2,30 ou (pouco) abaixo disto, acreditamos ser imprudente tentar acertar a mínima do movimento. Caso isto ocorra, acreditamos que até posições especulativas possam ser montadas, já que o *downside* passa a ser muito baixo e a possibilidade de se ganhar do CDI nos próximos 12 meses aumenta ("carregando" o dólar a R\$ 2,30 por 12 meses ao CDI atual (19%^{aa}) chegamos a um dólar de equilíbrio de R\$ 2,73, abaixo do consenso atual de mercado e das máximas atingidas em setembro e outubro).
- Nossa recomendação do relatório anterior ("paciência para esperar prêmios melhores") começou a dar resultados no final de novembro. Com a decepção causada nos analistas mais otimistas pela manutenção da SELIC em 19%^{aa} e com a divulgação da ata do COPOM, além dos comentários do presidente e de diretores da autoridade monetária, os prêmios para prazos mais longos voltaram a subir. No final do mês, os negócios de 1 ano eram feitos a 23%^{aa} patamar que oferece uma relação risco x retorno que justifica a prefixação de parte das carteiras. Porém, sugerimos que esse movimento seja feito aos poucos já que, caso o dólar pare de cair e volte a rondar o patamar de R\$ 2,50, os prêmios podem aumentar ainda mais. De qualquer forma, acreditamos que o risco de prefixação com os juros atuais é baixo já que o Banco Central já mostrou que quando e se tiver que agir, a ação será gradual (ou seja, um choque de juros tem baixíssima probabilidade de ocorrência).

Bolsa tem se beneficiado pela revisão do cenário, mas risco de uma repetição de 2001 existe.

Dólar a R\$ 2,30- R\$ 2,35 pode ser barato dados os riscos embutidos no cenário.

Aplicação em pré-fixados é apenas questão de preço.

O único objetivo deste relatório é a prestação de informações a nossos clientes. Sob nenhuma circunstância isto deve ser considerado uma oferta de venda ou uma solicitação de compra de nenhum ativo financeiro ou fundo de investimento. Apesar das informações aqui contidas serem retiradas de fontes fidedignas, e posteriormente checadas, a Argumento não pode ser responsabilizada por eventuais erros na divulgação desses dados. Rentabilidade passada, não é garantia de resultado futuro. Este documento não pode ser reproduzido ou publicado para qualquer propósito. Todos os direitos reservados. Copyright 2001