

## Maio 2001

### Retrospectiva do mês

Os principais acontecimentos de maio foram:

**A Argentina cedeu seu lugar como fonte principal de insegurança...**

**...para as crises política...**

**...e energética.**

**Principais Bancos Centrais cortaram os juros em maio...**

**...enquanto o BC brasileiro foi obrigado a fazer o oposto.**

- 2/mai – sindicalistas e imprensa ficam contra o pacote de Cavallo, aumentando a tensão política no país. Dólar já abre o mês em alta de 1,73%;
- 3/mai – FMI libera USD 3,9 bi para a Argentina e mercados especulam sobre anúncio do swap de dívida;
- 4/mai –desemprego nos EUA é anunciado, subindo para 4,5% - cresce a esperança de corte de juros nos EUA e mercados acionários sobem;
- 7/mai – Argentina anuncia acordo com 7 bancos locais para trocar USD 20 bilhões. A equipe de Cavallo anuncia que esperará o risco país cair para 800 pontos base<sup>1</sup> antes de fechar a operação; No Brasil, o ministro Fernando Bezerra é implicado em caso de fraude da Sudene; Produção industrial anunciada pelo IBGE mostra crescimento de 7,7% sobre março de 2000, acumulando crescimento de 6,9% no primeiro trimestre;
- 8/mai –Fernando Bezerra renuncia ao cargo de ministro. Standard & Poor's rebaixa classificação argentina de B+ para B (5 níveis abaixo de "investment grade"); Argentina vende títulos de 90 dias tendo que oferecer juros de 12,44%<sup>aa</sup>, taxa tida como alta pelo mercado;
- 9/mai – produção industrial na Alemanha cai 3,7% em março; Déficit fiscal argentino de abril fica em USD 907 milhões, metade do programado para todo o segundo trimestre; No Brasil, oposição anuncia ter as assinaturas necessárias para a CPI da corrupção;
- 10/mai –Banco Central da Inglaterra corta juros em 0,25% para 5,25%<sup>aa</sup>; Banco Central Europeu também corta juros em 0,25% para 4,50%<sup>aa</sup>; Brasil emite USD 1 bilhão em títulos de 5 anos pagando juros de 11,25%<sup>aa</sup>; Com manobras caracterizadas como "compra de votos" a tropa de choque governista consegue barrar a instalação da CPI da corrupção literalmente no último minuto; É criada a Câmara de Gestão da Crise Energética, presidida pelo ministro Pedro Parente;
- 15/mai – FED corta juros em 0,50% para 4%<sup>aa</sup>;
- 16/mai –Mercados americanos sobem fortemente, em reação tardia ao corte de juros;
- 17/mai –Heron do Carmo, da FIPE, anuncia revisão de 4% para 5% na expectativa do IPC para 2001 em função do aumento do ônibus em São Paulo e da crise energética;
- 18/mai – Câmara de Gestão da Crise Energética anuncia primeiro conjunto de medidas do plano de racionamento;
- 19/mai - Revista VEJA ressuscita caso Marka, trazendo mais incertezas para o cenário político, já que põs em dúvida a participação do ministro Pedro Malan no episódio;
- 21/mai – Portugal Telecom anuncia oferta para comprar a participação dos minoritários na Telesp Celular – Ibovespa sobe 1,6%, puxado por ações de telefonia;
- 22/mai –Confiança do consumidor na Alemanha tem queda forte, pressionando o euro;
- 23/mai –COPOM não surpreende e eleva Selic em 0,50%, para 16,75%<sup>aa</sup>; Dados de crescimento econômico do primeiro trimestre são divulgados na França e na Alemanha, saindo mais fracos do que o esperado e aumentando a pressão sobre o euro;
- 24/mai – Senador José Roberto Arruda renuncia para evitar cassação de seu mandato. Mercado teme que ACM também seja obrigado a renunciar e "caia atirando"; Dólar sobe a R\$ 2,36 e BC é obrigado a vender títulos cambiais;
- 25/mai – Argentina adia anúncio do swap, dólar volta a subir, desta vez para R\$ 2,38 e BC volta a vender títulos cambiais;
- 29/mai –Sai pesquisa CNT/Sensus mostrando a popularidade de FHC despencando; BNDES

<sup>1</sup> O risco país é medido como a diferença em pontos base (100 pontos base = 1%) entre os juros médios pagos em sua dívida e os juros pagos por títulos de prazo equivalente emitidos pelo Tesouro dos Estados Unidos (considerados sem risco). Quanto maior a percepção de risco que um emissor tem, maior o retorno exigido pelo mercado para comprar seus títulos (ou seja, maior a taxa de juros cobrada para dar crédito).

**Dólar continuou pressionado durante todo o mês....**

**...e Ibovespa devolveu parte dos ganhos de abril.**

**Bolsas Americanas consolidaram os ganhos de abril.**

emite títulos no montante de USD 750 milhões em yens;

- 30/mai – ACM renuncia e ataca governo; IPEA (órgão oficial do governo) anuncia que crescimento do PIB deve ficar em 3% em 2001;
- 31/mai – Ata do COPOM é publicada mostrando mudanças no cenário, que são discutidas abaixo;

### **Mercados no mês**

Maio foi mais um mês de ganhos para as aplicações atreladas ao dólar – como é o caso do ouro. Às incertezas de sempre, somou-se um quase-pânico com relação ao impacto que o racionamento de energia possa ter na situação política do governo FHC e na atividade econômica. As expectativas negativas e, principalmente o movimento ininterrupto de alta da moeda americana, levaram várias empresas a fazerem operações de hedge cambial, o que re-alimentou o movimento, criando um círculo vicioso difícil de ser quebrado sem a intervenção do Banco Central.

No mercado de renda variável, o Ibovespa seguiu oscilando dentro da “faixa” que comentamos no mês passado. Logo no início do mês o índice tocou o topo dessa faixa, nos 15.300 pontos, para depois sofrer uma queda até a mínima de 14.056 pontos, atingida no dia 28. O lado bom desse movimento foi que, mesmo no pior momento do mês, o índice não chegou nem perto da mínima atingida em abril que foi de 13.325 pontos.

Os fundos de renda fixa tiveram um mês razoável, em média perdendo pouco para o CDI (segundo a ANBID esses fundos renderam, em média 1,30%, ou 97,7% do CDI no período). A principal referência desses fundos, a taxa de juros de 1 ano, que fechou abril em 21,25%<sup>aa</sup> oscilou entre 20,75%<sup>aa</sup> e 23,25%<sup>aa</sup>, fechando o mês em 22,50%<sup>aa</sup>, acima do final do mês anterior, resultando em uma pequena perda para carteiras pré-fixadas.

#### **PERFORMANCE EM MAIO**

	<b><u>MAI</u></b>	<b><u>2001</u></b>
OURO	9,90%	18,54%
DÓLAR	7,95%	21,73%
CDI	1,33%	6,18%
IBOVESPA	-1,80%	-4,00%
CBOND	-1,82%	-4,82%

fonte: Argumento

Nos mercados internacionais, após o excepcional mês de abril, maio foi um mês de acomodação. O dólar continuou a se valorizar também com relação ao yen e ao euro. A expectativa da demora na recuperação da economia japonesa, além de pressionar a moeda também causou a queda do mercado acionário local. Na Europa, o mercado põe cada vez mais em dúvida a capacidade do Banco Central Europeu de atingir suas metas de crescimento e inflação. Logo após o corte surpresa dos juros promovido pelo BCE, os dados de inflação divulgados mostraram pressão nos preços enquanto os dados de confiança do consumidor em queda trouxeram o temor de que o consumo possa cair mais – uma combinação desagradável para qualquer Banco Central do mundo, que é pior no caso europeu por causa de sua juventude.

**PERFORMANCE EM MAIO**

	<u>MAI</u>	<u>2001</u>
DOW JONES	1,65%	1,15%
S&P500	0,51%	-4,88%
NASDAQ	-0,28%	-14,57%
FTSE (LONDRES)	-2,86%	-6,85%
NIKKEI (TÓQUIO)	-4,82%	-3,80%
EURO	-4,58%	-8,77%
YEN	-3,48%	5,78%

resultados em moeda local; fonte Argumento

**Cenário Econômico**

**O Cenário interno já não é mais tão positivo...**

Os números divulgados em maio mostraram uma estabilidade ou até mesmo surpresas positivas em termos de dados econômicos. Em termos de inflação, os alimentos in natura, vilões da inflação de abril, mostraram queda, fazendo com que a inflação medida pelo IPC da FIPE fechasse o mês de maio em apenas 0,17%, menor do que o esperado. Com isso, o índice acumula 1,79% no ano. A balança comercial mostrou uma certa recuperação em maio com superávit de USD 11milhões, diminuindo o déficit do ano para USD 547milhões. Essa é uma das variáveis mais difíceis de se projetar no cenário de racionamento, já que tanto importações quanto exportações precisam ser reavaliadas. De qualquer forma, segundo as projeções mais recentes, a balança deve ter um déficit de entre USD 1,5 e 2,5 bilhões. Porém, o mais importante nesse momento são as expectativas, que pioraram muito no último mês devido à crise energética. O próprio Banco Central citou a piora nas expectativas, principalmente causadas pelo choque de oferta de energia elétrica na ata da reunião do COPOM em que decidiu, em 23 de maio, pela terceira elevação seguida de 0,50%<sup>aa</sup> na taxa SELIC, que foi para 16,75%<sup>aa</sup>. A autoridade monetária mais uma vez afirmou que agiu para diminuir o risco de que as metas de inflação de 4% deste ano e 3,5% para o ano que vem não sejam cumpridas. Além dos efeitos diretos (tarifa) e secundários do racionamento de energia, o BC citou a influência da continuidade das incertezas externas e políticas sobre o risco Brasil e conseqüentemente sobre a taxa de câmbio como fatores importantes da decisão. Também do lado externo, o petróleo voltou a preocupar já que o preço internacional teria que cair muito para compensar a alta do dólar e evitar um aumento no preço dos combustíveis.

Devido ao novo cenário, as expectativas para os principais indicadores da economia pioraram no último mês como mostra a tabela abaixo, que compara as projeções feitas pelas instituições "top five" (as que, segundo o BC, têm maior índice de acerto) e a mediana do mercado no final do mês de maio contra a mediana de mercado do final do mês de abril. Adicionamos os dados das "top five" por que essas são mais rápidas nas revisões de seus cenários.

**EXPECTATIVA**

<u>INDICADOR</u>	<u>FINAL DE MAIO</u>		<u>FINAL DE ABRIL</u>
	<u>"top five"</u>	<u>mediana</u>	<u>mediana</u>
PIB (2001/2000)	2,60%	3,55%	4,10%
CÂMBIO (DEZEMBRO 01)	n.d.	R\$ 2,20	R\$ 2,10
SELIC (DEZEMBRO 01)	n.d.	16%	15%
IGP-M	7,33%	6,90%	6,30%
IPCA	5,92%	5,27%	4,64%

fonte: Banco Central do Brasil

**...enquanto o cenário externo está se tornando menos preocupante.**

Com o anúncio do swap da dívida argentina e a estabilização dos mercados acionários americanos, o cenário externo deve ficar em segundo plano, pelo menos nos próximos meses, à espera de dados que mostrem a recuperação das economias americana e argentina. O preço do petróleo também deve ser acompanhado de perto já que o Iraque voltou a anunciar a suspensão de suas exportações para pressionar a ONU. Porém, enquanto preparávamos este relatório, a OPEP reafirmava em Viena seu compromisso com os níveis atuais de preços, inclusive marcando uma nova reunião para o início de julho, justamente para monitorar esta situação, o que dá algum conforto por este lado.

Dos EUA podemos inclusive ter uma surpresa que não está nas expectativas do mercado brasileiro (nem no cenário do BC). É possível que o FED venha mais uma vez a cortar os juros quando se reunir em 26 e 27 de junho, dos atuais 4%<sup>aa</sup> para 3,75%<sup>aa</sup>. Isso ajudaria o Brasil diretamente (com maior facilidade de atrair capital) e indiretamente (a queda dos juros americanos ajuda a Argentina, o que diminui a preocupação dos mercados locais com nosso vizinho).

Resumindo, os riscos internos passaram a ser maiores do que os externos. O mais importante é que a crise política não deteriore demasiadamente as expectativas para que essas não causem uma alta (ainda maior) do risco Brasil, que traria altas (também maiores) do dólar e dos juros, impactando diretamente nossa dívida pública, que elevaria ainda mais o custo Brasil e nos colocaria num ciclo vicioso infernal. Felizmente, a lição de casa feita até agora dá à equipe econômica condições mínimas de reagir a esses choques adversos, pelo menos diminuindo a velocidade de sua propagação. A situação fiscal está controlada em termos de superávit primário (sem contar despesas com juros) e um esforço maior de contenção de gastos pode vir a ser feito. Além disso o Banco Central tem sido coerente em sua política de câmbio flutuante e metas inflacionárias. Mas o desenrolar do racionamento de energia será, sem sombra de dúvidas, a variável chave a ser monitorada, principalmente por seus efeitos políticos.

### **Cenário político**

**Cenário político piorou muito em maio...**

Depois do episódio do painel do senado, das críticas de ACM em seu discurso de renúncia, da renúncia de um ministro suspeito de envolvimento em fraudes, de ver o caso MARKA ressuscitado e de ser duramente criticado por fazer de tudo para evitar a CPI da corrupção, o governo FHC conseguiu a proeza de arrumar um problema político/social sem precedentes, e por conta própria: a negligência com relação ao planejamento do setor energético, que culmina agora com o racionamento de energia e os prováveis apagões. Este fato certamente trará altos prejuízos para os planos da base governista com relação à sucessão presidencial em 2002. O primeiro reflexo ficou claro com a divulgação da pesquisa de opinião realizada pela Confederação Nacional do Transporte, mostrando que a popularidade do presidente despencou em maio. O aumento da probabilidade de uma vitória oposicionista em 2002 pode explicar parcialmente a alta do dólar e dos juros. Mas esta fonte de volatilidade não vai secar tão cedo e, certamente, o medo de uma ruptura do atual modelo econômico pode vir a causar maiores estragos no mercado nos próximos meses.

**...e deve ser monitorado de perto.**

Novos desdobramentos do caso MARKA também não podem ser descartados, principalmente num momento de fraqueza política do governo, podendo inclusive reanimar o esforço da oposição em conseguir a CPI da corrupção. Além disso, as chuvas, os níveis dos reservatórios e a aderência da população ao plano de racionamento devem ser acompanhados de perto pois influenciam diretamente o risco de apagões. O racionamento é ruim e piora a imagem do governo e a percepção de risco Brasil, mas a ocorrência de apagões seria muito pior, já que traria desconfortos inesquecíveis (pelo menos até as eleições de 2002) para a população. Para os otimistas, se o governo superar esta crise com sucesso, pode ser visto como um ótimo gerenciador de crises e transformar esta ameaça em oportunidade política – é ver para crer.

## Perspectivas de Investimento

**Ibovespa segue tentando se recuperar...**

**...mas o potencial de alta agora deve demorar mais para se realizar.**

**Quem não tem dívidas em dólares, deve fazer como o BC: esqueça o dólar e foque na inflação.**

**Prêmio de juros pode compensar uma pré-fixação...**

**...e título atrelado ao IGP-M é a alternativa mais conservadora.**

- No momento em que preparávamos este relatório, já com o resultado bem recebido da operação de swap argentino, o Ibovespa tentava romper a resistência de 15.300 pontos. Reafirmamos nossa opinião de que, o rompimento deste nível deve acarretar uma alta de curto prazo no índice. Para uma alocação de longo prazo, com a piora no cenário econômico e aumento dos riscos políticos para o ano que vem, ficamos menos confortáveis com uma alocação agressiva em renda variável. Certamente os preços estão convidativos e já refletem parte do risco projetado, mas claramente, preços que eram considerados “muito baratos” no mês passado, com as implicações dos últimos acontecimentos, podem ser considerados “apenas baratos”. De qualquer forma, o potencial de ganho ainda supera o risco, desde que ajustado para o perfil de cada um. Uma outra forma de ver isso é que o potencial de ganho só será realizado, em um período mais longo de tempo.

- Como nossa avaliação do câmbio no mês passado não incorporava os efeitos do racionamento (tanto econômicos quanto políticos), ela se provou equivocada no curto prazo. Independentemente disso, temos que basear nossas decisões de alocação de investimentos olhando o futuro e não para o passado. Assim, reafirmamos o que temos dito nos últimos 3 meses. O câmbio tem sido, sem dúvida, a variável mais difícil de se projetar no curto prazo. Assim, não aconselhamos especulação nesse mercado no atual nível (R\$ 2,38). Isso porque, é muito perigoso para quem está hedgeado desfazer o hedge. Ao mesmo tempo, a especulação na compra da moeda americana também não se justifica. Pânico não pode ser motivo para uma alocação em dólar. O investidor que tem seus gastos em reais e não quer correr risco nenhum neste momento deve focar em aplicações pós-fixadas (atreladas ao CDI). Caracteriza especulação e não proteção a alocação em fundos cambiais nesse momento, a não ser que essa referência de retorno faça parte de sua política de investimentos.

- As projeções de juros oscilaram menos em maio, mas continuaram dando oportunidades. A taxa de juros para operações de um ano oscilou entre 21,75%<sup>aa</sup> e 23,25%<sup>aa</sup>. Como dissemos no mês passado, o topo desta faixa ofereceu prêmios interessantes para quem quis ser um pouco mais agressivo e carregar a operação até o final sem se preocupar com as oscilações diárias da taxa – o que não ocorre no caso dos fundos de renda fixa. Mesmo com a alta da Selic e a possível continuidade desta alta por causa da pressão cambial, 23%<sup>aa</sup> oferece um prêmio interessante. A Selic, atualmente em 16,75%<sup>aa</sup> poderia subir mais de 6 pontos percentuais antes que a operação entrasse “no vermelho” (incluídos nesses 6 pontos o ponto percentual já esperado por grande parte do mercado). Além disso, quem já tem essas operações em carteira, tem seu “colchão” de segurança aumentado a cada dia que sua aplicação rende mais do que a Selic (que é aproximadamente igual ao CDI). Para quem não quiser ser tão agressivo e ao mesmo tempo desejar uma proteção indireta contra a variação cambial, os títulos indexados ao IGP-M são uma excelente alternativa. Com rendimentos projetados de aproximadamente IGP-M +10%<sup>aa</sup>, os títulos garantem esse juro real acima da inflação no atacado por todo seu prazo. Evidentemente, essa aplicação não é livre de riscos. Nesse caso específico, o principal risco seria um aperto monetário muito forte, que subisse o juro real de forma a controlar a inflação. Se um cenário desses permanecesse por um período longo, o rendimento de IGP-M +10%<sup>aa</sup> seria muito menor do que o rendimento obtido em CDI. Outro risco que é pouquíssimo provável mas que não pode ser descartado é o risco de crédito do emissor do título.

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