

JANEIRO 2003

Mercados

O movimento de melhora visto nos últimos meses de 2002 nos indicadores do mercado financeiro doméstico foi abruptamente abortado na segunda quinzena de janeiro, quando a deterioração do cenário externo causou não só uma desaceleração desta melhora, como um movimento que rapidamente se transformou de realização de lucros em adaptação a perspectivas menos positivas. Talvez o movimento do dólar seja o mais ilustrativo da volatilidade observada neste início de ano. A moeda americana abriu o mês em baixa e chegou a ser negociada a R\$ 3,26 (cotação atingida no dia 14). De lá a moeda subiu fortemente para R\$ 3,68 (+12,9%!!) e recuou levemente no final do mês para fechar em R\$ 3,52 - ainda em queda no mês, mas 8% acima da cotação do dia 14. As taxas de juros tiveram movimento idêntico, com o *benchmark* de um ano, que iniciou o mês em 29%^{aa} e chegou a cair até 25%^{aa}, terminando o mês sem oscilação – as taxas mais curtas recuaram levemente. Dada a manutenção das taxas de longo prazo (acima da SELIC dando carregamento positivo) e a queda das de curto prazo, o IRF-M bateu o CDI nesse início de ano. O risco Brasil, apesar de todo este movimento, conseguiu espaço para recuar dos 1434 pontos do final de 2002 para 1328 pontos – movimento exemplificado pela alta dos Cbonds e que deixa claro que o movimento de aversão ao risco foi transmitido diretamente pelo mercado acionário, poupando nossos títulos de dívida externa (talvez pelo ainda altíssimo spread que pagamos acima dos outros países).

A mudança de perspectivas dizem respeito principalmente ao cenário internacional. Conforme dissemos no mês passado, os mercados financeiros globais já acusavam um movimento de deterioração das expectativas e de fuga de ativos de risco e busca de segurança principalmente por causa da questão Iraquiana. Com a protelação de uma solução e a escalada em direção a um conflito de cujas proporções e conseqüências não se pode fazer nada além de especular, os investidores “correram” para se proteger. Por isso tivemos mais um mês em que o dólar se desvalorizou (principalmente contra o euro); o ouro e o petróleo subiram (o primeiro por ser uma reserva de valor, o segundo pela possibilidade de redução da oferta) e as bolsas de valores e títulos de baixa qualidade de crédito despencaram. Ao contrário do que se poderia esperar de um clássico fluxo de recursos para a “qualidade”, desta vez os títulos do Tesouro americano não foram beneficiados. Isto porque, como os EUA estão diretamente envolvidos na guerra (e podem ter que arcar com todo ou boa parte de seu custo) há o temor de que um aumento em seu déficit fiscal (iniciado com os pacotes de estímulo ao crescimento e piorados com os gastos militares) cause uma alta dos juros de longo prazo, o que traria prejuízo aos detentores destes títulos. Com isso o dinheiro tem migrado para títulos de outros governos.

PERFORMANCE EM JANEIRO

	<u>jan/03</u>		<u>jan/03</u>
CBOND (em R\$)	4,72%	DOW JONES	-3,45%
OURO	4,63%	S&P500	-2,74%
IRF VALOR/IBMEC	2,80%	NASDAQ	-1,09%
CDI	1,96%	FTSE (LONDRES)	-9,47%
DÓLAR	-0,56%	NIKKEI (TÓQUIO)	-2,79%
IBOVESPA	-2,90%	EURO	2,69%
		YEN	0,13%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Cenário

A única ruptura que apareceu até agora nas ações do novo governo petista foi aquela com os princípios defendidos até pouco tempo atrás pelo partido (e ainda defendido ferozmente pela chamada ala radical do PT). Agora já tendo partido do discurso para a ação, há vários sinais inequívocos de que o novo governo acredita que não pode mudar nada apenas com boas intenções e que precisa respeitar preceitos macroeconômicos básicos para poder tocar seu projeto social – caindo, involuntariamente, na “armadilha” de ter que repetir ações que no passado cansou de criticar, o que levou alguns comentaristas políticos a concluir, no balanço do primeiro mês de governo, que tudo anda surpreendentemente bem, justamente porque pouca

coisa mudou. Para ilustrar, podemos citar alguns dos fatos ocorridos em janeiro que sinalizam esta continuidade: 1) o BC elevou os juros em 0,50%^{aa} sem se preocupar com as críticas que viriam em seguida; 2) o ministro Palocci afirmou que o superávit fiscal deste ano será maior do que o de 2002 (que ficou em 3,91% do PIB, acima da meta de 3,75% acertada com o FMI), independentemente do acordo com o Fundo; 3) deu sinais de que o aumento dos servidores públicos ficará apenas em 2,5%, abaixo dos 4% propostos pelo orçamento enviado por FHC; 4) Propôs discutir uma Reforma da Previdência mais dura com os servidores públicos do que a inicialmente proposta por FHC; 5) não deu espaço para que os governadores dos estados tentassem rediscutir suas dívidas com a União; 6) vem mantendo todo tipo de contrato, inclusive as tão discutidas cláusulas de reajustes de tarifas de concessionárias, como foi o caso das de telefonia celular no início de fevereiro (mais de 20% de aumento, em média). Houve também uma série de vitórias no campo político. Engajado em acordos políticos para conseguir a necessária governabilidade, o PT conseguiu emplacar seu favorito (o senador José Sarney) na presidência do Senado – num acordo que garantiu ao petista João Paulo a presidência da Câmara. Além disso, PFL e PSDB que ameaçavam fazer um bloco opositorista que poderia barrar as Reformas voltaram atrás e anunciaram que serão “a favor de todas as propostas do Governo que forem benéficas ao Brasil”.

Com o aumento da confiança no início desse governo, os investidores voltaram a aplicar no Brasil (ainda que timidamente) e os bancos e empresas nacionais fizeram diversas emissões de títulos no mercado internacional. Os bancos usaram esses recursos principalmente para comprar títulos do governo indexados ao dólar, o que tornou a rolagem desses papéis muito mais fácil. No mesmo movimento, vários bancos de investimento e corretoras que tinham perspectivas e recomendações negativas para nossos bônus e ações voltaram a apostar numa recuperação. Se por um lado todos esses sinais foram lidos como muito positivos pelos mercados, por outro, desagradou fortemente a ala radical do PT. A torta na cara do presidente do PT, José Genuíno, dada por um participante do Fórum Social de Porto Alegre –em protesto à ida de Lula a Davos – foi um dos retratos da frustração que começa a aparecer na base da militância petista. Além disso, o claro racha interno do PT foi explicitado pela convocação de uma reunião em que o ministro Palocci foi convidado a explicar porque as decisões que vinham sendo tomadas estariam deixando de lado as propostas iniciais do PT. O lado positivo é que o governo está indo contra os radicais e tomando decisões “pró-estabilização” e conseqüentemente pró-mercado. E é justamente isso que traz o problema – até quando o governo conseguirá segurar os radicais do partido e as demandas de sua base política. A resposta a esta questão dependerá do sucesso do Governo em usar a popularidade recorde que Lula tem hoje (tanto internamente, quanto no plano internacional), para aprovar as Reformas e tomar as medidas que permitirão, “sem canetada”, reduzir os juros e trazer perspectivas de melhor crescimento no longo prazo. Se as discussões internas do PT e os tropeços do Governo se limitarem a atos simbólicos (como a suspensão da compra de caças da FAB) ou declarações impensadas (como a do Ministro da Ciência e Tecnologia sobre a bomba atômica) que não alterem a estrutura e o plano de vôo do Governo, aí teremos o melhor cenário possível. Caso contrário, a pressão interna e da sociedade como um todo pelas mudanças tão proclamadas na campanha eleitoral podem causar tentativas de desvio de rota que podem ser custosas para a economia. O MST está retomando as invasões de Terra e a Força Sindical já começou a pressionar por reajustes salariais com o objetivo de recuperar a perda do poder de compra devido à inflação acumulada nos últimos 3 meses – são apenas alguns exemplos de como essa pressão já começa a se manifestar.

Apesar de não ter sido suficiente para evitar uma deterioração das expectativas (refletida na alta dos juros futuros e do dólar e na queda da bolsa), acreditamos que o movimento teria sido muito pior se os sinais domésticos não tivessem sido tão positivos – basta ver que o risco Brasil propriamente dito, apesar de ter subido das mínimas atingidas na primeira quinzena do mês, não voltou ao mesmo patamar de dezembro. Mas, como dizíamos no mês passado, os mercados domésticos não tiveram força para sobreviver ao movimento pessimista assumido pelos mercados internacionais.

Apesar da situação da economia global não ser das melhores, o risco de guerra foi e deve continuar sendo o principal foco dos mercados no curto prazo. Na verdade esse risco se transformou na certeza de guerra com indefinições quanto a seu formato, sua duração e suas

conseqüências. O melhor cenário seria evidentemente o menos provável, ou seja, aquele em que Saddam Russein aceitaria o exílio evitando assim os custos (humanos e financeiros) da guerra. O cenário de um ataque apoiado pela ONU e encabeçado pelos EUA, com duração curta, precisão e eficácia para destituir Saddam com o menor número de mortes e sem danificar os campos de petróleo seria teoricamente o cenário mais positivo se a guerra não puder ser evitada – este é, para muitos, o cenário mais provável. Por outro lado, a pior coisa que pode ocorrer é uma guerra patrocinada unicamente pelos EUA (que bancaria todo seu custo sozinho) e que se prolongasse muito mais do que o esperado, causando rompimento do fornecimento de petróleo, retaliações terroristas ao redor do mundo, perda de popularidade do governo, aumento do déficit público e queda da confiança dos consumidores nos EUA e na Europa para níveis ainda mais baixos.

Enquanto a guerra não sai e apesar de um dos problemas que afetava o preço do petróleo ter sido “sanado” já que a greve geral que parou a Venezuela por 2 meses está se encerrando – e a produção está sendo retomada aos poucos -, a commodity continuou a subir em janeiro, pressionando ainda mais os mercados financeiros. É lógico esperar que os preços só comecem a cair depois de resolvida a questão do Iraque, de forma que o prêmio de risco devido ao temor de que haja falta de fornecimento seja removido dos preços.

Dadas as correções já sofridas e a incomensurável incerteza presente no horizonte de curto prazo, nossa recomendação é de que a prudência deve reinar nas decisões de investimento. Prudência aqui tem o significado de se aderir com disciplina à sua política de investimentos de longo prazo, sem movimentos bruscos para tentar lucro rápido nem pânico desnecessário.

- **BOLSA** – O Ibovespa chegou a atingir o patamar de 12,000 pontos, negociando acima disso durante poucos dias. Como dissemos no relatório passado, esse seria um bom nível para realização de lucros e diminuição de posições. Porém, apesar do cenário interno ter confirmado nossas expectativas e não ter trazido notícias suficientemente ruins para uma reversão do bom humor (o balanço interno foi até positivo, conforme discutimos anteriormente) o mercado internacional não só não melhorou, como piorou em relação ao mês anterior. Apesar da correção atual, acreditamos não ser prudente tentar acertar o fundo do poço deste movimento. O mais provável é que a volatilidade continue muito alta até que fique claro como e quando o conflito se deflagrará. Com isso, acreditamos que não se deva mudar de estratégia nesse momento. Porém, uma situação que justificaria um aumento de posição nesse momento seria aquela em que o investidor está aplicado numa proporção abaixo de sua alocação de longo prazo. Nesse caso, o recuo dos preços justificaria um ajuste gradual nesta posição.
- **CÂMBIO** – O dólar abriu o mês em baixa e por alguns dias foi negociado abaixo de R\$ 3,30. Sugerimos no mês passado que os investidores que estivessem esperando uma oportunidade de compra, usassem preços abaixo de R\$ 3,30 para fazê-lo. Infelizmente a oportunidade foi rápida, o que provavelmente deixou muita gente “sem ação”. De qualquer forma, acreditamos que a volatilidade deva continuar e não descartamos novo teste dos R\$ 3,30, mas acreditamos que este deve demorar um pouco (3 – 6 meses) para ocorrer. De qualquer forma, vale lembrar que o CDI está muito elevado e pode subir ainda mais, o que desfavorece o carregamento de posições especulativas em USD. As taxas de juros atuais (em R\$ e USD) geram um dólar futuro teórico para 1 ano a aproximadamente R\$ 4. Com isso, apenas quem acha que a moeda estará acima deste valor neste prazo deve fazer apostas de médio prazo.
- **JUROS** – Por enquanto continuamos sem recomendação de curto prazo para o segmento de renda fixa. Nossa sugestão de manutenção de posições atreladas ao IGP-M continua valendo. Nesse sentido vale ressaltar que o movimento de fuga desses títulos que já dá sinais de exaustão e pode inclusive ser revertido no futuro próximo. Isso porque aparentemente boa parte dos recursos de curto prazo já saiu dos fundos de IGP-M pois não agüentaram as oscilações nas cotas. Além disso, a inflação tem surpreendido negativamente, o que aumenta a demanda por proteção via esses papéis. Continuamos acreditando que, no longo prazo, há um espaço muito reduzido para perdas nessas aplicações (rentabilidade menor do que o CDI) e nesse caso elas seriam também pequenas. Dado o cenário internacional muito incerto, a teimosia dos índices inflacionários em permanecer em patamares elevados e os ainda reduzidos prêmios nas taxas pré-fixadas (28%^{aa} para 6 meses e 29,5%^{aa} para o de um ano, versus a SELIC atual de 25%^{aa}), acreditamos que haverá melhor oportunidade para se pré-fixar parte da carteira.

