

JULHO 2003

Mercados

O risco Brasil oscilou bastante durante o mês de julho, mas sempre dentro da faixa entre 700 e 800 pontos – a mesma que vinha respeitando desde o final de abril. Mesmo com a volatilidade diária, a oscilação no fechamento do mês foi desprezível, com o indicador fechando julho a 788 pontos. Apesar da manutenção do risco País, os títulos do Tesouro americano sofreram novas quedas no mercado internacional (seus *yields* subiram), o que fez com que o preço dos títulos brasileiros negociados no exterior também caíssem. O Cbond perdeu 1,70% do seu valor em dólares. Porém, quando medido em reais, sua oscilação foi positiva em 1,50% (devido à alta da moeda americana). O dólar ficou razoavelmente comportado até a última semana do mês, quando um movimento de alta o levou rapidamente a superar o patamar de R\$ 2,91 e a atingir a máxima do mês em seu fechamento, a R\$ 2,97 (alta de 3,26%, que o colocou em segundo lugar no ranking do mês). As projeções de juros continuaram a cair consistentemente até a reunião do COPOM, com a taxa de 1 ano beirando os 20%^{aa} pouco antes do anúncio da decisão do Comitê no dia 23. Como o mercado ficou frustrado com o corte de “apenas” 1,50%^{aa}, os juros tiveram que se re-alinhar à nova realidade e as taxas subiram moderadamente até o final do mês fechando a 21,30%^{aa} (-0,70%^{aa} no mês) para os negócios de um ano. Mesmo assim o IRF-M rendeu 2,25% (108% do CDI). Mas a melhor performance do mês ficou com o Ibovespa, que subiu 4,62%, mais do que compensando a queda do mês anterior e mantendo esse indicador como o campeão de ganhos no ano. O ouro também andou bem. Apesar de quase não ter oscilado no mercado internacional, a alta do dólar fez com que seu preço em reais subisse bons 3,55%.

Julho foi mais um mês positivo para os mercados acionários internacionais, com destaque para o Nikkei. Em geral, além dos resultados do segundo trimestre (tanto nos EUA quanto na Europa¹) terem superado as expectativas, o anúncio de uma série de dados econômicos mais positivos nos EUA justificou a alta das bolsas. Tais dados causaram também uma disparada nos juros pagos pelos títulos do Tesouro americano. As taxas de 2, 5 e 10 anos subiram respectivamente 0,43%^{aa}, 0,81%^{aa} e 0,89%^{aa} para fecharem o mês em 1,74%^{aa}, 3,23%^{aa} e 4,42%^{aa}. A alta dos juros americanos também favoreceu o dólar que se fortaleceu tanto contra o euro quanto contra o yen. Ainda no mercado internacional, o petróleo continuou em sua tendência de alta deste o mínimo atingido em maio. O contrato Brent para setembro chegou a atingir os USD29,50 em alta de mais de 5%, mas fechou o mês com alta de pouco mais de 1%, cotado a USD 28,37.

	<u>Jul/03</u>	<u>2003</u>		<u>Jul/03</u>	<u>2003</u>
IBOVESPA	4,62%	20,45%	DOW JONES	2,76%	10,70%
DÓLAR (BC)	3,26%	-16,07%	S&P500	1,62%	12,56%
OURO	3,55%	-13,75%	NASDAQ	6,92%	29,92%
IRF-M BM&F	2,25%	16,08%	FTSE (LONDRES)	3,12%	5,50%
CDI	2,08%	14,10%	DJ EUROSTOXX50 ¹	4,14%	5,58%
CBOND (em R\$)	1,50%	10,68%	NIKKEI (TÓQUIO)	5,29%	11,47%
			YEN	-0,69%	0,39%
			EURO	-2,39%	7,14%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Cenário

O cenário político doméstico sofreu uma piora clara no último mês, o que foi mais evidenciado pela resposta negativa dos mercados aos sinais de que o governo está “batendo cabeças”. Na questão das reformas (de longe a mais importante do momento), apesar do bom início que vimos com as aprovações nas comissões especiais, quase não houve avanço em julho – mês da convocação extraordinária do Congresso. A Lei das Falências, principal matéria que seria votada

¹ Passamos a incluir na tabela, além do FTSE (índice da bolsa de Londres), o DJ EUROSTOXX50E (índice que inclui ações das 50 maiores empresas da união monetária europeia, ponderadas por seu valor de mercado).

no período também não havia sido levada a plenário até o início de agosto. Além disso, a reforma da previdência causou discussões intermináveis (e sem resultado prático) envolvendo o Executivo, o Legislativo, o Judiciário (com a ameaça de greve dos magistrados) e representantes de todos os que se sentem ameaçados de alguma forma pelas mudanças propostas. Com isso ficou no mercado a sensação de que não houve qualquer avanço no último mês e de que, pior do que isso, podem ter sido criados empecilhos que tornem a aprovação das reformas da forma que o governo queria ainda mais difícil do que se esperava. Como se não bastasse isso, as ações do MST e de outros movimentos ditos sociais se intensificaram ainda mais, o que ganhou muito espaço na mídia. Com isso se evidenciou ainda mais a dificuldade do governo em lidar com o problema.

Do ponto de vista do mercado, a aprovação das Reformas é uma condição necessária para a queda do risco País (e conseqüente melhora de todos os outros indicadores financeiros e econômicos) no médio e longo prazo. Mas a aprovação não seria suficiente para isso, por exemplo, se a questão do MST ganhar corpo e aumentar a desconfiança dos investidores sobre a firmeza do governo na defesa do estado de direito. Incerteza similar à que geraria a quebra de contratos como os das tarifas de telefone e eletricidade, por exemplo. Afinal de contas, de nada adiantaria festejar mudanças importantes na lei se contratos e leis já existentes fossem desrespeitados. O mercado vai esperar para ver como o governo Lula lida com sua primeira crise.

Alheia (pelo menos por enquanto) aos tropeços e dificuldades dos bastidores das discussões políticas, a área econômica do governo seguiu trabalhando no mesmo padrão conservador dos últimos meses. O Banco Central surpreendeu negativamente os mais otimistas e cortou os juros em apenas 1,50%^{aa} para 24,50%^{aa}, apesar dos dados recentes que continuam mostrando queda da inflação. O conservadorismo e a preocupação com o combate à inflação no longo prazo estiveram claros na ata da reunião. Além disso, o BC operou muito bem rolando parcelas pequenas das dívidas cambiais que venceram ao longo do mês, quando a demanda realmente era baixa (resta saber se, com a recente alta do dólar, essa demanda não crescerá). Com isso seguiu diminuindo aos poucos a parcela da dívida interna atrelada ao câmbio – um objetivo claro de longo prazo. O BC foi apenas infeliz no swap de dívida externa que fez no final do mês, na tentativa de melhorar seu perfil de vencimentos. Com a alta dos juros dos títulos americanos, o apetite dos investidores foi menor do que o esperado e o resultado terminou frustrando as expectativas. De qualquer forma o BC acabou trocando USD 1,3 bilhão em títulos e liberando USD 590 mm em garantias dos títulos trocados pelos investidores – que vão engrossar as reservas – além de ter captado

O cenário internacional viu notícias positivas ao longo do último mês. Nos EUA, os dados semanais de pedidos de auxílio desemprego começaram a cair na segunda quinzena de julho. Além disso, o número de encomendas de bens duráveis e o índice que mede a atividade industrial (ISM) surpreenderam positivamente. Dando alento para consumidores e analistas, os resultados das empresas no segundo trimestre do ano superaram as expectativas e já começaram a gerar revisões para cima nos resultados esperados para os próximos quartos. Como dissemos antes, dada a alta antecipada dos principais índices nos últimos três meses, essa notícia era necessária para que não houvesse uma realização forte de lucros – mas não causará necessariamente novas altas se os dados econômicos não continuarem vindo bons. Na Alemanha, maior economia da região do euro, um importante índice que mede o sentimento no ambiente empresarial subiu em junho pelo terceiro mês consecutivo e foi visto por analistas como um sinal de que a economia está se recuperando. Até no Japão também houve a divulgação de notícias positivas.

Apesar do cenário internacional ter dados sinais mais claros de que, no mínimo, não atrapalharão no curto prazo (salvo um novo atentado terrorista ou alguma grande surpresa do tipo das fraudes corporativas de 2002), o cenário doméstico que comentamos anteriormente sugere cautela para todos os portfólios. Nesse sentido, nossas recomendações para cada segmento de mercado ficam assim:

- **BOLSA** – Ainda acreditamos em apreciação do mercado no longo prazo. Tal apreciação deve vir na esteira da queda do risco Brasil e dos juros domésticos, o que deve ocorrer mais consistentemente após a aprovação das reformas. A retomada mais consistente do crescimento econômico global também ajudaria. Porém, há no horizonte riscos potenciais (MST, dificuldades no andamento das reformas, etc.) que podem fazer com que a alta demore para se materializar. Acreditamos ser prudente uma redução da alocação em ações para um patamar tal que, além de permitir sua manutenção no longo prazo sem gerar pânico, dê espaço para um aumento de posições caso o mercado entre numa maré de mau humor.
- **CÂMBIO** – A banda entre R\$ 2,82 e R\$ 2,90 que vinha sendo respeitada há várias semanas foi rompida no final de julho com o mercado se frustrando com as dificuldades nos trâmites das reformas. Como o mercado seguia muito “leve” e o abundante fluxo de entradas diminuiu, o dólar subiu rapidamente para acima de R\$ 3,00 enquanto preparávamos este relatório. No segundo semestre os fluxos líquidos tendem a ser menos positivos. Por um lado aumentam as amortizações de dívidas e remessas de dividendos das multinacionais. Além disso, sazonalmente a balança fica menos favorável no final do ano (mesmo que o efeito da redução dos juros sobre a importação seja pequeno). E existe um potencial catalisador para a alta da moeda americana: as informações que temos de mercado evidenciam a completa falta de demanda por *hedge* pelas empresas. Assim, repetindo os erros do passado, é provável que a demanda apareça assim que o dólar começar a subir, acelerando o movimento além do que os fundamentos justificariam. Por isso tudo mantemos nossa recomendação de carregamento de posições compradas. Não seria impossível ver o dólar de volta à casa dos R\$ 3,20 em poucas semanas.
- **JUROS** – Como já dissemos, este segmento do mercado teve um tom extremamente otimista até a reunião do COPOM, revertendo a tendência após a mesma. De qualquer forma, a queda da inflação e a atividade econômica deprimida continuam justificando mais queda de juros no médio prazo. Dado que as expectativas já estão razoavelmente refletidas nos preços de mercado, não vemos muito prêmio que justifique posições além da nossa já antiga recomendação (que reafirmamos a despeito dos resultados insatisfatórios dos últimos meses) de aplicações de médio prazo atreladas ao IGP-M devido ao travamento de altos juros reais que propiciam. Além disto, resta esperar por novas oportunidades que certamente surgirão ao longo do tempo.