

Agosto 2002

Mercados e cenário

Apesar de não ter começado muito bem, agosto terminou com um tom muito mais positivo para os mercados financeiros em geral. Particularmente no Brasil, o acordo com o FMI, além de algumas ações do Banco Central e da reviravolta no quadro eleitoral permitiram uma correção do exagerado pessimismo indicado pelos ativos financeiros no final de julho. No saldo do mês, o risco Brasil (medido pelo indicador do banco JP Morgan) recuou 757 pontos para 1.633. Queda esta bem exemplificada pela alta de quase 20% observada nos preços do Cbond. Com o apetite para o risco Brasil melhorando e o sentimento de pânico perdendo força (além de outros motivos de ordem “técnica” no mercado de câmbio), o dólar despencou de volta ao patamar de R\$ 3,00. As oscilações do chamado Cupom cambial deram, em agosto, ganhos a alguns fundos cambiais apesar da queda da moeda americana. Este fenômeno, que também indica uma volta gradual à normalidade, nada mais é do que a correção de parte das discrepâncias geradas no mês anterior – quando os fundos tiveram rentabilidades muito inferiores à alta de 23% da moeda americana. As taxas de juros, que no final do mês anterior indicavam alto prêmio sobre os juros de curto prazo, cederam bastante (a taxa de um ano foi de 30%^{aa} para 23,50%^{aa}) à medida que o mercado revia a possibilidade de um choque de juros para conter a escalada do dólar. Com isto o IRF, (índice referência das aplicações pré-fixadas) que havia acumulado dois meses de resultados negativos, subiu fortemente obtendo uma rentabilidade muito superior ao CDI. Refletindo a melhora dos outros mercados e sem a influência negativa das bolsas internacionais, o Ibovespa pode finalmente (após 5 meses consecutivos de queda) apresentar uma performance positiva, com ganhos de 6,35%.

Conforme mostra a tabela abaixo, com exceção do japonês (que tem problemas específicos), todos os mais importantes mercados acionários do mundo tiveram um mês de relativa estabilidade – o que já é uma boa notícia dadas as perdas acumuladas nos meses anteriores. Vale notar que, após um mês de tregua, tanto o yen quanto o euro voltaram a ganhar contra o dólar, continuando a tendência de desvalorização da moeda americana que prevalece no ano.

PERFORMANCE EM AGOSTO

	<u>AGO</u>	<u>2002</u>		<u>AGO</u>	<u>2002</u>
CBOND	18,94%	-19,48%	DOW JONES	-0,84%	-13,55%
IBOVESPA	6,35%	-23,53%	S&P500	0,49%	-20,21%
IRF VALOR/IBMEC	3,85%	11,22%	NASDAQ	-1,01%	-32,58%
CDI	1,45%	11,91%	FTSE (LONDRES)	-0,45%	-18,98%
OURO	-11,17%	44,19%	NIKKEI (TÓQUIO)	-2,62%	-8,76%
DÓLAR	-13,26%	30,02%	EURO	0,44%	10,41%
			YEN	1,05%	10,84%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

O que permitiu a melhora dos mercados domésticos foi a conjunção de uma melhora do cenário externo (ainda incerto) com as atuações institucionais e de mercado do governo brasileiro. O acordo acertado com o FMI foi o primeiro passo. A reação do mercado ao anúncio de um pacote de ajuda de USD 30 bilhões foi mais fraca do que o esperado. Certamente a dúvida sobre o cumprimento dos pontos do acordo pelo próximo governo continua na cabeça de todos, apesar das reuniões que o presidente FHC fez com os principais candidatos, que no geral apoiaram os pontos do acordo.

Além do acordo com o fundo, o Banco Central anunciou uma série de medidas para melhorar as condições de liquidez no mercado de câmbio que sofreu fortemente com a drástica redução na disponibilidade de linhas externas para o financiamento de nossas exportações. As intervenções diretas no mercado à vista, a disponibilização de linhas especiais para exportação utilizando parte das reservas internacionais e recursos redirecionados do BNDES, além das reuniões com bancos internacionais para explicar os “números brasileiros” foram importantes para melhorar as condições do mercado. No mercado de renda fixa, a flexibilização das regras de marcação a mercado dos títulos públicos, além da oferta de troca de títulos longos por mais curtos tirou um pouco da pressão sobre os fundos de investimentos.

Em sua reunião de agosto, o COPOM até que tentou mostrar confiança de que a inflação, no longo prazo, está dentro de suas metas. O Comitê manteve os juros em 18%^{aa} mas adotou o viés de baixa, na expectativa de que suas outras ações fossem suficientes para manter o dólar num patamar mais baixo. Até o presente momento isto não aconteceu e o uso do viés parece cada vez menos provável.

Do ponto de vista dos chamados “fundamentos”, o destaque fica para o superávit recorde da balança comercial em agosto (USD 1,6 bi, acumulando USD 5,4 bi no ano) e para o ajuste dos outros componentes do balanço de pagamentos, que explicita o efeito benéfico do câmbio flutuante como amortecedor de crises externas. O lado negro do câmbio flutuante, além da inflação, é a situação da dívida pública, que atingiu preocupantes 62% do PIB. Para evitar seu crescimento e confirmar a tese de que a dívida é sustentável a longo prazo, o governo anunciou mais uma elevação na meta de superávit primário para este ano, de 3,75% para 3,88% do PIB. O mercado recebeu bem a notícia pois mostra o compromisso do governo, mesmo em ano eleitoral, de apertar os cintos para manter sua capacidade de repagamento. Além disso, segundo o memorando técnico do novo acordo com o fundo, caso as outras variáveis que influenciam a dívida andem na contramão do desejado, os 3,75% de superávit primário devem ser ajustados para cima de forma a evitar sua “explosão”. Aqui vale dizer que o que permite este tipo de atitude da equipe econômica é justamente o cumprimento (até com folga) de todas as metas de superávit primário acertadas tanto com o Fundo como internamente. E o que explica parte dos temores dos investidores é justamente a certeza de que, seja quem for o próximo presidente, a equipe econômica será outra. E todo o trabalho de convencimento do mercado e construção de reputação precisará ser iniciado novamente.

Porém, o pano de fundo externo piorou com os dados divulgados na última semana de agosto e na primeira de setembro (que culminou com as fortes quedas do dia 03). Nos EUA, a piora nos índices de confiança do consumidor fez um número maior de economistas colocar em dúvida a velocidade e a extensão da recuperação econômica. O lado positivo continua sendo o mercado imobiliário, incentivado pelas menores taxas de juros dos últimos 40 anos – um financiamento de 30 anos pode ser feito a taxas menores do que 7,5%^{aa!!!} Outro sinal de que há luz no fim do túnel é o número de vendas de automóveis que continua crescente. Apesar de também ser função de promoções e juros baixíssimos ou nulos nos financiamentos, altas vendas de carros não refletem um consumidor que possa frear bruscamente suas compras a ponto de causar uma recessão.

No Japão o problema é mais grave, mas deve ter limitado poder para afetar o resto do mundo. O grande problema japonês é seu sistema financeiro. O círculo vicioso passa pelo fato de os bancos serem os grandes carregadores de investimento acionário. Com as quedas da bolsa (o Nikkei está no nível mais baixo dos últimos 19 anos) a situação pode se agravar e o governo pode novamente ter que socorrer o setor.

Na Europa os dados de crescimento divulgados nas últimas semanas mostram que a economia não se recuperará tão fortemente tanto na região do Euro quanto na Inglaterra. Além disso, os estragos causados pelas enchentes que atingiram parte da Europa não se limitaram à triste destruição de edifícios históricos. O mercado acionário sofreu (com destaque para as ações de seguradoras) e as contas públicas dos países atingidos também serão abaladas – já que os estados terão que arcar com parte dos pesados custos de reconstrução. A economia alemã (a maior do euro) sofre com o desemprego que atingiu a máxima dos últimos 3 anos e não deve diminuir tão cedo.

O cenário da América Latina não parece ter potencial para nos trazer nenhum acontecimento que possa mover os mercados. A Argentina já quebrou, não podendo nos prejudicar mais. De lá, a única notícia que poderia afetar os mercados (positivamente) seria um acordo com o FMI, o que aparenta estar cada vez mais difícil. Por enquanto, o País só conseguiu postergar por um ano o vencimento de USD 2,7 bi que deveriam ser pagos ao Fundo este ano.

O cenário político fica por último por um motivo simples. Apesar de ser o fator mais importante na determinação da direção dos ativos financeiros no Brasil, as incertezas continuam. A proximidade do primeiro turno não aumenta o grau de previsibilidade do resultado final. As pesquisas mais recentes mostram um empate entre Ciro e Serra no segundo lugar ao redor dos 20% das intenções de voto (dependendo do instituto usado). Lula continua na frente, com

confortáveis 35% e Garotinho ficou estancado ao redor de 10-12% das intenções. Apesar de ainda incerto, a “foto” atual é muito melhor (do ponto de vista do mercado) do que a que prevalecia em nosso último relatório. Àquela época, Ciro estava tecnicamente empatado com Lula no primeiro lugar, deixando Serra num distante segundo lugar, empatado com Garotinho. Somando-se à excepcional melhora de Serra após duas semanas de programa eleitoral (como “previam” os analistas políticos), veio o anúncio da adesão de Sheinkman à equipe de Ciro, o que foi bem recebido pelo mercado. Além disso, todos os candidatos apoiaram o acordo com o FMI, mesmo criticando a situação que levou à sua necessidade. A volatilidade dos resultados das últimas pesquisas adicionada ao fato de que o número de indecisos ainda está entre 40-50%, não permite qualquer prognóstico sobre o resultado final.

- **BOLSA** – O mercado acionário representa boa alternativa de investimento no atual momento. Num cenário positivo (que não deve ser lido como o melhor cenário possível), o presidente eleito consegue provar que não tomará nenhuma decisão heterodoxa (o que seria mais fácil para Serra) e que tentará obter apoio político para as reformas necessárias para a volta ao crescimento. Neste caso as incertezas diminuiriam bastante (as diferenças estariam na forma e não no conteúdo dos projetos políticos) e este mercado poderia corrigir mais uma parte dos exageros presentes nos preços das ações. Nesta situação o Ibovespa poderia voltar para um patamar entre 12.000 e 13.000 pontos, o que significaria um retorno entre 20% e 30%. A velocidade desta retomada dependerá essencialmente do cenário político, mas há uma chance de isto ocorrer no curto prazo, dependendo do desenrolar das eleições. Por outro lado, se pensarmos num caso extremamente negativo – um calote, “renegociação” da dívida, ou algo similar – ações funcionariam como um ativo real, provendo parcial proteção para o principal investido. Com isso, reafirmamos nossa opinião de que o momento é bom para uma alocação em ações. Sempre tendo em mente que ações são ativos de risco e apresentam grande volatilidade.
- **CÂMBIO** – Achamos muito difícil o dólar romper a barreira dos R\$ 2,90-R\$ 3,00 com consistência no curto prazo (pelo menos antes do resultado final das eleições). Ao mesmo tempo, as oscilações devem continuar bastante fortes. Com o acordo assinado com o FMI e as atuações do BC (descritas acima) neste segmento do mercado, acreditamos ser muito improvável que o dólar volte aos níveis vistos em setembro (R\$3,50 – 3,60). A probabilidade disto acontecer estaria restrita a uma nova onda de pessimismo internacional (com uma guerra no Iraque ou novos ataques terroristas) que trouxesse maior aversão ao risco do que já se vê, além de declarações e/ou atos dos candidatos com chance de vitória que trouxessem novo temor de ruptura apesar do acordo com o FMI. Sendo assim e considerando o atual patamar da moeda americana, acreditamos que haverá oportunidades de curto prazo para investidores mais dinâmicos que tenham como agir tomando partido dos exageros que eventualmente levassem a cotação do dólar para próximo dos patamares mencionados acima.
- **JUROS** – A pré-fixação sugerida em nosso boletim anterior já deu resultado (maior e mais rápido do que esperávamos), com a redução substancial do prêmio de risco embutido nas taxas de médio prazo (taxa para janeiro caiu de 25%^{aa} para 20%^{aa}). Com a SELIC/CDI atualmente em 18%^{aa} ainda há algum prêmio, que pode ser maior do que os 2%^{aa} nominais se o COPOM reduzir a taxa até os 17%^{aa}, que é a projeção de consenso do mercado, segundo pesquisa divulgada pelo próprio BC. Mesmo assim, a despeito do mercado descartar completamente uma elevação dos juros, este risco existe. Portanto, o aumento de posições pré-fixadas deve ser feito à luz de uma rigorosa análise de risco do portfólio como um todo. Outra alternativa, que nos parece bastante atraente para o longo prazo, é o travamento do atual nível de juros real. Os instrumentos disponíveis hoje no mercado permitem que isto seja feito através de operações que tenham como base a variação do IGP-M mais uma taxa de juros (real) pré-fixada. Como se sabe, os juros reais atuais não são sustentáveis por muito tempo e devem cair. No melhor cenário, eles caem através da redução dos juros nominais maior do que a queda da inflação. No pior cenário, a inflação sobe mais do que os juros nominais, “espremendo” a parcela de juros reais. Neste caso, uma operação “lastreada” em IGP-M permite uma “aposta” na queda dos juros reais sem o risco de inflação. O risco da operação se limitaria ao risco de um calote da dívida pública que é, em última instância, o que se usa como lastro para qualquer tipo de operação no mercado doméstico. As taxas atuais, de IGPM + entre 9 e 11% podem prover um bom colchão de rendimentos reais para o longo prazo. Apesar de tal alocação poder dar resultados no curto prazo, sugerimos um horizonte de pelo menos 2 anos para nortear a decisão de cada um.

