

Setembro 2002

Mercados

O alívio visto nos indicadores dos mercados domésticos em agosto durou muito pouco. Na verdade, setembro foi um mês de piora quase contínua para a maioria dos ativos brasileiros. Após a correção vista no mês anterior, o dólar retomou a escalada a níveis que, na falta de outro adjetivo, beiraram o ridículo se descartarmos qualquer tipo de ruptura do modelo econômico atual (coisa que, evidentemente, o mercado como um todo não pode se dar ao luxo de fazer). O risco Brasil, que havia recuado mais de 700 pontos para abaixo de 1700, voltou a subir para atingir nova máxima histórica pouco acima dos 2400 pontos. Conseqüentemente, a alta de quase 20% dos Cbonds em agosto se reverteu com a queda de maior magnitude sofrida em setembro. Na Bovespa, a busca por ativos reais ainda não se transformou em fluxo positivo pelos investidores locais. Assim, o fluxo de venda por estrangeiros voltou a dominar os pregões e o Ibovespa sofreu perdas de 17%, acumulando -36,5% no ano. Medido em dólares o índice fechou setembro no nível mais baixo do Plano Real. Esta medida deve ser olhada com cautela, dada a volatilidade atual do câmbio, mas não deixa de indicar que algo está errado. Ou a economia realmente entrará num movimento de correção que justificará os preços atuais, ou a tendência da bolsa, no longo prazo, deve ser de alta.

Também nos mercados internacionais a estabilidade vista em agosto foi apenas uma parada no movimento generalizado "ladeira abaixo". Os índices acionários do mundo desenvolvido voltaram a bater recordes de queda. O Nikkei voltou a fazer nova mínima, voltando ao patamar de 19 anos atrás após uma breve recuperação no início do mês. Para os índices americanos, setembro fechou seu pior trimestre desde 1987. E 2002 deve ser o terceiro ano consecutivo de fortes quedas, o que aconteceu pela última vez na década de 30, durante a grande depressão. Além dos resultados das empresas, que não mostram recuperação devido à fraca performance da economia mundial, novos problemas corporativos e, principalmente, a ameaça de uma nova ação militar contra o Iraque pesaram fortemente sobre os mercados de risco ao redor do mundo.

PERFORMANCE EM SETEMBRO

	<u>SET</u>	<u>2002</u>		<u>SET</u>	<u>2002</u>
DÓLAR	24,92%	62,42%	DOW JONES	-12,37%	-13,55%
OURO	20,97%	74,42%	S&P500	-11,00%	-28,99%
CDI	1,38%	13,45%	NASDAQ	-10,86%	-39,90%
IRF VALOR/IBMEC	0,27%	11,52%	FTSE (LONDRES)	-11,96%	-28,67%
IBOVESPA	-16,95%	-36,50%	NIKKEI (TÓQUIO)	-2,45%	-11,00%
CBOND	-20,56%	-36,04%	EURO	0,52%	10,98%
			YEN	-2,51%	8,05%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Cenário

O cenário doméstico foi evidentemente dominado pela sucessão presidencial. Com tantas mudanças no quadro eleitoral a cada semana, quem se atreveu a fazer projeções por mais experiente que fosse, "queimou a mão". Em certos aspectos – e a despeito do estrago já feito nos mercados e sofrido pela economia – estamos após o primeiro turno como no início da corrida eleitoral. Temos uma disputa entre a continuidade e a mudança, entre o governo e a oposição. Como tanto mudou em poucas semanas antes do primeiro turno e muitos analistas dizem que o segundo turno "é outra estória", tudo pode acontecer. Hoje o mais provável é que Lula vença. Mesmo antes do primeiro turno o mercado já atribuía uma probabilidade de entre 80% e 90% para a vitória do Petista. Como parte disto incluía os que esperavam vitória no segundo turno, poderíamos dizer que hoje o justo seria algo como 65%-75%. Mesmo assim, os 30% de chance de Serra não são nada desprezíveis, mas os mercados preferem apostar nos outros 70% - ou então atribuem de fato uma probabilidade bem maior à vitória de Lula, a julgar pelo comportamento recente dos preços. Os defensores da teoria de que Serra tem chances lembram alguns pontos, entre eles o fato de que Serra chegou ao 1º. turno com mais votos do que indicava qualquer pesquisa, e o fato de estar em trajetória ascendente. Além disso, com a polarização da disputa, diminui (em teoria) o espaço que Lula tinha para fugir do debate – que já se provou ser uma ameaça para o Petista. Se Serra ganhar, nossos problemas estão longe de estar resolvidos, mas a mera retirada do risco iminente de ruptura macroeconômica pode

significar um alívio muito grande nos indicadores de risco Brasil.

Mesmo com as incertezas que rondam as projeções para o resultado final, podemos dizer que o PT foi o grande vencedor dessas eleições. Conseguiu 2 estados no primeiro turno e concorre em outros 8 no segundo (incluindo SP). Sua bancada é a que mais vai crescer tanto no Senado quanto na Câmara, onde deve pleitear a presidência da Casa. E isso nos leva a um ponto importante. Qualquer que seja o eleito, ele terá que negociar fortemente com o Congresso para aprovar qualquer mudança constitucional. Isto porque Serra não deve contar com um apoio tão forte quanto o que FHC tinha no primeiro mandato. E o PT, mesmo se unindo com os partidos de sua atual coalizão, também não terá a maioria necessária – e isto deve servir de alívio para os que temem medidas heterodoxas assim que o PT assumir o poder.

Mesmo com o foco nas eleições, alguns pontos de nossa economia valem ser comentados. A performance excepcional da balança comercial (agora ajudada também por um crescimento das exportações, além da queda das importações já identificada anteriormente), segue trabalhando como um amortecedor de nossa vulnerabilidade externa. Até a primeira semana de outubro o saldo acumulado no ano já estava em USD 8,2 bi. Frente a este resultado, o superávit médio esperado pelo mercado (segundo a pesquisa FOCUS divulgada semanalmente pelo BC) subiu de USD 6,5 para USD 9 bi para 2002 e de USD 7,6 para USD 11 bi para 2003.

Por outro lado, e também causada pela alta do dólar, a inflação vem subindo consistentemente nos últimos meses. O IGP-M de setembro ficou em 2,40%, e acumula 10,54% apenas nos nove primeiros meses do ano. O IPC-A, usado pelo Banco Central em sua política de metas de inflação, ficou em 0,72% em setembro e acumula 5,60% no ano (acima do teto da meta estabelecida pelo BC). Com estes dados e a contínua alta tanto do dólar quanto do risco Brasil o BC, em sua reunião de setembro, decidiu manter as taxas de juros inalteradas, retirando também o viés de baixa que havia sido instituído na reunião anterior. E o mercado (também segundo o FOCUS), passou a rever para cima sua expectativa de inflação para os anos de 2002 e 2003 – a expectativa média agora é de que o IPC-A fique em 6,91% e 5,53% e o IGP-M acumule 13,11% e 7,45% nos anos de 2002 e 2003, respectivamente. Com este quadro, a inflação não deixaria mais espaços para queda de juros este ano. Com isso o mercado também passou a rever sua expectativa para o nível da taxa de juros no final do ano de 17%^{aa} (projeção que era mantida desde maio) para 17,50%^{aa} segundo a pesquisa do dia 4. Isso indica que parte dos analistas está “jogando a toalha” e não acredita mais num corte de juros neste ano – o que nos parece bastante sensato.

O cenário externo passou a ser definitivamente dominado pela expectativa de um ataque americano ao Iraque. O petróleo chegou a subir mais mas ainda não atingiu níveis insuportáveis – entre outros motivos porque a OPEP pode aumentar sua produção para suprir as necessidades mundiais do produto. A situação enquanto preparávamos este relatório ainda era incerta. Apesar da volta dos inspetores de armas da ONU já estar sendo acertada com Bagdá, os EUA insistem em buscar apoio, interno e externo, para uma ação mais forte – que preveja ação militar caso fique claro que Saddam é uma ameaça e que está apenas tentando ganhar tempo. Por enquanto, Bush parece ter conseguido apoio na Câmara e no Senado. Mas a opinião pública americana está dividida, mais preocupada com a situação econômica do País do que com a suposta ameaça Iraquiana. No Conselho de Segurança da ONU, Bush ainda precisa convencer os membros permanentes que têm direito a veto (França, Inglaterra, Rússia, China). Por enquanto só a Inglaterra apóia uma moção mais forte contra o Iraque. Os outros preferem esperar pelo resultado das inspeções de armas, que podem começar nas próximas semanas.

O conflito com o Iraque não teria tanto efeito sobre os mercados não fosse o atual cenário econômico - muito nebuloso. Enquanto já há sinais pontuais de recuperação nos EUA – como a manutenção dos elevados níveis de vendas no varejo e a surpreendente queda da taxa de desemprego no mês de setembro - a maioria dos indicadores mostra que esta recuperação não tem sido muito vigorosa, se é que já está em curso: queda nos índices de confiança do consumidor, no índice dos indicadores líderes e no índice dos gerentes de compras, além da primeira queda em oito meses na produção industrial. Com este cenário fica cada vez mais provável uma redução adicional da taxa de juros de curto prazo. O mercado já precifica esta trajetória de queda através dos juros embutidos nos títulos do Tesouro americano. Enquanto os FED Funds estão hoje em 1,75%^{aa}, a taxa de retorno das notas de 2 anos do Tesouro fechou

setembro em 1,68%^{aa}, o nível mais baixo de todos os tempos.

Na região do euro a situação é ainda pior. Dependente de suas exportações para os EUA e contando com a fraca demanda doméstica devido ao alto desemprego, a região luta para voltar a crescer. A falta de pressão por aumento de preços devido à fraqueza doméstica faz com que a inflação continue sob controle. A expectativa do mercado é de que o Banco Central Europeu mantenha sua taxa básica em 3,25%^{aa} este mês, mas que haja uma redução ainda em 2002, para evitar uma nova onda recessiva. Mas, pelo menos em suas últimas declarações, o Banco Central Europeu não tem mostrado muita pressa em agir cortando as taxas. Do outro lado do mundo, o Banco Central Japonês se vê as voltas com a possibilidade de comprar as ações da carteira dos bancos para ajudar na limpeza de seus balanços. Para uma economia que está em fraca recuperação, como o próprio governo afirmou em seu relatório econômico de outubro, evitar um problema mais grave no sistema bancário é uma prioridade.

Recomendações

Dadas as incertezas atuais e o potencial para a continuidade de oscilações acima do normal em todos os ativos financeiros, vale repetirmos a importância de se olhar cada portfólio de acordo com sua política de investimentos, seu objetivo de longo prazo e sua tolerância a riscos. A tentação para atitudes baseadas em oscilações específicas de curto prazo é maior em momentos como os atuais e deve ser controlada. A disciplina sempre dá retorno no final das contas.

- **BOLSA** – O Ibovespa oscilou em vários dias 3 – 4% para cima e para baixo nas últimas semanas. Isso deve continuar, pelo menos pelo próximo mês. O atual nível de preços, conforme mencionamos no início deste relatório, torna bastante confortável uma alocação em ações. Vale sempre ressaltar que este conforto é fruto de um objetivo de longo prazo e vem do fato, que já mencionamos neste espaço no mês passado, de que ações devem funcionar como um eficiente ativo real tanto num caso de volta da inflação quanto de ruptura com as atuais políticas macroeconômicas (que não está no nosso cenário básico).
- **CÂMBIO** – Enquanto estávamos certos ao afirmar ser difícil um rompimento do nível de R\$ 2,90, fomos mais do que surpreendidos pelo patamar (quase R\$ 4) atingido pela moeda americana no pior momento de setembro. Assim, mantemos nossa posição de cautela. Se Lula for eleito e não tiver sucesso em obter um voto de confiança do mercado (ou nem tentar fazê-lo), o dólar pode atingir valores ainda não vistos. Não é nosso cenário base, mas existe a chance disto ocorrer. Operar no mercado cambial no curto prazo é para poucos especialistas. Como dissemos, os *hedgers* devem manter suas posições. Apesar de ser difícil acreditar que o dólar continue subindo muito, os juros atualmente embutidos nos títulos cambiais (29%^{aa} para um prazo de 12 meses, por exemplo) garantem algum colchão para amortecer quedas da moeda americana e podem tirar a “tentação” de se operar o *hedge* devido à alta recente da moeda.
- **JUROS** – As taxas de juros atuais embutem prêmios sobre a Selic (atualmente em 18%^{aa}). O consenso de mercado para o patamar de juros no final de 2002, estagnado em 17%^{aa} por vários meses, subiu pela primeira vez na última pesquisa divulgada pelo BC. Dado o novo patamar atingido pelo câmbio e o fato de que poucos esperam que este volte a se estabilizar ao redor de R\$ 3,00 (pelo menos no curto prazo) cai também a probabilidade de um corte de juros. Dito isto, nossa recomendação neste momento é a mesma do mês passado. A aplicação em ativos atrelados ao IGP-M deve ser seriamente considerada. Uma evidência de que o mercado em geral também acordou para esta alternativa é a recente captação de recursos dos fundos que tem o IGP-M como seu objetivo de rentabilidade. Além disto, devido à procura, as taxas de juros embutidas em títulos públicos atrelados a este indexador caíram ao longo de setembro – mas ainda estão atraentes para o investidor com objetivos de, no mínimo, 2 anos. Para quem tem mais sangue frio e descarta o caos no primeiro ano do próximo governo, uma alternativa é um investimento pré-fixado pelo prazo de 1 ano. Com a taxa atualmente ao redor de 27,50%^{aa}, o CDI terá que subir muito para que se tenha um resultado ruim (< 100% do CDI) nesta aplicação. Por outro lado, se a inflação vier galopando e/ ou os juros de curto prazo subirem, o resultado pode ser bem pior do que os 153% do CDI (27,5/18 = 1,53) sugeridos pelas taxas nominais.