

RELATÓRIO MENSAL - MARÇO 2004

Mercado Local

➤ Março trouxe bastante volatilidade para os mercados. No front externo vimos o aumento das tensões geopolíticas com o atentado do dia 11 em Madri e o assassinato do fundador do Hamas. Com isso os indicadores globais de risco (ouro, volatilidade implícita nas ações, spread de risco nos bonds) oscilaram muito. O risco Brasil variou entre 520 e 600 pontos, mas recuou no final do mês para 558 (queda de 20 pontos). Todos os outros indicadores do mercado doméstico também oscilaram bastante, com destaque para o ouro que fechou em alta de 6,22% no topo de nosso ranking devido à alta do metal no mercado internacional. O dólar, que fechou o mês em queda de 0,18%, ficou na rabeira da tabela. O CDI acumulou 1,38% (acima dos 1,08% de fevereiro devido ao maior número de dias úteis: 23x18). O Ibovespa (+1,78%, 2º no ranking) e o IRF-M (+1,57%, ou 114% do CDI, 3º lugar) bateram o CDI, o que também aconteceu com o Cbond (medido em reais).

Mercado Internacional

➤ Nos mercados internacionais, o destaque ficou para as quedas dos principais indicadores acionários, que já vinham desacelerando em fevereiro depois de quase 12 meses de alta ininterrupta. A principal exceção foi o Nikkei, impulsionado por dados econômicos favoráveis. As commodities continuaram seu movimento de alta generalizada. O ouro teve alta forte de 6,87%, fechando a \$427,5 a onça e pronto para testar a máxima de \$430 atingida no início deste ano. O petróleo chegou a subir 3%, atingindo o maior preço nos últimos 14 anos, mas recuou no final do mês fechando praticamente estável, a USD 32,50 (Barril Brent para entrega em maio). Os mercados de renda fixa continuaram voláteis. As taxas de juros nos EUA tiveram novas quedas ao longo de toda a curva, dado que até o final do mês o mercado de trabalho não havia dado sinais de recuperação e o FED confirmava que poderia ser paciente em sua atuação. As taxas de 2, 10 e 30 anos fecharam o mês em 1,58%^{aa} (-0,08%^{aa}), 3,84%^{aa} (-0,14%^{aa}) e 4,78%^{aa} (-0,08%^{aa}), respectivamente.

Ranking do mês

PERFORMANCE EM MARÇO

	cotação	Mar/04	2004		cotação	Mar/04	2004
OURO	R\$ 39,30	6,22%	1,81%	DOW JONES	10.358	-2,14%	-0,92%
IBOVESPA	22.142	1,78%	-0,42%	S&P500	1.126	-1,64%	1,29%
CBOND (em R\$)		1,64%	-0,48%	NASDAQ	1.994	-1,75%	-0,46%
IRF-M BM&F	1.920,76	1,57%	3,88%	DJ EUROSTOXX50	2.787	-3,65%	1,36%
CDI		1,38%	3,76%	FTSE (LONDRES)	4.386	-2,37%	-1,89%
DÓLAR (BC)	R\$ 2,9086	-0,18%	0,67%	NIKKEI (TÓQUIO)	11.715	6,09%	9,72%
				JPY/USD	104,29	4,66%	2,95%
				USD/EUR	1,2314	-1,42%	-2,15%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Destaques

➤ No front local pelo segundo mês consecutivo o cenário político se complicou. O fogo cruzado e as trapalhadas do governo não abandonaram as manchetes durante todo o mês. Tivemos de tudo: da reunião do PT em que foram pedidas mudanças na política econômica ao bate boca entre ministros e o pedido do presidente do PL pela substituição de Palocci. Tudo isso fez com que aprovação tanto do governo quanto do presidente caíssem fortemente nas últimas pesquisas. Houve certo alívio para o governo no final do mês quando foi divulgada uma fita em que um subprocurador da República pede ao bicheiro pivô do caso Waldomiro que lhe entregue a prova. Com isso o governo e o PT voltaram a dizer que tudo não passou de uma "armação" para desestabilizar o governo. Além do fato de que a nova fita não elimina a propina pedida pelo ex-assessor de José Dirceu – e portanto não deveria ser suficiente para enterrar o assunto - o cenário de médio prazo não promete melhora: a recuperação da economia com aumento do emprego não deve ter resultados visíveis para a opinião pública tão cedo; o governo mostra incapacidade de ação (o máximo que fez até agora foi abrir o cofre para liberar emendas de parlamentares) e abril e maio devem ser meses difíceis porque os aumentos dos servidores e do salário mínimo devem decepcionar. E ainda temos o MST, que prometeu "infernizar" o País. O quadro pintado para este início de mês é bastante sensível.

➤ Já os sinais sobre os fundamentos da economia são díspares. Se por um lado o setor externo anda de vento em popa, com o superávit comercial atingindo \$ 6,2 bi – o lado fiscal começa a preocupar. Primeiro tivemos o pior resultado das estatais em vários anos. Depois temos dois sinais ruins vindo do governo: 1) a insistência (do ministro do planejamento, aparentemente não apoiado pelo ministério da Fazenda) em tirar os investimentos das estatais do cálculo do superávit e 2) a volta

da discussão sobre o superávit anticíclico (maior em anos de crescimento e menor em anos de estagnação). Isso, no mínimo, gera incertezas para os agentes de mercado sobre um assunto que até agora era dado como certo: a continuidade dos superávits fiscais em 4,25% do PIB nos próximos anos (indispensável para que se possa imaginar a estabilidade da relação dívida/ PIB).

➤ Já os índices de inflação ao consumidor continuaram caindo e o Banco Central surpreendeu os mercados e reduziu a Selic em 0,25%^{aa} para 16,25%^{aa} no COPOM de março. A decisão foi apertada, tendo sido decidida por 6 votos a 3. Além de mostrar-se mais tranqüilo quanto ao risco de superação da meta deste ano (devido ao baixo repasse da inflação do atacado para o varejo), o BC sinalizou que pode ser mais flexível com relação à meta, se os desvios projetados vierem dos chamados choques de oferta. Em outras palavras, se a inflação estiver mais pressionada apenas por causa da alta das commodities no mercado internacional, o BC pode usar o intervalo de +/- 2,5%^{aa} previsto em seu sistema de metas, sem que isso impeça a continuidade da queda dos juros. Outra boa notícia com relação ao sistema de metas foi a decisão do CMN de manter a meta de 2005 em 4,5%, estendendo-a para 2006. No mercado de câmbio à não houve atuação, mas o BC continuou reduzindo a parcela da dívida pública atrelada ao câmbio através dos vencimentos que ocorreram no mês e não foram rolados (USD 2,16bi).

➤ O pano de fundo do cenário internacional continua favorável. Dados econômicos no Japão adicionaram à confiança numa recuperação sincronizada das principais economias do mundo. Por outro lado os índices de confiança (de empresários, investidores e consumidores) surpreenderam negativamente na Europa. Mas a principal economia do mundo continua dando notícias positivas para o mercado: crescimento sem inflação. Os índices de atividade industrial vieram muito fortes durante todo o mês, refletindo-se no relatório de emprego (divulgado no início de abril) que mostrou a maior abertura de novos postos de trabalho em quase 4 anos. Antes disso, o FED já havia decidido manter os juros inalterados em 1%^{aa} se dizendo paciente. O BCE também manteve os juros e a expectativa dos agentes é de que haja um corte em sua taxa (hoje em 2%^{aa}) nos próximos meses.

Alocações

✓ **Bolsa:** O Ibovespa oscilou entre 20.750 e 23.400 pontos, não rompendo nem a máxima nem a mínima do mês anterior (respectivamente em 23.400 e 20.090). A impressão que ficou para quem observou estes movimentos de fora é de que há uma pré-disposição dos mercados de voltarem a subir no curto prazo dada a velocidade das reações após cada queda. Mesmo assim, o fluxo continua vindo de investidores que querem “surfear” um possível movimento adicional de alta. Apesar de uma série de análises julgar possível uma alta mais consistente do mercado acionário brasileiro devido a seu desconto com relação à média de mercados emergentes, acreditamos que é muito cedo para apostar nisso. Nossos problemas (os políticos de curto prazo são apenas parte de um todo mais complexo) devem nos manter ainda “baratos” por algum tempo. Não vemos com bons olhos as perspectivas de longo prazo deste mercado e, no preço atual, julgamos muito arriscadas as posições de curto prazo. Mesmo porque o fluxo pode mudar muito rapidamente como mostrou a queda do fluxo líquido de estrangeiros para a Bovespa, de R\$ 1,57 bi em fevereiro para R\$ 274 mi em março.

✓ **Câmbio:** com todo o “mau humor” que se viu durante o mês de março, a máxima do dólar foi R\$ 2,94 - 3% acima da mínima de R\$ 2,85 atingida no início do mês e muito abaixo dos picos vistos em outros momentos de stress. E não é por acaso: o resultado da balança comercial acumulado no ano mostra a força das exportações, que garantem um fluxo de recursos “de boa qualidade” e diminui nossa vulnerabilidade externa. Além disso, a liquidez internacional permanece frouxa, o que garante a entrada de recursos de curto prazo e captações de empresas. Com isso, se o fluxo voltar a ser muito positivo o BC pode retomar sua política de compra de dólares para recomposição de reservas. Ou seja, o *downside* de uma posição comprada em dólares se limita ao custo de carregamento (que não é baixo). Desta forma reiteramos fortemente que não se tente acertar o *timing* neste mercado – isso tem sido muito difícil. Ou seja, quem precisa de *hedge* deve fazê-lo já.

✓ **Juros:** Com a decisão surpresa do COPOM e a sinalização de que poderá acomodar possíveis choques de oferta, fica claro que está aberta uma porta adicional para a queda de juros. Porém, os prêmios oferecidos pela curva de juros não justificam os riscos, já que as taxas já se ajustaram a esta percepção, caindo para ao redor de 15,30%^{aa} para o prazo de um ano. Além disso, dependendo da magnitude dos tais choques de oferta e da flexibilização que se adote das metas, podemos ter um juro real caindo com a inflação estável no atual patamar. Esse é o melhor dos mundos para os títulos indexados à inflação, que continuam sendo nossa única aposta no médio prazo. Até o final de março tais títulos (os de dez/05) acumulam rendimentos de cerca de 130% do CDI. Se por um lado o ganho é limitado o risco de perda grande é praticamente desprezível.

