

Novembro 2002

Mercados

Novembro trouxe a continuidade do movimento de melhora dos indicadores do mercado financeiro. Apesar de numa magnitude menor, os ativos de risco superaram o CDI no mês conforme ilustrado pelas altas dos Cbonds, do Ibovespa e do IRF. Após ter recuado em outubro, o dólar, apesar de ter subido em novembro, ficou abaixo do CDI. Mesmo assim alguns fundos cambiais conseguiram obter rentabilidades superiores devido à queda dos prêmios de retorno exigidos pelos investidores para o carregamento de títulos públicos, o que causou uma alta em seus preços (nesse caso uma redução dos deságios praticados). Todo esse movimento continua a ser embasado na expectativa de que os temores pré-eleitorais (mudanças nas políticas macroeconômicas) não se confirmem. Essa crença tem sido constantemente realimentada pelas declarações da equipe de transição do governo e até pelas posições já tomadas pelos membros do partido no Congresso. É evidente também que a continuidade da melhora dos mercados acionários internacionais (que mostra uma das facetas da redução da aversão ao risco dos investidores globais) foi fundamental para permitir o mesmo movimento nos mercados domésticos.

Passada a temporada de resultados corporativos, que trouxe o primeiro sinal de alento ao mercado acionário americano (e por conseqüência a todos os outros) em outubro, novembro trouxe o mesmo sinal positivo através das melhoras de alguns indicadores macroeconômicos. Na média, os “números” vieram melhores do que o esperado – principalmente com relação ao mercado de trabalho, a atividade industrial e a produtividade - revertendo a situação do mês anterior. Com isso, apesar de mais um corte na taxa de juros de curto prazo decidido pelo FED, as taxas de longo prazo subiram nos EUA, mostrando a crença dos agentes numa recuperação econômica. Isto tem possibilitado melhoras (apesar de ainda pequenas), nos mercados de crédito através de novas colocações de bonds – o que é um bom sinal para uma economia em recuperação. As bolsas da Europa seguiram a recuperação de Wall Street e fecharam com ganhos que trouxeram seus principais índices a níveis 20% mais altos do que os mercados em 10 de outubro, dia em que as bolsas atingiram seus níveis mais baixos em vários anos.

PERFORMANCE EM NOVEMBRO

	<u>NOV</u>	<u>2002</u>		<u>NOV</u>	<u>2002</u>
CBOND	5,13%	-20,13%	DOW JONES	5,94%	-11,23%
OURO	4,83%	71,63%	S&P500	5,71%	-18,45%
IBOVESPA	2,62%	-22,60%	NASDAQ	11,21%	-24,18%
IRF VALOR/IBMEC	1,94%	16,20%	FTSE (LONDRES)	3,64%	-20,09%
CDI	1,53%	17,07%	NIKKEI (TÓQUIO)	6,66%	-12,59%
DÓLAR	0,83%	58,10%	EURO	0,43%	11,78%
			YEN	-0,08%	7,26%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Cenário

A continuidade ou não deste movimento de melhora das expectativas domésticas (e conseqüentemente dos preços dos ativos) vai depender de duas coisas principais: 1) no front externo, as condições dos mercados internacionais precisam ser tais que permitam a continuidade da redução (mesmo que lenta e gradual) dos prêmios de risco – maior predisposição ao risco em geral é necessária (apesar de não ser suficiente) para a redução mais forte do risco Brasil e 2) no front doméstico tudo depende das próximas ações do PT em todos os assuntos que interferem na percepção do mercado quanto à probabilidade a curto, médio e longo prazos, da capacidade e vontade do novo governo de manter a atual política macroeconômica.

Os primeiros sinais são animadores – e o mercado já reflete isso. O PT não criou empecilhos e, muito pelo contrário, angariou elogios e a simpatia não só dos membros da equipe do FMI - que veio rever (e aprovou) a performance dos números brasileiros segundo o plano atualmente em vigor – como também de autoridades de outros organismos multilaterais. A idéia embrionária de se rediscutir a situação das dívidas dos estados com a União foi, pelo menos por hora, dada como inoportuna pela equipe de transição do PT. E isso não impediu que a cúpula petista se

reunisse com os governadores eleitos pelo PSDB para negociar a governabilidade no próximo mandato – criando inclusive rugas internas dentro do PSDB, já que a cúpula do partido já havia declarado a intenção de firmar posição como oposição. Lula chegou a fazer um discurso inflamado (e elogiado por muitos) em que “enquadrou” os líderes sindicais na realidade atual do País, dando uma idéia do que será o PT governista – mais preocupado com o possível do que com o desejável.

No Congresso, o PT engavetou várias propostas de deputados do próprio partido pois estas significariam aumento de gastos e o partido não quer prejudicar a situação fiscal – pelo menos neste início de mandato (o mercado espera que seja pelo mandato todo). Além disso, e a despeito das dificuldades que qualquer negociação nesse âmbito enfrenta, os líderes do PT estão conseguindo limpar a pauta do Congresso, avançando inclusive na (ainda a ser votada), mini reforma tributária. A própria reforma da Previdência, parece estar renascendo, com alguns analistas acreditando que o PT conseguirá aprová-la por ter legitimidade para renegociar os chamados “direitos adquiridos” dos aposentados e pensionistas da União. Apesar de muito incerta a aprovação desta reforma, que poderia sinalizar o estancamento do déficit previdenciário, seria uma notícia excepcional para a situação macroeconômica do País no longo prazo.

Se o cenário político deu sinais positivos, do lado da economia temos uma renovada preocupação com a inflação. Os números divulgados nas últimas semanas foram consistentes em surpreender negativamente, mostrando inclusive a contaminação dos preços do varejo pela alta dos preços do atacado, que começaram a subir antes e continuam em trajetória ascendente. O IGP-M ficou em 5,19% em novembro, acumulando 20,77% no ano. No varejo, o IPC-A ficou em 3,02% no mês, acumulando 10,22% em 2002. O mercado espera¹ agora inflação de dois dígitos também para o ano que vem: 10,68% para o IPC-A e 14,19% para o IGP-M. Continuando seu trabalho independente de combate à inflação o Banco Central elevou novamente os juros em sua reunião ordinária de novembro (de 21%^{aa} para 22%^{aa}) citando justamente a piora dos números passados e das projeções de inflação para o ano que vem como motivos para sua decisão. Como os números divulgados após a reunião (tanto da inflação passada como das projeções) continuaram piorando, o mercado passou a precificar a expectativa de que os juros sejam elevados novamente em dezembro. Apesar do impacto negativo sobre a atividade econômica e a dívida pública o mais importante nesse momento é a credibilidade do Banco Central (deste e do próximo) dentro do sistema de metas de inflação. Para 2003 a meta oficial é muito mais baixa do que as projeções atuais (4% +ou -2,5%).

Mas nem só de más notícias (além da alta da inflação que corrói o valor real dos salários, temos o desemprego ainda alto) viveu o cenário econômico. Os dados fiscais e do setor externo continuaram surpreendendo positivamente, permitindo que se projete a continuidade dos superávits primários para os próximos meses e uma drástica redução de nossa necessidade de financiamento externo (principalmente por causa do superávit da balança comercial) para o ano que vem.

O ambiente externo melhorou, mas ainda inspira cautela. Após a redução de juros pelo FED no início de novembro (veja nosso último boletim), os mercados reagiram positivamente já que os dados divulgados vieram melhores do que o esperado. No final do mês, as vendas do feriado de Thanksgiving foram maiores do que o projetado, mostrando que o consumidor americano continua com tudo. Isso é muito mais importante agora dado que o movimento de refinanciamento das hipotecas (que libera mais dinheiro para o consumo das famílias) deve ser estancado diante das baixas históricas das taxas de juros.

Apesar de não ter seguido o FED em novembro, o Banco Central Europeu reduziu sua taxa básica de juros também em 0,50%^{aa} para 2,75%^{aa} em sua reunião do dia 5 de dezembro. No mesmo dia o Banco Central da Inglaterra anunciou a decisão de manter sua taxa básica em 4%^{aa}. Nas terras da rainha o consumo interno tem sido suficiente para manter a economia em crescimento, enquanto a União Européia ainda sofre com a queda nas exportações e o alto desemprego que inibe o consumo doméstico nas principais economias da região. (Alemanha,

¹ Segundo a pesquisa FOCUS feita pelo Banco Central entre instituições financeiras e consultorias econômicas em 2 de novembro.

França e Itália).

O Japão continua às voltas com as indecisões sobre o projeto de saneamento dos bancos, e ainda tem que escolher um substituto para o presidente do Banco Central, que deve se aposentar no início de 2003, as autoridades japonesas tentam dar estímulos à economia da forma mais fácil: através de declarações, principalmente sobre a necessidade de desvalorização do yen. Com isso espera-se que o crescimento das exportações seja retomado, já que o consumo interno não dá sinais de recuperação.

- **BOLSA** – De fato a pequena realização de lucros do início de outubro se provou (conforme prevíamos) uma oportunidade de compra para quem não havia entrado no mercado acionário, ou esperava uma chance para aumentar suas posições. O Ibovespa recuou para cerca de 9,600 pontos naquele momento e subiu cerca de 10% de lá até o final do mês. Ainda conforme esperávamos, as oscilações diárias diminuíram no último mês, mas o risco de se tentar acertar movimentos de curto prazo continua muito alto. A continuidade do movimento de queda do risco Brasil e do dólar deve permitir uma valorização ainda maior da bolsa brasileira, que fechou novembro ainda em queda de 22,6% no ano. Assim, mantemos nossa visão de que movimentos de realização de lucros sejam usados como oportunidades pelo investidor de longo prazo. Porém, cabe ressaltar que, dados os eventos programados para as próximas semanas – anúncio da equipe econômica, do ministério, etc. – a atenção deve ser redobrada. Uma queda pontual pode não ser uma realização de lucros e sim uma mudança de humor de mercado se, por exemplo, os nomes a serem anunciados decepcionarem ou se o PT der alguma sinalização negativa em suas negociações no Congresso.
- **CÂMBIO** – O dólar oscilou entre R\$ 3,46 e R\$ 3,71 durante o mês de novembro à mercê tanto do noticiário (principalmente sobre as movimentações da equipe de transição do novo Governo) quanto dos vencimentos de títulos cambiais – que trouxeram pressão de compra em vários dias de novembro. No momento em que escrevemos, a moeda americana rondava a casa dos R\$ 3,80 reagindo negativamente à crescente ansiedade dos agentes pelo anúncio da nova equipe econômica e também influenciado por notícias negativas quanto a calotes e reestruturações de dívidas corporativas. Salvo uma surpresa muito positiva ou muito negativa, é provável que a moeda americana não se distancie muito das faixas atuais (R\$3,45 – R\$ 3,80). Uma elevação de juros dentro do que já está embutido nos contratos futuros (veja abaixo), não deve ser suficiente para causar grandes perdas para o dólar. Assim, para que o dólar atinja os níveis que consideramos de pessimismo ou otimismo no curto prazo, respectivamente R\$ 4 e R\$ 3,30 devemos ter algo mais. No primeiro caso, bastaria uma equipe econômica que não tivesse credibilidade para continuar com as políticas macroeconômicas necessárias (também do ponto de vista do mercado). Além disso, caso o PT ceda às pressões por aumento de despesas, o dólar também acusaria o golpe imediatamente. Por outro lado, se a equipe anunciada for bem recebida, a equipe de transição e os negociadores do PT no Congresso continuarem a dar sinais de que avançam de acordo com o que o mercado quer, é possível que um círculo virtuoso se instale e torne possível uma apreciação do real até os R\$ 3,30 por dólar.
- **JUROS** – O Banco Central elevou novamente a taxa básica de juros (SELIC) para 22%^{aa} em sua reunião de novembro. Além das evidências irrefutáveis de aumento da inflação presente, a Autoridade Monetária citou a piora das expectativas de mercado para os índices de inflação em 2003. Esse aumento e os dados de inflação divulgados após a reunião (que continuaram a surpreender negativamente) fizeram com que a curva de juros iniciasse dezembro projetando taxas de 23,60%^{aa} até janeiro, 27%^{aa} até abril e 29%^{aa} até julho. Com esses prêmios sobre a SELIC, acreditamos que, apesar de arriscada, a estratégia de pré-fixação de parte da carteira pode fazer sentido, principalmente para o vencimento de julho. De resto, talvez seja tarde para se pegar o bonde dos títulos atrelados ao IGP-M dada a alta já sofrida pelos preços dos papéis de prazo de até dois anos. Para quem já está posicionado, sugerimos a manutenção da alocação. Para esses pode ainda fazer mais sentido prefixar parte da carteira. A estratégia funcionaria como um *hedge*. Se os juros subirem muito nos próximos 6 meses de modo a causar uma perda na operação prefixada, isso terá ocorrido quase certamente por causa de uma alta ainda maior da inflação (ou por causa de sua manutenção nos atuais níveis). Nesse caso, a perda deste lado seria mais do que compensada na alocação em IGP-M. Apesar de imperfeito o *hedge* faz sentido dados os possíveis cenários ao longo dos próximos 6 meses.

|