

AGOSTO 2003

Mercados

O risco Brasil oscilou em agosto entre 900 e 700 pontos onde fechou o mês (com queda de 88 pontos). O indicador superou os 800 pontos que vinha sendo respeitando nos últimos 4 meses logo no início de agosto, com o stress anterior à votação em primeiro turno da Reforma da Previdência. Porém, após atingir os 900 pontos o índice medido pelo JPMorganChase recuou sistematicamente até fechar o mês em 700 pontos. Todos os indicadores financeiros brasileiros sofreram o mesmo efeito. Com a melhora do risco Brasil e a estabilidade das taxas de juros americanas de longo prazo o Cbond fechou o mês em alta de 4,03% em dólares (+4,06% em reais), perdendo apenas para o Ibovespa, que após cair abaixo de 13.000 pontos no início do mês subiu por recordes 11 pregões seguidos e fechou agosto na máxima pontuação dos últimos 25 meses, com ganhos de 11,80%. Em terceiro em nosso ranking ficou o ouro, que subiu 6,41% em reais. O IRF (índice de renda-fixa) rendeu excelentes 151% do CDI com ganho de 2,67% causado pela forte queda das taxas de juros pré-fixadas. Esse movimento foi acelerado após a reunião do COPOM que surpreendeu o mercado com o corte de 2,5%^{aa}. Para se ter uma idéia desta surpresa, as taxas de 90 e 360 dias recuaram cerca de 2,60%^{aa} para 20,20%^{aa} e 18,80%^{aa}, respectivamente. O dólar veio por último, com alta de apenas 0,03%.

Repetindo a performance de julho, em agosto o destaque nos mercados internacionais foi o Nikkei, que agora só perde no ano para Nasdaq dentro dos indicadores internacionais que aqui seguimos. Mas o mês foi bom para os mercados acionários em geral em resposta aos dados econômicos positivos que continuaram a ser divulgados e à desaceleração dos juros dos títulos de renda fixa do Tesouro americano que fecharam o mês a 1,96%^{aa} (+0,22%^{aa}), 3,45%^{aa} (0,22%^{aa}) e 4,45%^{aa} (+0,03%^{aa}), para os prazos de 2, 5 e 10 anos, respectivamente. Já no início de setembro enquanto preparávamos este relatório, eram destaques na imprensa os recordes de pontuação atingidos pelas bolsas nos EUA, na Europa e na Ásia.

Com os acontecimentos de agosto no Oriente Médio, além de potenciais problemas de abastecimento devido ao apagão dos EUA, o petróleo ainda se encontra em patamar elevado, embora nos últimos dias tenha caído um pouco.

PERFORMANCE EM AGOSTO

	<u>Ago/03</u>	<u>2003</u>		<u>Ago/03</u>	<u>2003</u>
IBOVESPA	11,80%	34,66%	DOW JONES	1,97%	12,88%
OURO	6,41%	-8,23%	S&P500	1,79%	12,88%
CBOND (em R\$)	4,06%	15,18%	NASDAQ	4,35%	35,57%
IRF-M BM&F	2,67%	19,19%	FTSE (LONDRES)	0,10%	5,60%
CDI	1,77%	16,13%	DJ EUROSTOXX50 ¹	1,47%	7,14%
DÓLAR (BC)	0,03%	-16,04%	NIKKEI (TÓQUIO)	8,16%	20,57%
			YEN	3,08%	2,67%
			EURO	-2,24%	4,74%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Cenário

Após um mês de julho bastante difícil, o Governo pode contar com ventos mais favoráveis em agosto e nesse início de setembro. O cenário que ensaiava uma piora no final de julho e começo de agosto, foi francamente modificado para melhor ao longo do mês, em grande parte devido à rápida reação do Governo que conseguiu em pouco mais de 4 dias reverter uma situação claramente desfavorável na aprovação em primeiro turno da reforma da previdência. Sinalizando um forte poder de reação em situação adversa e mostrando a capacidade de agir em conjunto - justamente o contrário do que dizíamos no mês passado. Daí para a frente foi quase tudo alegria. O orçamento de 2004, primeiro da gestão Lula, já foi adiantado pelo ministro Guido Mantega e mostra-se muito em linha com a ortodoxia apoiada pelos investidores estrangeiros - mantendo o objetivo de superávit primário de 4,25% do PIB.

O ponto negativo vinha sendo o andamento da reforma tributária. Para o mercado, que só olha para o curto prazo, o que importa é que tanto a CPMF quanto a DRU (Desvinculação das Receitas da União) sejam aprovadas para que o governo possa contar com isso no orçamento de

2004. Aliás, alguns especialistas afirmam que o melhor resultado possível dessa reforma seria seu abandono. Argumentam que fazer uma reforma num momento em que ninguém (Governo federal, estados e municípios) pode abrir mão de arrecadação e que a carga tributária já está muito acima do tolerável não poderia levar a nada mesmo. E de fato nos últimos dias o Governo conseguiu mais uma vez contornar as dificuldades e aprovar em primeiro turno os pontos menos polêmicos desta reforma (que incluem a prorrogação tanto da CPMF quanto da DRU até 2007). Assim, apesar de inúmeros pontos terem sido deixados para votação em separado, ou para negociação com o Senado (ou até descartados), os pontos vitais para o mercado evoluíram.

O fluxo de capitais de investimentos diretos mostrou uma grande e importante melhora em julho (USD 1,1 bi) e agosto (que o BC estima em USD 1,25 bi). O saldo comercial também continua muito positivo, fazendo com que tanto agentes de mercado quanto o BC revissem para cima suas expectativas de superávit comercial deste ano para USD 18 bilhões. As contas fiscais estão em ordem como mostrou o superávit consolidado do governo em julho (5,1% do PIB). Além disso, e numa consequência direta do fluxo positivo e da ausência de demanda por hedge pelas empresas, o governo continuou com seu movimento de redução da parcela cambial da dívida interna através da rolagem parcial dos vencimentos mais recentes e de recomposição das reservas cambiais (a imprensa tem reportado a compra pelo Banco do Brasil em nome do Tesouro de dólares no mercado à vista para honrar vencimentos externos). E tudo isso sem causar stress nos mercados – e ajudando a manter a cotação do dólar em patamar interessante para os exportadores.

Neste ambiente francamente favorável, o BC conseguiu duas façanhas com a mesma ação: surpreendeu positivamente o mercado, com corte de 2,5%^{aa} na Selic (contra expectativa média de 1,5%^{aa}) em sua reunião de agosto e conseguiu uma reação favorável de todos os segmentos do mercado mesmo com a surpresa – em parte desdizendo a máxima de que num sistema de metas de inflação uma das coisas mais importantes é a previsibilidade das ações da autoridade monetária. O que permitiu essa ação mais ousada foram principalmente a estabilidade do risco Brasil e cambial e os dados que mostram que as projeções de inflação continuam sendo revistas em direção às metas de longo prazo estabelecidas no sistema de metas do BC. Nesse sentido podemos citar as revisões da FIPE, que nas últimas 5 semanas cortou de 8,5% para 7% sua previsão para o IPC em 2003, e principalmente a média de mercado coletada pelo BC (e divulgada semanalmente no relatório FOCUS) das previsões para o IPC-A de 2004 que caiu de 7% no início de julho para 6,20% no final de agosto. Por outro lado os dados de produção industrial de julho (que foram péssimos) e a queda do PIB no segundo trimestre (mais forte do que a esperada) foram os pontos que “forçaram” uma reação mais forte do COPOM. Antes do COPOM o BC já havia anunciado no início do mês a redução de 60% para 45% dos depósitos compulsórios sobre depósitos à vista, numa tentativa de aumentar a liquidez e a disponibilidade de crédito na economia. Essas medidas, além da redução do IPI para automóveis e o anúncio de investimentos de R\$ 191 bi em 7 anos feito pelo Ministério do Planejamento evidenciam a preocupação do Governo com a retomada do emprego e do crescimento. E a popularidade do presidente Lula e de seu governo continuaram altas. Após a queda nas pesquisas do início do mês, houve uma forte recuperação após a série de entrevistas dadas por Lula, com destaque para as concedidas à Revista Veja e ao Fantástico.

O apetite de risco dos investidores internacionais também melhorou – o que certamente pesou na melhora de todos os indicadores domésticos conforme mencionamos anteriormente. As bolsas européias tiveram mais um mês de alta reagindo a dados mais animadores na Alemanha e na França. A única preocupação continua sendo a situação fiscal dos países da região do euro, que têm encontrado dificuldades em respeitar o acordo segundo o qual seus déficits fiscais devem ficar abaixo de 3% do PIB. Para a Alemanha já se projeta mais uma quebra deste limite em 2004 devido à intenção do governo de antecipar cortes de impostos já programados numa tentativa de dar novo estímulo à economia tão dependente de exportações. A França vai pelo mesmo caminho. Nos EUA os últimos dados divulgados têm mostrado crescimento em resposta às políticas fiscal e monetária expansionistas. Alguns sinais de retomada dos investimentos pelas empresas também começaram a aparecer e a atividade industrial está mais forte. Porém, o principal problema que ainda não foi resolvido é a retomada do emprego, condição necessária para que o crescimento ensaiado atualmente seja realmente sustentável no médio prazo.

O destaque de surpresas positivas (refletido na performance de seu principal índice acionário) foram os dados recentes da economia japonesa, que baseada num crescimento mais forte de exportação para a Ásia (China principalmente) e os EUA, indicam crescimento de quase 2% para este ano, muito melhor do que as projeções anteriores.

Longe dos mercados centrais mas com capacidade de afeta-los no médio e longo prazo através dos preços do petróleo, do ouro e do aumento da aversão ao risco em geral, o Oriente Médio teve sua temperatura subindo em agosto. Tanto no Iraque onde o triste atentado ao QG da ONU foi o destaque, quanto em Israel, a coisa não anda bem.

Dado esse cenário, nossas recomendações principais ficam da seguinte forma:

- **BOLSA** – Com as movimentações do mercado no último mês chegamos a agosto com a sensação de missão cumprida, pelo menos no curto prazo. Nosso objetivo de apreciação para o Ibovespa (14.500 pontos) foi superado já no final de agosto. Com isso, e após uma redução tática que sugerimos no mês passado, recomendamos que as alocações em ações sejam reduzidas novamente para percentuais equivalentes às posições estruturais – aquelas que seriam carregadas no longo prazo, independentemente de oscilações de preço. Desta forma os lucros auferidos nos últimos meses estarão garantidos. Acreditamos que haja potencial para altas mais prolongadas nos próximos meses – daí porque não sugerimos um corte total nas alocações-, mas nada como o visto nos últimos 12 meses (em que o Ibovespa subiu 46%). Além disso, dado que a reforma da previdência já foi aprovada na Câmara, os juros já começaram a cair e os mercados já reagiram de acordo, o potencial para um movimento de correção para baixo existe, a despeito de parecer hoje que inexistente um motivo suficiente para isso no cenário de curto prazo – vide o total de investimentos estrangeiros na Bovespa, que vem batendo recordes.
- **CÂMBIO** – O mercado cambial passou por um stress no final de julho e início de agosto, quando a moeda americana, após romper o range que vinha respeitando subiu até R\$ 3,11 antes da votação da reforma da previdência. Porém, com a aprovação da reforma e a melhoria geral do humor dos mercados – tanto domésticos quanto internacionais – o dólar voltou a ficar bem comportado, apesar de num patamar acima do anterior. Após esses primeiros dias de nervosismo, a moeda americana passou a oscilar entre R\$ 3,05 e R\$ 2,95. Ainda acreditamos que o dólar nesse nível é um seguro barato. Por acreditarmos que existe pouco potencial para quedas adicionais, o custo fica sendo o carregamento da posição comprada (custo de oportunidade do CDI). Com os juros caindo esse custo diminui um pouco e pode facilmente ser compensado por uma nova mudança de patamar da moeda americana, como a que ocorreu em julho e não foi revertida. Mesmo assim, em linha com a realização de lucros sugerida acima, recomendamos que as posições especulativas em dólar sejam reduzidas pelo menos pela metade.
- **JUROS** – Nossa avaliação de que não havia prêmios nas taxas pré-fixadas estava errada, já que havia sido embasada numa expectativa de ação mais conservadora do Banco Central – em linha tanto com suas atuações anteriores quanto com o discurso de seu presidente. Porém, fica o consolo de que todo o mercado foi pego de surpresa com a ação mais ousada do BC (conforme já comentamos) e a curva de juros pré-fixados fechou fortemente ao longo do mês. Mesmo à luz da maior agressividade mostrada pelo Banco Central, mantemos nossa visão de que há pouco prêmio para posições “secas” pré-fixadas. Há pouco para ganhar (apesar de com uma probabilidade bastante alta) e muito a perder na improvável situação em que os juros parem de cair ou voltem a subir. Para o curto prazo, vemos nos fundos agressivos (os antigos Derivativos) de gestores selecionados uma alternativa para que um portfólio possa tomar partido das possíveis oscilações de mercado. Para o médio e longo prazo continuamos com nossa mais forte e convicta sugestão: títulos atrelados ao IGP-M (NTN-C), com taxas de juros real bastante atraentes. O Tesouro vai começar a leiloar em setembro títulos atrelados ao IPC-A (índice oficial do sistema de metas de inflação), chamados NTN-B. Com isso surgirá uma nova alternativa de investimento atrelada aos juros reais. Como esse instrumento é novo e certamente levará algum tempo para ganhar liquidez e ser melhor precificado, sugerimos que por enquanto os Portfólio fiquem restritos às NTN-Cs.