

SETEMBRO 2003

Mercados

O risco Brasil fechou setembro no mesmo ponto em que o iniciou: aos 700 pontos. No melhor momento o indicador chegou a ficar alguns dias abaixo do "suporte" de 660 pontos, mas na última semana do mês houve um movimento de volta ao patamar anterior. O Ibovespa disparou até atingir sua máxima de 17.100 pontos no dia 18, recuando num movimento mais do que natural de realização de lucros para seu patamar de fechamento a 16.000 pontos. Mesmo assim o índice fechou com expressiva alta de 5,52%, ficando em primeiro lugar em nosso ranking. Na outra ponta da nossa tabela de rentabilidades ficou o dólar (BC), que fechou o mês em queda de 1,45%. A moeda americana ficou muito comportada em setembro (oscilou entre R\$ 2,98 e 2,88), em boa medida devido à atuação precisa do Banco Central nesse mercado (veja detalhes mais adiante). Como boa parte da redução dos juros já era esperada no mês passado, as taxas tiveram menos para cair em setembro, o que se refletiu num ganho menor do que o dos meses anteriores para os investimentos pré-fixados, aqui representados pelo IRF-M BM&F. Este indicador fechou setembro acima do CDI, com 2,06% (123% do CDI) e passou a acumular 21,64% (120% do CDI) no ano! O Cbond, que chegou a festejar nova máxima histórica atingida no melhor momento do mês não foi tão bom investimento quando medido em reais. Apesar de seu preço ter subido 1,94% no mercado externo, a queda da moeda americana fez seu retorno em reais ficar em 0,46%. O ouro não teve retorno tão ruim apesar da queda do dólar devido à alta observada pelo metal no mercado internacional, que chegou a ser destaque dos noticiários já que ele se aproximou do maior preço nos últimos 7 anos. Mesmo assim o metal rendeu poucos 0,42% no mês.

Após as fortes altas vistas em julho e agosto, setembro finalmente viu um ajuste para baixo nas principais bolsas de valores do mundo, após o mês ter começado com fortes altas. Apesar dos números econômicos divulgados no período não terem sido suficientes nem para justificar nem para abortar o movimento de alta, temores de que o otimismo era exagerado e o efeito das declarações do G7 sobre as moedas causaram as quedas.

Outro destaque foi a forte queda vista nos juros pagos pelos títulos do Tesouro americano. Dados econômicos inconsistentes com a retomada forte do crescimento e discursos de membros do FED deixando claro que as taxas podem ficar no nível atual por um bom tempo (ou até ser reduzidas) causaram o movimento de ajuste para baixo que levou as taxas de 2, 5 e 10 anos para 1,47%^{aa} (-0,49%^{aa}), 2,82%^{aa} (-0,63%^{aa}) e 3,94%^{aa} (-0,51%^{aa}).

O petróleo voltou a agitar o noticiário internacional e os mercados financeiros após a decisão surpresa da OPEP que reduziu em 900 mil barris por dia (-3,5%) sua meta de produção. Após causar alta imediata da commodity (interrompendo um movimento de queda que vinha desde o início do mês) e inclusive a intervenção do presidente americano que disse "esperar que os amigos da OPEP não prejudiquem a economia americana" o Cartel veio esclarecer que o corte significa um mero ajuste para o que deverá ser ofertado pelo Iraque no futuro próximo. Com isso parte da alta foi revertida e o contrato Brent para entrega em novembro fechou o mês em queda de 5%, cotado a USD 27,50.

PERFORMANCE EM SETEMBRO

| | <u>Set/03</u> | <u>2003</u> | | <u>Set/03</u> | <u>2003</u> |
|----------------|---------------|-------------|-----------------|---------------|-------------|
| IBOVESPA | 5,52% | 42,09% | DOW JONES | -1,49% | 11,19% |
| IRF-M BM&F | 2,06% | 21,64% | S&P500 | -1,19% | 13,20% |
| CDI | 1,68% | 18,07% | NASDAQ | -1,31% | 33,80% |
| CBOND (em R\$) | 0,46% | 15,71% | FTSE (LONDRES) | -1,68% | 3,83% |
| OURO | 0,42% | -7,84% | DJ EUROSTOXX50 | -6,29% | 0,40% |
| DÓLAR (BC) | -1,45% | -17,26% | NIKKEI (TÓQUIO) | -1,21% | 19,12% |
| | | | YEN | 4,89% | 7,69% |
| | | | EURO | 6,11% | 11,13% |

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Cenário

As reformas deixaram momentaneamente de ser o centro das atenções dos mercados domésticos. A previdenciária tem andado bem e caminha para a votação no Senado, mas não trouxe novidades – e daí, se vierem novidades serão negativas, já que o mercado já conta com sua aprovação. A tributária até que sofreu uma reviravolta nos últimos dias, com o Senado resolvendo recomençar todo o trabalho com uma proposta parecida com a inicialmente apresentada pelo Executivo, praticamente descartando todo o trabalho realizado pela Câmara. Mas a mudança até foi vista como positiva por parte do mercado, já que o que saiu da Câmara estava sendo bombardeado por governadores e senadores e ameaçava a aprovação da CPMF e da DRU, que continuam sendo o foco do mercado.

Enquanto isso o Banco Central se viu em posição de continuar com o movimento de redução dos juros e cortou a Selic em 2%^{aa} para 20%^{aa} em sua reunião de setembro. A inflação sob controle além da estabilidade tanto da taxa de câmbio quanto do risco Brasil (sem contar a necessidade mostrada pelos tristes indicadores da economia real) permitiram tal decisão. A ortodoxia fiscal segue sendo reafirmada em todas as oportunidades que aparecem. O ministro Palocci não tem perdido nenhuma oportunidade para repetir que o ajuste fiscal é uma decisão de governo, que será preservada com ou sem a renovação de um acordo com o FMI. Além disso, por duas vezes nos últimos meses foram anunciados cortes no orçamento geral da União para ajustar as despesas de forma a garantir o superávit meta de 4,25% do PIB. Nesse sentido, a meta deste ano está praticamente garantida com os últimos números divulgados.

Outro superávit que vem dando alegrias é o da balança comercial, que vem batendo recorde atrás de recorde. As projeções de mercado têm sido consistentemente superadas como pode ser visto no relatório FOCUS do BC. O último dado disponível indica expectativa de saldo de USD 20,9 bilhões, versus uma expectativa média de USD 18,4 bilhões no final de agosto. Isso juntamente com o grande fluxo de captações externas de empresas brasileiras (cada vez em maior número, diferentes setores e prazos mais dilatados), bem como o fluxo de Investimentos diretos, têm garantido a oferta de dólares no mercado doméstico. A oferta têm sido tão grande que vêm permitindo ao Banco Central, de maneira muito hábil, entrar no mercado comprando dólares para, aos poucos, refazer o nível de reservas cambiais (ponto importantíssimo para diminuir a percepção do investidor externo com relação ao risco Brasil). No mesmo sentido, o Banco Central tem tido sucesso em rolar apenas pequenas parcelas dos títulos cambiais que têm vencido nos últimos meses, diminuindo também sensivelmente a parcela da dívida atrelada ao câmbio.

As atenções dos mercados internacionais estão cada vez mais voltadas à retomada do crescimento da economia americana. Nesse sentido o governo americano tem feito de tudo para ajudar. Além do relaxamento das políticas fiscal (com redução dos impostos) e monetária (com a manutenção dos juros em patamar baixíssimo), chegou a vez de usarem o último instrumento que faltava: política cambial. Assim, sob clara influência do Tesouro americano, ao saírem da reunião de cúpula de Dubai, os ministros das finanças do G7 fizeram uma declaração conjunta reforçando a importância da flexibilidade das taxas de câmbio para o crescimento sustentado global. O recado claramente foi direcionado à China, que mantém sua moeda artificialmente fixa em relação ao dólar (além do Japão que consistentemente intervém no mercado vendendo ienes e comprando dólares para ajudar seu setor exportador). Os fluxos maciços de entrada de recursos no país justificariam uma valorização da moeda chinesa, o que diminuiria a competitividade externa de suas exportações (diminuindo o déficit americano com o país). Com a declaração, todos os mercados sofreram aumento de volatilidade. O dólar perdeu valor contra o euro e o iene, os juros dos Treasuries dispararam devido ao medo dos mercados de que a China e o Japão, que têm sido os grandes compradores de títulos do Tesouro americano diminuam suas compras, já que estas são a forma que os países têm para intervir no mercado de câmbio (eles compram dólares no mercado e aplicam os recursos em treasuries). Além disso as bolsas caíram logo após o anúncio, cada uma por seu motivo. Na Europa, as ações de exportadoras puxaram os índices para baixo devido à indesejada alta do euro. Nos EUA, pelo contrário, a alta do dólar foi inicialmente vista como uma causa adicional de volatilidade para os retornos financeiros e incerteza para as decisões corporativas das empresas que têm operações fora do país. No médio prazo deveremos ter mais claro qual será o impacto dessas declarações. Porém,

como a idéia foi justamente chamar atenção para o problema do déficit externo americano o mais provável que no médio prazo tenhamos um dólar mais fraco, principalmente contra as moedas asiáticas.

Enquanto isto os dados da economia americana continuam trazendo notícias desencontradas. Os últimos números de encomendas às fábricas e da confiança do consumidor deram sinais negativos. Porém, o mercado ficou muito aliviado (já no início de outubro) com a divulgação do relatório de emprego de setembro, que surpreendeu positivamente os analistas, mostrando a primeira criação líquida de empregos, em um mês, desde fevereiro. Como o mercado de trabalho é o principal ponto que falta para que a retomada do crescimento americano se materialize, os mercados reagiram muito bem à notícia, que precisa ser confirmada pelos próximos dados semanais.

Fora dos centros financeiros mundiais, a temperatura consegue subir ainda mais no Oriente Médio. Enquanto escrevamos esse relatório, mais precisamente na véspera do feriado do Yom Kippur, houve mais um sério atentado em Israel com 20 vítimas fatais que disparou a retaliação na forma do ataque ao suposto campo de treinamentos de terroristas na Síria. É difícil saber as possíveis conseqüências desses últimos acontecimentos, mas os mercados estarão atentos.

Com tudo isso, nossas principais recomendações são as seguintes:

- **BOLSA** – Continuamos com nossa recomendação de manutenção apenas das posições compradas em linha com as alocações de longo prazo de cada carteira. O comportamento do mercado em setembro mostrou que há a possibilidade de que a alta tenha continuidade nos próximos meses devido à melhora do cenário interno e com ajuda dos mercados acionários ao redor do mundo. Nos mostrou também que no atual patamar de preços o mercado está sujeito a fortes e rápidas “correções” de preços em tempos de notícias negativas. Assim, recomendamos que os investidores observem atentamente o movimento nas próximas semanas. Se houver hesitação no rompimento do patamar dos 18 mil pontos, o mercado pode voltar a testar as mínimas vistas em setembro 15.700 pontos antes de subir novamente. Portanto, os 18 mil pontos serão uma excelente oportunidade de saída para as posições compradas, que já carregamos há algum tempo.
- **CÂMBIO** – Reafirmando o que dissemos no mês passado, mudamos nossa recomendação para o mercado de câmbio. As evidências (detalhadas acima) de que o fluxo cambial continua fortemente favorável e de que inexistente (pelo menos por enquanto) qualquer pressão de demanda por hedge cambial nos levam a crer que o custo de carregamento de posições compradas pode continuar pesando por muitos meses sem ser compensado por uma mudança de patamar suficientemente forte da moeda americana. As próprias projeções de analistas para o valor do dólar no final do ano vêm caindo consistentemente para se ajustarem ao movimento do dólar à vista. Por outro lado, continuamos acreditando que o dólar tem pouco para cair, o que o mantém na condição de um seguro barato para quaisquer choques que venham a afetar os mercados domésticos. Porém, a questão do timing nesse tipo de situação se parece mais com um jogo de azar do que com um instrumento de gestão de investimentos dentro de uma política de alocação de ativos de longo prazo.
- **JUROS** – No nosso ponto de vista não existe muito o que se fazer nesse segmento. Até mesmo as alocações em instrumentos atrelados ao IGP-M, devido à alta vista nos preços nas últimas semanas (que já traz ganhos para as posições que vem sendo carregadas desde o início de nossa recomendação) perderam um pouco de atratividade para novas entradas. Porém, no longo prazo (mais especificamente a NTN-C que vence em 2008) ainda vemos bom potencial de ganho. Mas no curto prazo os custos de entrada e saída não justificam uma alocação que passou a ter pouco a ganhar. Outra alternativa que passa a chamar mais a nossa atenção são os novos títulos (NTN-B) atrelados ao IPC-A. A vantagem é que os juros (acima da correção pelo índice inflacionário) deste papel são maiores do que os da NTN-C. Além disso, a IPC-A pode ser mais representativo da inflação enfrentada pelo investidor no dia-a-dia (já que é um índice ao consumidor). A principal desvantagem da NTN-B com relação à NTN-C é o fato da última oferecer uma proteção mais eficiente no caso de alta do dólar (que se reflete mais fortemente no índice do atacado).