

MAIO 2003

Mercados

Após dois meses de queda contínua do risco Brasil, em maio, apesar de ter ensaiado nova queda até os 700 pontos no melhor momento, o indicador terminou o mês praticamente inalterado, a 780 pontos. O movimento, conforme mencionamos em várias ocasiões, não foi nenhuma surpresa. Os outros indicadores do mercado financeiro brasileiro tiveram um mês com bastante volatilidade. O ouro disparou 10,76% apesar da queda do dólar – já que seu preço no mercado internacional subiu fortemente. O Ibovespa continuou em tendência de alta com volatilidade. O índice chegou a sofrer uma correção de mais de 7% após uma alta observada na primeira semana de maio, mas se recuperou para fechar o mês com ganhos acumulados de 6,88%. Em seguida veio o Cbond, que apesar de ter oscilado bastante fechou com ligeira alta de 1,42% em dólares (4,08% em reais). Na direção contrária, mas também volátil, o dólar chegou a cair até R\$ 2,845, mas recuperou-se para fechar maio em alta de 2,62%, batendo o CDI que ficou na quinta posição na lista de rentabilidades. Por último veio o IRF-M (+1,67%) que ficou abaixo do CDI pela primeira vez em 3 meses. Com mais um adiamento do início de movimento de queda na taxa Selic, os papéis pré-fixados mais curtos (até 60 dias) sofreram uma pequena correção. Apesar das taxas longas terem recuado, na média representada pelo IRF-M os investimentos pré-fixados renderam apenas 85,20% do CDI em maio, mas acumulam o bom resultado de 114% do CDI no ano.

No exterior o mercado de renda fixa dos EUA continuou a subir (preços dos bonds) devido à retomada do movimento de queda nas taxas de juros em razão do discurso de Greenspan sobre a ameaça de deflação e as possibilidades que o FED tem de atacá-la. Os *treasuries* de 2, 5 e 10 anos fecharam em 1,31%^{aa}, 2,31%^{aa} e 3,35%^{aa}, com quedas de mais de 0,50%^{aa}! O baixo custo de oportunidade continua aumentando o fluxo de recursos para investimentos potencialmente mais rentáveis como o mercado acionário, que subiu ao redor do mundo (inclusive na Ásia, com o arrefecimento da epidemia de SARS) e os títulos corporativos e de países emergentes. Esse movimento causou a queda da taxa de risco dos países emergentes (medida pelo JPMorgan) a níveis não vistos desde a crise russa. O petróleo voltou a ensaiar uma alta após as quedas dos meses anteriores devido ao baixo nível dos estoques americanos e à demora na retomada da produção iraquiana, fechando o mês cotado a USD 26,25 o contrato Brent para entrega em julho.

PERFORMANCE EM MAIO

	<u>Mai/03</u>	<u>2003</u>		<u>Mai/03</u>	<u>2003</u>
OURO	10,76%	-10,03%	DOW JONES	4,37%	6,10%
IBOVESPA	6,88%	19,11%	S&P500	5,09%	9,52%
CBOND (em R\$)	4,08%	13,71%	NASDAQ	8,99%	19,50%
DÓLAR (BC)	2,62%	-16,07%	FTSE (LONDRES)	3,11%	2,73%
CDI	1,96%	9,75%	NIKKEI (TÓQUIO)	7,57%	-1,80%
IRF-M BM&F	1,67%	11,10%	YEN	-0,33%	0,65%
			EURO	5,35%	12,30%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Cenário

O cenário doméstico foi dominado por fatos e fatores políticos, com um “resultado líquido” francamente positivo. A popularidade do presidente e do governo como um todo surpreende a todos e continua subindo apesar dos supostos desgastes dos primeiros meses de governo. Com isso o governo conseguiu o apoio de prefeitos e de governadores de diversos partidos. Além disso vários partidos expressaram oficialmente seu apoio para a aprovação das reformas. O PMDB aderiu oficialmente ao governo, mesmo sem nenhuma contrapartida (cargos no primeiro escalão) imediata. O próprio PSDB decidiu fazer oposição mais forte apenas após a tramitação das propostas no Congresso. Internamente o PT também agiu nesse sentido, primeiro retirando os radicais das comissões especiais da Câmara, depois abrindo processos de expulsão. Diante disso o governo conseguiu algumas vitórias importantes: primeiro aprovou em segundo turno a PEC 53 que abre caminho para uma futura aprovação da independência do Banco Central; depois barrou uma proposta da oposição de aumento do salário mínimo para R\$ 252 e não os R\$ 240 propostos pelo governo petista; e por último mas muito mais importante conseguiu aprovar

as duas propostas de reforma na Comissão de Constituição e Justiça dentro dos prazos (apertados) propostos inicialmente. A maré está tão favorável ao presidente que ele conseguiu dissuadir os deputados petistas da divulgação de um documento “contra os juros altos e a favor do crescimento” e virar a seu favor uma platéia que o recebeu com vaias num congresso da CUT no início de junho. Congresso este que isolou os radicais e vetou críticas ao presidente em seu documento oficial de encerramento.

Mas, apesar do início estar sendo muito positivo, surpreendendo inclusive os mais otimistas, as dificuldades devem começar a aparecer com o andamento das reformas nas comissões especiais e mais tarde no plenário. Antes disso, a pressão para a retomada do crescimento e do emprego, principais promessas da campanha de Lula, passam por tiros de todos os lados em favor da imediata redução das taxas de juros. Aloísio Mercadante, líder do PT no Senado e o vice-presidente José de Alencar são apenas dois dos nomes de peso dentro do governo que não se cansam de fazer pressão e defender seus pontos de vista. Os palpites de plantão já tinham se manifestado no início do mês com opiniões sobre o patamar ideal para o dólar e o papel do Banco Central. E o Banco Central tem se mostrado preocupado apenas com fatores técnicos e, pelo menos até agora, imune a pressões externas. Assim o Copom manteve a taxa de juros em 26,50%^{aa} indicando preocupação com a inércia inflacionária e desapontando empresários e políticos. Além disso o BC agiu de forma correta esperando a poeira da discussão sobre o câmbio baixar para então anunciar que não tem mais a obrigação de rolar 100% de sua dívida cambial, abrindo espaço para a redução desta vulnerabilidade (como dito no relatório passado).

Saindo um pouco da política e entrando na economia tivemos mais sinais na mesma direção que já vínhamos vendo nos últimos meses. Os números fiscais continuam muito fortes e os superávits conseguidos até agora praticamente garantem a meta de todo o semestre. Além disso, a balança comercial continua batendo recordes seguidos e dá algum alento à atividade econômica, já que a demanda interna continua muito fraca: a produção industrial teve a maior queda mensal em oito anos em abril segundo a CNI, o PIB no primeiro trimestre caiu 0,1% quando comparado ao último trimestre do ano passado e o IPEA (ligado ao Ministério do Planejamento) revisou para baixo sua expectativa de crescimento para este ano, de 1,8% para 1,6%. Contudo, a velocidade de queda da inflação continua decepcionando, o que obriga o BC a manter a política monetária restritiva.

No cenário internacional tivemos pouca evolução em maio. Nos EUA as taxas de juros continuaram a cair como dissemos em resposta às declarações de Greenspan de que o FED tem os instrumentos necessários para evitar uma deflação – leia-se mais corte de juros e recompra de títulos de longo prazo. Esse estímulo monetário junto com o estímulo fiscal na forma de cortes de impostos agora oficialmente aprovados devem ser suficientes para que a economia americana volte a crescer no médio prazo. Alguns bancos e corretoras americanos já se animaram inclusive para rever (para melhor) suas perspectivas para o crescimento econômico americano. Porém, o problema do mercado de trabalho continua se manifestando através dos dados semanais de auxílio-desemprego, que não cedem. O lado perverso dos ganhos de produtividade dos últimos anos se faz presente quando os empresários conseguem “segurar” novas contratações e produzir mais com a mesma quantidade de mão de obra, colaborando com a chamada *jobless recovery* - algo como uma recuperação econômica sem a criação proporcional de postos de trabalho.

Como temos dito repetidamente, a economia Global depende da recuperação americana e dois dos vários aspectos em que isso se manifesta ficaram mais aparentes no mês que passou. O banco do Japão agiu: comprou mais de USD 30 bilhões da moeda americana com yens para evitar a sobrevalorização de sua moeda. Com isso ele quer evitar uma queda ainda mais forte das exportações que feriria de morte a já comalida economia nipônica. Como o ajuste do déficit americano (a balança comercial do país acumulou o segundo maior déficit da história em abril: USD 43,5 bi) tem mesmo que se dar em alguma medida através da desvalorização do dólar e o Banco do Japão está impedindo que esse ajuste seja feito contra o yen, o grosso está caindo sobre o euro. Com isso o Banco Central Europeu se viu obrigado (e teve a possibilidade de fazê-lo devido à queda da inflação) a cortar sua taxa básica de juros de 2,50%^{aa} para 2%^{aa} em sua reunião do dia 05 de junho. Além de tornar assim o euro menos atraente relativamente ao dólar (devido a um menor diferencial de taxa de juros), a autoridade monetária tenta injetar um pouco

de ânimo na economia da região, cujo crescimento tem sido pífio neste início de ano.

Com os principais Bancos Centrais do mundo injetando liquidez nos mercados e diminuindo as taxas de juros de curto prazo (ou seja, reduzindo o custo de oportunidade do dinheiro), é muito grande o estímulo para que aumente o apetite de risco dos investidores, pelo menos no curto prazo. Isso deve continuar a prover fluxo de recursos para os mercados de ações e de títulos de renda fixa. É claro que se não houver uma retomada de crescimento global sustentável a médio prazo, os mercados sofrerão um revés mais do que proporcional. Mas isso pode demorar a acontecer.

Apesar dos mercados nunca estarem livres de choques inesperados (daí seu nome), os suspeitos mais óbvios de afetarem os preços dos ativos perderam força consideravelmente. A SARS saiu das manchetes e a sempre presente ameaça terrorista, apesar de ter mostrado seu rosto em atentados ao longo do mês, não produziu nenhuma grande catástrofe e tem chances de ser reduzida significativamente no médio prazo se o esforço multilateral de se construir um acordo de paz entre israelenses e palestinos obtiver algum grau de sucesso.

Dentro deste cenário, em essência, nossas recomendações se mantêm para o mês de junho:

- **BOLSA** – Nossa sugestão de alocação de médio e longo prazo segue intacta. Quem aumentou a posição de forma especulativa em patamares muito abaixo do atual pode aproveitar para realizar parte dos lucros, criando assim um colchão que permita o carregamento do restante da posição com maior conforto. Apesar de alguns participantes do mercado já começarem a mencionar os 16.000 pontos como um objetivo possível para o Ibovespa, vale dizer que a relação risco x retorno, apesar de ainda favorável à posição comprada, piorou um pouco com a alta do índice. Especificamente, com o nível atual ao redor de 13.800, a renda fixa (veja abaixo) garantiria um valor futuro do Ibovespa maior do que 16.000 pontos em 1 ano. Assim, para a aposta valer a pena, os ganhos têm que vir mais rápido do que isto ou Ibovespa tem que atingir patamar bem mais alto: 18.000 ou 20.000 pontos. Acreditamos ser mais provável que o índice suba um pouco menos, mas muito mais rápido – na linha do que ocorreu nos últimos meses. Assim, esperamos para rever nossa estratégia depois do objetivo atingido. Atualmente, nossa meta é de mais uma perna de alta, até 14.500 pontos.
- **CÂMBIO** – Com a novidade introduzida em maio pelo Banco Central no mercado de câmbio, nossa recomendação estratégica de compra de dólar nos atuais níveis ganhou mais força. Primeiro porque, se não definiu um piso para a moeda, o BC pelo menos garantiu que se ela cair mais será pouco e devagar – com isso os comprados em dólar tem a “garantia” de que suas perdas serão limitadas. Assim, como não poderia deixar de ser, reforçamos nossa recomendação de que os hedgers permaneçam 100% cobertos em suas posições cambiais e que os mais agressivos usem o atual patamar (R\$ 2,86) do dólar como uma oportunidade de especular no curto prazo.
- **JUROS** – Apesar de num ritmo mais lento, as projeções de juros continuaram se reduzindo em maio. A taxa pré-fixada para e um ano fechou o mês em 23,50%^{aa}. As apostas quanto ao timing e à intensidade dos cortes de juros passam agora a contar com um aspecto de análise política (como gostaria o vice-presidente José de Alencar) cada vez mais forte, talvez até superando os aspectos técnicos. Como já mencionamos anteriormente, a inflação mostra sinais de queda, mas numa velocidade menor do que a desejada. Por outro lado, a atividade econômica está claramente sufocada e a pressão (de todos os lados) para um corte dos juros chegou a um nível nunca visto. Assim, nossa visão é de que há possibilidade de ganho com uma prefixação à taxa de 23,50%^{aa}. Porém, o BC pode ser bastante conservador e manter a taxa ou reduzi-la apenas marginalmente em sua próxima reunião no meio de junho. Com isso, a operação demorará a dar algum resultado. Por outro lado, o risco de perda é também bastante limitado já que, de um jeito ou de outro, a taxa cairá. Em outras palavras, acreditamos que será difícil conseguir uma taxa substancialmente maior que a atual – talvez 24,50%^{aa} ou 25%^{aa}. Porém, isso não significa que todos devem tomar uma posição imediatamente já que quanto mais se esperar, menor o custo de carregamento da posição (já que o CDI está substancialmente acima da taxa pré). A decisão depende muito do restante da Carteira e da percepção individual quanto ao cenário político.

O único objetivo deste relatório é a prestação de informações a nossos clientes. Sob nenhuma circunstância isto deve ser considerado uma oferta de venda ou uma solicitação de compra de nenhum ativo financeiro ou fundo de investimento. Apesar das informações aqui contidas serem retiradas de fontes fidedignas, e posteriormente checadas, a Argumento não pode ser responsabilizada por eventuais erros na divulgação desses dados. Rentabilidade passada, não é garantia de resultado futuro. Este documento não pode ser reproduzido ou publicado para qualquer propósito. Todos os direitos reservados. Copyright 2003.