

## ABRIL 2003

### Mercados

Abril foi uma reprise de março no que se refere ao comportamento dos mercados. O risco Brasil continuou despencando - caindo de 1.041 para 770 pontos (o menor nível desde abril de 2002)– e influenciando diretamente todos os outros segmentos. O Ibovespa teve mais uma performance excepcional, com ganho de 11,38% em reais e 29,24% em dólares! As taxas de juros despencaram no mercado futuro, fazendo com que todas as aplicações de renda-fixa apurassem resultados acima do CDI. O IRF-M subiu 2,78% (o equivalente a 149% do CDI no mês) e já acumula 10,15% no ano. Também como no mês anterior o dólar e o ouro despencaram. Com a queda de 13,82%, a moeda americana teve a segunda maior queda mensal desde que foi lançada em 1994.

Nos mercados internacionais o mês também foi positivo com os ativos de risco obtendo ganhos e os “portos seguros” ficando para trás. Entre os mercados acionários, apenas os asiáticos tiveram perdas em função dos efeitos da SARS sobre as economias locais. As bolsas americanas tiveram performances positivas (com destaque para o NASDAQ) e os principais índices da Europa atingiram os maiores níveis dos últimos 4 meses, continuando a forte recuperação das quedas de até 25% acumuladas no primeiro trimestre.

O petróleo voltou a despencar atingindo o menor valor dos últimos meses. O contrato Brent para entrega em junho que havia atingido os USD 33 em março fechou abril com queda de 11,32%, cotado USD 23,50.

O mercado de renda fixa americana pouco se mexeu, mas mostrou uma pequena alta nas taxas diante da reversão parcial do fluxo de busca de qualidade (*treasuries* de 2, 5 e 10 anos fecharam em 1,59%, 2,85% e 3,90%<sup>aa</sup>). O destaque desse segmento ao redor do mundo foi a continuidade dos fluxos positivos para fundos dedicados a *High Yield* (empresas de alto risco de crédito) e *Emerging Markets*, o que reforça os sinais de que o apetite para risco tem subido com o fim da guerra e a boa safra de resultados corporativos que foram divulgados no mês. O movimento dissonante foi observado no mercado de moedas, onde o euro (além de outras moedas, como o dólar canadense) continuou a subir fortemente contra o dólar, apesar do fim da guerra.

### PERFORMANCE EM ABRIL

	<u>Abr/03</u>	<u>2003</u>		<u>Abr/03</u>	<u>2003</u>
IBOVESPA	11,38%	11,43%	DOW JONES	6,11%	1,66%
IRF VALOR/IBMEC	2,78%	10,15%	S&P500	8,10%	4,22%
CDI	1,87%	7,64%	NASDAQ	9,18%	9,64%
CBOND (em R\$)	-4,60%	9,25%	FTSE (LONDRES)	8,65%	-0,37%
OURO	-11,48%	-18,77%	NIKKEI (TÓQUIO)	-1,77%	-8,71%
DÓLAR (BC)	-13,82%	-18,24%	YEN	-0,71%	0,98%
			EURO	2,46%	6,60%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

### Cenário

Do ponto de vista dos dados da economia também tivemos um mês de continuidade. A balança comercial seguiu trazendo resultados muito bons, com um superávit de USD 1,71 bilhão em abril, o que levou o acumulado do ano para USD 5,47 bilhões. Os dados fiscais conseguiram surpreender até os mais otimistas. O resultado primário do setor público consolidado ficou em R\$ 6,8 bilhões em março, o que elevou o acumulado de 12 meses para R\$ 63,7 bilhões, ou 4,58% do PIB – um esforço fiscal louvável. Com o aumento do superávit fiscal e a queda do valor da dívida pública indexada ao dólar (cerca 35% do total) devido ao fortalecimento do real, um dos indicadores mais observados pelos analistas, a razão da dívida pública como porcentagem do PIB, caiu para 55% no final de março e deve ter caído ainda mais no final de abril (dados ainda não divulgados). A tudo isso somaram-se vários sinais positivos dados pelo governo no que diz respeito ao andamento das propostas de reforma Previdenciária e Tributária, com o esforço de Lula para ter os governadores a seu lado na entrega das propostas ao Congresso e o trabalho interno dentro do PT para enquadrar todos os membros do partido que sejam contra as propostas

do Executivo – aumentando as chances de aprovação das reformas já que a grande oposição deve ser mesmo a dos radicais de dentro do próprio PT. Toda essa evolução nos dados econômicos e no noticiário político foi premiada com o sucesso da colocação de títulos brasileiros no exterior (a primeira do governo Lula), que trouxe USD 1 bilhão pelo prazo de 10 anos ao custo de 10,7%<sup>aa</sup>. Além disso, a S&P revisou o outlook da dívida brasileira de negativo para estável.

Assim, o ciclo virtuoso voltou a se instalar com a queda do dólar permitindo queda nas projeções de juros futuros e ambos ajudando na dinâmica da dívida pública – fator primordial na continuidade da queda do risco Brasil, realimentando o movimento de fluxo de capitais e nova queda do dólar. Porém, esse ciclo não deve continuar indefinidamente por causa do efeito negativo da queda do dólar sobre o ajuste das contas externas. Além disso, mesmo que não queira intervir diretamente no câmbio, o governo tem interesse em reduzir a parcela da dívida pública indexada à moeda americana – justamente para evitar que um ciclo vicioso se instale no caso de choque negativo de expectativas. Para que isso seja feito o BC teria que deixar de rolar totalmente a dívida cambial num momento favorável (com o dólar e o risco País em queda, como é o caso agora). Com isso a oferta de *hedge* diminuiria e traria alguma pressão sobre a moeda americana. E aí entra a outra variável da equação. A apreciação do real (de 22,31% no ano), serve para evitar uma alta mais forte da inflação – cujo controle é o principal objetivo do Banco Central -, e há o risco de que a queda da inflação necessária para permitir um corte de juros seja abortada se a moeda americana voltar a subir. De fato, a inflação tem caído mais lentamente do que se esperava, o que fez com que o COPOM de abril decidisse pela manutenção da taxa de juros em 26,50%<sup>aa</sup>. A retirada do viés de alta, comemorada pelo mercado como um bom sinal logo após a reunião, foi feita por outro motivo que não a melhora do cenário. Na ata divulgada na semana passada o COPOM deixou claro que a queda da inflação ainda não está garantida e que a retirada do viés foi motivada pelo fato de que nada justificaria uma ação entre reuniões – e não que a queda de juros seja uma certeza no curto prazo, como os mercados passaram a apostar.

No cenário internacional, como já dissemos anteriormente, a elevação do apetite para o risco dos investidores continuou. Ao fim rápido e “limpo” (sem armas químicas, com poucas baixas e com o apoio final - dentro dos limites impostos pela situação - da população iraquiana) da guerra se juntaram os resultados positivos das empresas americanas no primeiro trimestre e alguns sinais nos números mais recentes da economia que mostram possibilidade de melhora. Nesse sentido, o mais marcante de todos foi o índice de confiança do consumidor, que subiu muito mais do que o esperado. As encomendas às fábricas, e o índice que mede a atividade do setor de serviços também surpreenderam positivamente. Porém, os dados de desemprego continuam sendo os mais importantes e foram inclusive citados por Greenspan em seu depoimento ao Congresso no último dia 30, quando o presidente do FED disse esperar uma retomada do crescimento econômico, mas apenas no segundo semestre. Enquanto preparávamos esse relatório o FED decidiu manter os FED funds em 1,25%<sup>aa</sup>, mas adotou o chamado viés de baixa, ao comentar que o risco de deflação é maior do que o de inflação. Com isso aumentaram as apostas de que o FED corte os juros para 1%<sup>aa</sup> até agosto.

Por outro lado, há motivos para se crer que a economia americana deve, no mínimo, escapar de uma recessão e voltar a crescer no final do ano. Em primeiro lugar, o risco de guerra acabou – apesar do risco de ataques terroristas continuar a existir. O petróleo não deve voltar a ser uma ameaça (via inflação) tão cedo. Apesar da OPEP ter cortado a produção em uma reunião de emergência realizada em abril, a perspectiva de retomada mais rápida das exportações iraquianas e o fim dos conflitos na Nigéria levaram ao medo de superprodução e à conseqüente queda nos preços. A política monetária está frouxa e pode ficar ainda mais estimulante se os juros forem reduzidos novamente. A queda do dólar traz reforço para as exportações e para o lucro das empresas americanas com atividades na Europa. Como já dissemos, os resultados das empresas no primeiro trimestre trouxeram notícias positivas. Por último, mas não menos importante (aí até com o risco de frustrar os mercados se não for aprovado), há a proposta de estímulo fiscal defendida por Bush que está sendo discutida no Congresso americano.

E é bom que a recuperação venha mesmo dos EUA, porque não existe outro lugar para se olhar em busca de crescimento. Na Europa como se não bastassem os problemas internos com o alto desemprego, a força do euro prejudica fortemente as economias altamente dependentes de exportação. Na Ásia, a SARS apesar de não ter se transformado em um pesadelo global, já teve

efeitos e deve continuar a prejudicar as economias locais.

Não houve grandes mudanças em nossas recomendações. Na renda fixa, os últimos movimentos de mercado nos levaram a voltar a recomendar aplicações atreladas à inflação.

- **BOLSA** – A discussão sobre se o Ibovespa está ou não defasado com relação à queda do risco País não teve espaço em abril, já que a melhora da imagem do País só aumentou a demanda por nossos títulos e o risco voltou a ter queda forte. Assim, mesmo sem corrigir a discutida defasagem, o mercado acionário brasileiro teve mais um impulso positivo e seguiu em tendência de alta durante todo o mês. E começam a aparecer no horizonte possíveis novos catalisadores para um novo movimento altista de médio prazo, como a expectativa de queda de juros, de aprovação das reformas e de retomada do crescimento. Nossa recomendação se mantém. Parte da melhoria das perspectivas já se incorporou nos preços, mas há espaço para melhora adicional do cenário. Próximo dos 13.000 pontos o Ibovespa pode apresentar uma certa resistência e esse pode ser um bom patamar para realização, mesmo que parcial, de lucros. No médio prazo porém a alta pode continuar. Mas o caminho certamente não será sem oscilações.
- **CÂMBIO** – Todos os suportes previamente projetados foram rompidos. O movimento (global) de aumento de apetite para o risco mostrou sua face mais evidente nos fluxos para mercados emergentes. E contra o fluxo de capitais não se briga. É clara no mercado a percepção de que o atual patamar do câmbio não se sustentará no médio prazo (nem até o final do ano). Porém ninguém se dispõe a ser o primeiro a apostar na reversão de tendência. A “certeza” de que o câmbio subirá no médio prazo está longe de definir as estratégias de investimento. Além das particularidades de cada agente, as dúvidas que definirão o resultado de tal decisão permanecem: 1) qual o fundo do poço? 2) quando ele será atingido? e 3) qual a velocidade da alta quando ela for retomada? As apostas devem ser baseadas nas projeções que se possam fazer para cada uma dessas respostas. Para nossos fins, basta dizer que no atual nível de R\$ 3,02, uma posição comprada bateria o CDI até o final do ano se o dólar atingisse ou superasse o nível de R\$ 3,50. E isso nos parece bastante possível. Além do mais, quanto mais rápido for o movimento, menos o dólar tem que subir, o que abre outras oportunidades para a estratégia. Sem contar que apenas em momentos de euforia se pode comprar um seguro barato. Esse nos parece ser o caso.
- **JUROS** – As projeções de juros despencaram. Enquanto escrevemos, a taxa pré-fixada para operações de 1 ano rondava os 24%<sup>aa</sup>. Esta taxa certamente pode cair mais. Porém, do ponto de vista do longo prazo (um investidor que faça a operação para carrega-la até o vencimento) não acreditamos ser uma oportunidade razoável. Consideramos que uma operação desse tipo deve objetivar pelo menos 110% do CDI de retorno. Para que isso ocorra, o CDI acruado nos próximos 12 meses deve ser igual a 21,80%. Assim, se considerarmos uma queda linear, a Selic (ou o CDI) deveria estar em 17% no final do primeiro trimestre de 2004. Apesar de possível, vemos um risco bastante alto de que isso não ocorra – mesmo porque não sabemos se atual patamar do câmbio se manterá (na verdade acreditamos no exato oposto) nem se a inflação de fato convergirá rapidamente para a meta estabelecida pelo Bacen. Apenas para comparação, a Selic atingiu 15,25%<sup>aa</sup> no primeiro trimestre de 2001– recorde que, para ser batido, precisa de um cenário extremamente favorável. Dito isto, acreditamos que deve-se esperar algum soluço do mercado para se fazer uma aposta com perspectivas mais favoráveis quanto ao balanço risco x retorno. Por outro lado, antes disso pode voltar a ser interessante uma alocação em títulos atrelados ao IGP-M. Com a queda observada nos últimos dados deste índice, os fundos IGP-M passaram a sofrer nova onda de resgates, o que os obriga a vender os títulos e derrubar seus preços. Com isso, tais títulos voltaram a oferecer retornos “apetitosos” para o investidor que quer garantir um retorno real, como a NTN-C de dezembro de 2005, por exemplo, que está atualmente sendo negociada a IGP-M + 11,50%<sup>aa</sup>. A compra da NTN-C casada com uma operação pré-fixada pode dar uma boa combinação para quem quer a garantia dos juros reais da nota, mas acredita que a inflação cairá, levando consigo os juros nominais.

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.