

Julho 2002

Mercados e cenário

Julho foi um mês péssimo para os mercados domésticos. As variações mostradas na tabela abaixo, em muito lembram a do mês passado em termos da direção dos mercados, mostrando continuidade do movimento negativo. No Brasil, a alta do dólar comercial não beneficiou ninguém, a não ser os bancos que carregaram a moeda americana. Como sabemos, empresas se protegem através de contratos de *hedge* que envolvem derivativos lastreados em dólar. Estes não acompanharam a alta da moeda americana. Nem precisamos ir muito longe: no mercado paralelo a moeda americana subiu apenas 12,68%, 10% menos do que o câmbio comercial. Por sua vez, fundos cambiais tiveram rendimentos significativamente inferiores à valorização do dólar, num reflexo da falta de demanda por títulos públicos, mesmo os indexados em dólar. Com a alta desenfreada da moeda americana, aumentou o risco (ou a percepção do mercado) de que os juros tenham que ser elevados para conter o movimento especulativo e evitar uma maior fuga de capitais. Assim as projeções de juros futuros dispararam, mesmo num mês em que o COPOM decidiu reduzir os juros para 18%^{aa} – num movimento que pegou de surpresa os agentes e chegou a iniciar um movimento (de vida curta) de euforia. Com a alta dos juros futuros, todos os ativos pré fixados sofreram perdas, o que explica a rentabilidade do IRF-M. Este, que é um índice de renda fixa, não só perdeu do CDI, como teve rentabilidade negativa pelo segundo mês consecutivo. Os Cbonds atingiram seu menor preço desde janeiro de 99, no fechamento do mês eram cotados a 50% do valor de face, o que embutia um retorno esperado de 25%^{aa} (21%^{aa} acima do rendimento de títulos do Tesouro Americano de mesmo prazo). Este prêmio de risco, que reflete o ceticismo internacional quanto à capacidade de repagamento que o Brasil tem, mostra claramente a que proporção chegou a aversão ao risco Brasil.

Como desgraça pouca é bobagem, os mercados acionários ao redor do mundo também sofreram pesadas perdas em julho, adicionando um componente externo negativo ao já problemático cenário interno, que sofre com as incertezas do processo eleitoral. Mais impressionante tem sido a volatilidade dos índices acionários na Europa e nos EUA, onde passou a ser comum vermos oscilações de 4% ou mais em um único dia ou apenas algumas horas.

PERFORMANCE EM JULHO

	<u>JUL</u>	<u>2002</u>		<u>JUL</u>	<u>2002</u>
DÓLAR	23,05%	49,89%	DOW JONES	-5,48%	-12,82%
OURO	20,34%	62,33%	S&P500	-9,33%	-31,90%
CDI	1,54%	10,31%	NASDAQ	-7,90%	-20,60%
IRF VALOR/IBMEC	-0,41%	7,10%	FTSE (LONDRES)	-8,81%	-18,61%
IBOVESPA	-12,36%	-28,10%	NIKKEI (TÓQUIO)	-7,01%	-6,31%
CBOND	-17,91%	-32,31%	EURO	-1,38%	9,93%
			YEN	-0,23%	9,68%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Os mercados acionários internacionais já acumulam perdas maiores do que as sofridas em 2001. O S&P500, para muitos o principal termômetro do mercado acionário americano, já acumula uma queda de 41%, desde seu pico em março de 2001.

De todos os lados vieram sinais de que a recuperação econômica está perdendo força e portanto demorará mais para que tenhamos um cenário mais favorável do ponto de vista do crescimento global. O principal motor da economia mundial, os EUA, mostrou desaceleração nos dados publicados. Como são muito dependentes da economia americana tanto a Europa quanto o Japão se retraem quando os EUA demandam menos seus produtos. Outro efeito perverso é que, com a fraqueza dos mercados americanos e a conseqüente queda do dólar frente às outras moedas (por um movimento de diversificação de portfólio de investidores globais) as importações americanas ficam mais caras, prejudicando as regiões exportadoras.

Com os dados divulgados mais recentemente, não só a perspectiva de elevação dos juros americanos foi postergada, como já há uma corrente no mercado projetando mais uma série de corte dos juros para evitar o temido *double deep recession* (a recessão em duas fases). Nas outras regiões, as autoridades monetárias também devem, no mínimo, manter as atuais políticas de estímulo ao crescimento econômico. O Banco Central Europeu, aliviado com os dados de inflação que vêm mostrando queda, deve manter os juros baixos pelos próximos meses. Só uma nova alta do petróleo (que permaneceu estável em julho) poderia trazer complicações ao ameaçar o controle da inflação. No

Japão, o BOJ já anunciou uma diminuição no corte de gastos públicos previstos para este ano. A recuperação vista nos primeiros meses do ano, que foi baseada principalmente em exportações, corre risco de ser abortada se os EUA não mantiverem o ritmo de crescimento. Com isso o BOJ pretende manter os gastos do estado como um estímulo adicional.

Aos temores sobre a velocidade de retomada do crescimento global, somam-se as tensões geopolíticas, principalmente vindas do Oriente Médio. Em Israel, não há “24 horas” sem notícias de atentados com homens-bomba, ou de retaliação do exército israelense. Além disso, cada vez fica mais claro o plano de ataque dos EUA (com o apoio já declarado da Inglaterra) ao Iraque. Desta vez o plano passaria pela deposição de Sadam Russein. A região da Caxemira também inspira cautela.

Internamente, o cenário político continua causando preocupações. Por mais que os cientistas políticos continuem reafirmando que a campanha eleitoral só começa de fato agora, após o primeiro debate entre os candidatos e com o início em 20 de agosto dos programas eleitorais gratuitos em rádio e TV, as pesquisas tem sido publicadas semanalmente, causando volatilidade nos mercados e apreensão nos agentes econômicos. Os especialistas continuam dizendo que as intenções de voto ainda não estão cristalizadas (a julgar pelas oscilações vistas na preferência do eleitor) e que o número de indecisos ainda é muito grande. De qualquer forma, como o único parâmetro que se tem são as pesquisas, ninguém consegue ignorar seus resultados (mesmo porque é sabido que o próprio resultado de pesquisas induz o eleitor a mudar seu voto – para o chamado voto útil). Assim, é inegável que a situação piorou muito do ponto de vista do mercado. Segundo a pesquisa mais recente do Vox Populi publicada no dia 3, Lula (34%) e Ciro (30%) estão tecnicamente empatados em primeiro lugar e com uma boa dianteira em relação aos outros dois candidatos, Serra (13%) e Garotinho(10%), que também estão tecnicamente empatados. Quando se compara este cenário com o que prevalecia no mês anterior – Serra em segundo, sendo apenas ameaçado por Ciro – vê-se claramente uma piora do ponto de vista do mercado, que prefere a continuidade e previsibilidade representada pela candidatura Serra. Porém, Ciro pode perder alguns pontos com a repercussão da mudança no comando de sua campanha (com a saída de Martinez, que supostamente estaria envolvido com o esquema PC). Além disso, as investigações sobre a atuação de seu vice, Paulinho, na Força Sindical também podem arranhar a candidatura da Frente Trabalhista. Vale dizer também que a situação piorou para Lula, já que ele agora tem Ciro colado em sua sombra, com algumas simulações de segundo turno indicando a vitória do candidato da Frente Trabalhista.

Ainda com relação à reação dos mercados aos resultados da pesquisa, nota-se um movimento bastante interessante. Apesar de ser ainda uma incógnita e de deixar todos os agentes “de orelha em pé” toda vez que faz declarações sobre a economia (como a proposta de alongamento da dívida interna e suas declarações sobre “a farrá da CC5”), parte do mercado passou a aceitar melhor a hipótese de Ciro ser o próximo presidente. Rumores de que a equipe do candidato estaria em conversas com economistas da PUC- RJ na preparação de seu programa e na formação de sua equipe de governo tem trazido certo alento. A idéia de que o discurso de campanha é uma coisa e programa de governo é outra nos parece arriscada.

Nesse cenário de turbulência, o efeito das declarações de secretário do Tesouro americano, Paul O'Neill, no final de junho sobre a ajuda a países em crise foi catastrófico e é facilmente explicável. Como a Argentina está há muito em crise e o Uruguai enfrenta um princípio de crise bancária, o Brasil, numa visão simplista e ignorante, seria visto como o próximo da fila. De qualquer forma, a visita de O'Neill ao Brasil no último final de semana, se não foi suficiente para acalmar os mercados e reverter a piora desde sua fala desastrosa, sinalizaram uma mudança na política internacional dos EUA com relação aos países em crise. Talvez isso seja fruto da intervenção do presidente do FED, Alan Greenspan, que almoçou com Bush e O'Neill antes da viagem do secretário do Tesouro. Provavelmente Greenspan convenceu seus interlocutores de que uma crise na América Latina à esta altura do campeonato (com os EUA lutando para voltar a crescer e recobrar a confiança dos investidores após os escândalos corporativos) teria impactos importantes sobre a economia americana. Com isso os EUA já decidiram prover o Uruguai com um empréstimo ponte no valor de USD 1,5 bi enquanto os recursos das instituições multilaterais não são liberados.

Como muito bem estressado pelo presidente do Banco Central, Armínio Fraga em uma conferência telefônica com investidores, os principais medos do mercado são injustificáveis e podem ser afastados, pelo menos durante a atual administração. A rolagem da dívida externa, apesar de penosa não é um problema do governo, já que grande parte da dívida é privada e não pública e 88% dos USD 204 bi são de médio e longo prazos. Além disso, ao contrário dos argentinos, os bancos brasileiros são muito saudáveis. O parque industrial brasileiro, apesar de enfrentar dificuldades para

crescer, mantém-se atualizado e está pronto para voltar a crescer assim que o ambiente macro permitir. Além disso, a dívida interna, preocupação de todos e foco de críticas dos candidatos da oposição, apesar de alta (atingiu 58,6% do PIB em junho e deve subir mais nos dados de julho) é sustentável se os superávits primários forem mantidos e se considerarmos que uma hora o dólar parará de subir. Em última instância, como toda a dívida doméstica é emitida em reais, poder-se-ia simplesmente monetizar esta dívida, imprimindo mais reais para fazer frente aos vencimentos de títulos públicos. Nesse caso, evidentemente, a volta da inflação seria inevitável.

Não vamos aqui repetir a mesma ladainha dos fundamentos da economia brasileira. Apesar de em muitos aspectos serem considerados bons, é evidente que estes são frágeis, e dependem de monitoramento constante, podendo ser afetados pelo comportamento dos mercados. Uma crise de confiança que evite a rolagem da dívida pode causar inflação como mencionamos antes. De qualquer forma, vale citarmos o esforço fiscal que vem obtendo sucesso e permitiu um superávit primário de R\$ 29 bi no primeiro semestre (x R\$ 25 bi acertados dentro do plano de ajuda do FMI). Além disso, a melhora da balança comercial já tem surtido efeito sobre os resultados de conta corrente, que em junho tiveram o melhor resultado desde 1994. A balança mostrou superávit de USD 1,2 bi em julho, acumulando USD 3,8 no ano e USD 6,4 nos últimos 12 meses. Os investimentos diretos estrangeiros, apesar de abaixo do desejável ficaram em USD 1,5 bi em junho e foram suficientes para financiar o déficit em conta corrente de USD 1,3 bi.

Nesse contexto pesa muito o acordo que está sendo costurado com o FMI neste momento. Com as informações (e especulações) disponíveis, espera-se um pacote de ajuda que envolva duas fases: uma até o final do mandato de FHC e outra, que dependerá das decisões do próximo governo. Apesar de uma assinatura formal do acordo pelos candidatos estar aparentemente descartada, seu apoio às bases de um programa sustentável, deve ser cobrado. A “Carta ao Povo Brasileiro” publicada pelo PT em junho seria um exemplo de tal apoio. No documento o partido diz estar comprometido com o ajuste fiscal, com o cumprimento de contratos e com o controle da inflação. O mesmo deve ser esperado de Ciro, que tem dado declarações ambíguas sobre o assunto.

- **BOLSA** – Desta vez, o preço em dólares do Ibovespa está tão baixo, que voltou ao patamar de 1995. Além disso, há outro motivo para se considerar uma aplicação em bolsa neste momento de tanta incerteza. Ações podem funcionar como uma “boa” alternativa de investimento por se tratarem de ativos reais. De qualquer forma, tanto o cenário eleitoral quanto a volatilidade dos mercados internacionais continuarão a ditar o rumo dos movimentos de curto prazo. Preço importa para alocações de longo prazo, mas algum catalisador de curto prazo se faz necessário para uma recuperação mais convincente deste mercado.
- **CÂMBIO** – A não ser que se tenha agilidade e informação para mudanças repentinas e freqüentes de posição, recomendamos que se evite especulações que envolvam o dólar, pelo menos até que o pacote do FMI seja divulgado, e um cenário mais claro para a economia possa ser traçado. Mantemos também nossa recomendação de que *hedges* verdadeiros sejam sempre mantidos independentemente do patamar do câmbio e de suas oscilações. Porém, há que se fazer uma ressalva. Como comentamos no início deste boletim, nenhum *hedge* funcionou perfeitamente durante o mês de julho. Cada caso deve ser estudado com detalhes, já que as oscilações do cupom cambial, que fizeram com que algumas operações “de *hedge*” não ganhassem na alta do dólar, podem fazer com que estas obtenham ganhos com a queda da moeda americana se o mercado de futuros também voltar à normalidade.
- **JUROS** – Apesar de termos hoje menor grau de conforto do que há um ou dois meses, continuamos achando improvável uma elevação duradoura da taxa de juros nos próximos meses. Além do efeito nocivo sobre a dinâmica da dívida interna (aumentando a conta de juros a ser paga pelo Tesouro), a elevação do custo do dinheiro não teria efeito sobre a inflação e não dissiparia as incertezas eleitorais que mais preocupam o mercado. Assim, acreditamos que a prefixação de parte da carteira continua sendo uma boa aposta, principalmente com a elevação recente das taxas e a diminuição da SELIC/CDI. Enquanto escrevemos, a taxa de juros para janeiro de 2003 (pouco menos de 5 meses) está em 25,00%^{aa}, pouco acima da que prevalecia à época do último relatório.