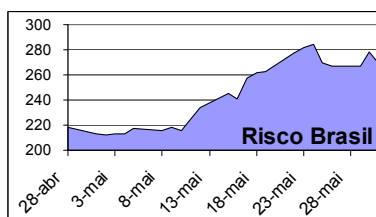
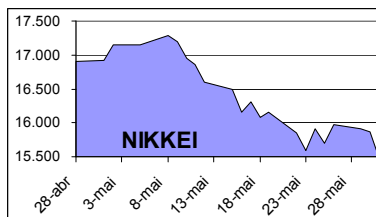


RELATÓRIO MENSAL – MAIO 2006

“FUNDAMENTO” X FLUXO - NO CURTO PRAZO, QUEM MANDA É O SEGUNDO



De volta ao nível de janeiro



Bolsas em queda- Nikkei

Performance

➤ Após vários meses se beneficiando do cenário externo benigno, os ativos de risco sofreram fortemente. O efeito sobre os ativos brasileiros foi negativo, mas não catastrófico. O Risco Brasil subiu 50 pontos para 270, após ter se aproximado de 290 no pior (até agora, pelo menos) momento da crise. O dólar disparou 10%, revertendo a queda dos 4 meses anteriores. Também reforçando a idéia de que ativos de risco “sobem de escada e descem de elevador”, o Ibovespa perdeu 9,5% no mês – mas ainda bate o CDI no acumulado do ano. As taxas de juros pré-fixadas, como não poderia deixar de ser, subiram, prejudicando a performance do IRF-M, que perdeu para o CDI (o segundo do ranking), com 0,36% (28,5% do CDI). O ouro (em reais) subiu 12,7% e encabeçou nosso ranking.

➤ A volatilidade foi forte no mercado internacional, principalmente nas bolsas de valores. O destaque de queda foi o Nikkei, que perdeu 8,5% no mês – mas caiu mais ainda desde o pico, já que o começo de maio foi de alta. As bolsas da Europa tiveram perdas importantes, o mesmo acontecendo nos EUA – com destaque para o NASDAQ. Entre as commodities, tanto o ouro quanto o petróleo caíram no mês. O dólar se desvalorizou mais 1,4% contra o euro, 1,05% contra o lene e 2,4% contra a libra. No mercado de US Treasuries, as taxas subiram mais na parte curta da curva (19 pontos base para 2 anos, que foi para 5,05%^{aa}) e menos na parte longa (4 pontos base para 10 anos, que fechou o mês a 5,11%^{aa}).

PERFORMANCE

	cotação	mai/06	2006		cotação	mai/06	2006
OURO	R\$ 49,60	12,73%	28,50%	DOW JONES	11.168	-1,75%	4,21%
DÓLAR (BC)	R\$ 2,3005	10,11%	-1,72%	S&P500	1.270	-3,09%	1,75%
GLOBAL 40 (em R\$)		4,56%	-6,94%	NASDAQ	2.179	-6,19%	-1,20%
CDI		1,28%	6,51%	DJ EUROSTOXX50	3.637	-5,28%	1,63%
IRF-M BM&F	2.716,44	0,36%	6,47%	FTSE (LONDRES)	5.724	-4,97%	1,87%
IBOVESPA	36.530	-9,50%	9,19%	NIKKEI (TÓQUIO)	15.467	-8,51%	-4,00%
				JPY/USD	112,58	1,05%	4,82%
				USD/EUR	1,2809	1,40%	8,31%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Cenário

Política sai de cena durante a Copa.

Incerteza disparou movimento de realocação de portfólio.

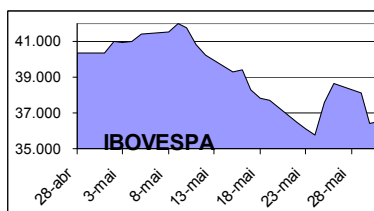
Fundamentos seguem os mesmos.

➤ O Cenário político tem como principal tema a eleição. Até o final de junho devem estar definidos os candidatos e coligações. Durante a COPA, poucas novidades devem surgir nesse front. Acontecimentos recentes como a greve de fome fracassada de Garotinho, a crise do PCC em SP e a invasão do Congresso por “sem-terra” devem voltar na propaganda gratuita de rádio e TV. Enquanto isto Lula goza de sua condição de presidente “não-candidato” inaugurando obras e se beneficiando da, até agora, boa condição da economia (que deve continuar assim, a não ser por um profundo agravamento da volatilidade dos mercados). Fica realmente difícil apostar contra.

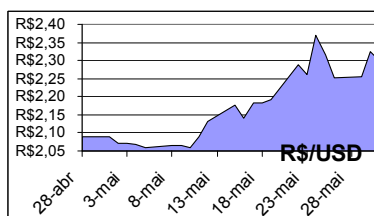
➤ O cenário internacional sofreu uma chacoalhada vinda dos mercados financeiros. Apesar dos comentários veiculados na imprensa, o mercado não mostrou comportamento que sugere que a “crise” atual tenha ligação unicamente com o medo de inflação nos EUA. Às dúvidas sobre a capacidade de Bernanke na condução do FED, juntaram-se as incertezas geradas pela troca feita também no Tesouro americano, pela crise envolvendo o Irã e pelas dúvidas com relação aos próximos movimentos do Banco Central Europeu. Colocando em perspectiva estas incertezas, o que se discute é se os juros nos EUA ficarão onde estão ou subirão mais 0,25%^{aa} ou 0,50%^{aa}. Ninguém está projetando altas maiores. Parece um exagero justificar os movimentos recentes de mercado apenas com isso.

➤ Acreditamos que o movimento foi uma realocação de Carteiras disparada pelo aumento da sensação de incerteza que atingiu os mercados num momento em que os ganhos acumulados eram grandes. Como em todo movimento brusco, os primeiros a saírem das posições (seja isso bom ou ruim) são os investidores mais agressivos, que tendem a estar mais próximos ou além dos limites aceitáveis em suas apostas. E o movimento das últimas semanas foi chefiado por *hedge-funds*

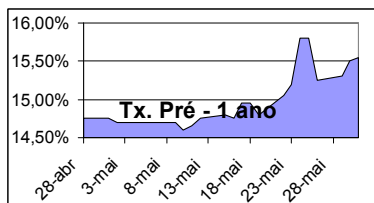
Bons fundamentos brasileiros evitam cairmos no chamado "ciclo vicioso".



É bom lembrar que tem risco



Não há pressão para altas fortes no longo prazo



Com a alta recente, apareceu um pouco de prêmio

(cujas políticas de investimento são geralmente menos rígidas), seguidos por investidores menos especializados e que vinham atrás da manada e "comprando o que vinha dando retorno". Como já mencionamos exaustivamente neste espaço, aí é que entra o benefício da disciplina. Quem não estava além de seus limites, no mínimo ganha flexibilidade para avaliar o que fazer. Pode ser que a decisão correta seja realmente a de sair da posição, mas pode ser que os movimentos representem oportunidade de aumento de alocações.

➤ Com relação ao Brasil, podemos dizer que a situação desta vez é muito melhor do que a de outras crises. Nossas contas externas estão ajustadas e as reservas são mais do que suficientes, inclusive para permitir intervenções na venda de dólares – o que o BC já fez. Não há mais o ciclo vicioso. Se o dólar subir, não há impacto sobre a relação Dívida/PIB, o permite que o câmbio flutuante realmente possa flutuar para amortecer os fluxos de forma a não permitir rupturas em nossa economia. E se os empresários reclamavam tanto do câmbio demasiadamente valorizado, a correção recente deveria ser comemorada e refletir em melhor resultado para as empresas e, portanto melhor perspectiva para a bolsa.

➤ Não queremos dizer que não há motivo para preocupação. Se a volatilidade dos mercados internacionais chegar ao ponto de afetar as economias, seremos prejudicados. Mas hoje temos fôlego para enfrentar a crise sem impactos imediatos em nossos fundamentos. Não fosse a lição de casa recentemente feita (com câmbio flutuante, ajuste fiscal, melhora do perfil das dívidas interna e externa), poderíamos ter que correr para "planos B" como pacotes fiscais de emergência ou programas do FMI. Estamos muito longe disso hoje.

✓ **Bolsa:** Como dissemos no mês passado, à medida que o mercado continuava subindo, aumentava também o risco de realizações de lucros. O Ibovespa chegou até 42 mil pontos e despencou até fechar o mês 13% abaixo disto, a 36,5 mil pontos. Quem tinha posições de curto prazo e respeitou o stop aqui sugerido, ainda safou-se de metade da queda. Olhando para a frente, pouco mudou em nosso cenário. As posições dos investidores vão se ajustando, aumentando nosso conforto de que o cenário de longo prazo possa se refletir em retomada da alta do mercado acionário. Não acreditamos em grandes mudanças do ambiente econômico mundial nos próximos meses – os dados disponíveis até o momento não permitem esta mudança de cenário.

✓ **Câmbio:** O fluxo especulativo foi negativo nas últimas semanas e deve demorar algum tempo para mudar de sinal. Tem muita gente "machucada" nesse mercado. Entraram baseados em fundamentos (de longo prazo) para fazer ganhos de curto prazo iludidos pelo fluxo positivo e foram pegos "de surpresa" assim que a maré virou. Desta forma, nas próximas semanas o dólar deve ficar em patamar mais alto do que vinha, entre R\$ 2,20 e R\$ 2,40. Esses valores, além de serem os extremos do movimento recente, são "redondos", o que aumenta sua visibilidade. Nossa aposta é de que, na ausência de uma piora muito importante do cenário de crescimento mundial, o piso deve ser testado e rompido novamente nos próximos meses.

✓ **Juros:** "Para os prazos mais curtos (1 ou 2 anos), o ganho parece não compensar o risco". Foi o que dissemos no mês passado. E com a crise as taxas subiram fortemente, trazendo grande prejuízo para quem carregava operações que tinham pouco prêmio. Partindo do patamar atual da Selic, a 15,25%^{aa}, começa a aparecer prêmio para essas posições daqui para a frente. Não acreditamos em altas fortes dos juros nos próximos meses – muito pelo contrário. Assim, uma aplicação de prazo de um ano a 15,80%^{aa} deve bater o CDI nos próximos 12 meses. Porém, a volatilidade deve continuar no curto prazo. Portanto deve-se considerar fazer posições "aos poucos" já que o mercado pode piorar um pouco mais antes de se estabilizar.