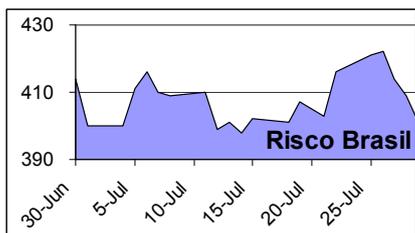
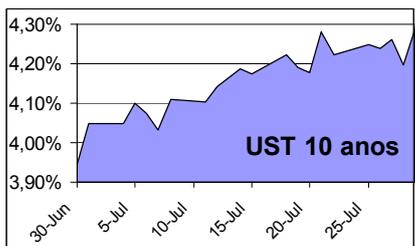


RELATÓRIO MENSAL – JULHO 2005

VAI OU NÃO ESPIRRAR EM LULA?



Política cria piso para risco Brasil



Juros americanos ensaiam alta

➤ O risco Brasil fechou julho em baixa de 13 pontos, a 401. Não fosse a crise política, o risco estaria ao redor dos 360 pontos, seguindo outros indicadores de risco como os *spreads* de países emergentes e de empresas americanas do segmento *High Yield*. A crise também fez com que o dólar subisse 1,71%, ganhando a segunda posição no ranking mensal e perdendo apenas para o Ibovespa, que apesar da crise se recuperou e fechou em alta de 3,96%. O ouro ficou estável, devido a sua queda em USD, e com isso amargou a lanterninha do ranking. O CDI ficou em terceiro, tendo acumulado 1,51% nos 21 dias úteis de julho (1 dia a menos do que junho). O IRF-M, que mede a performance da renda-fixa pré-fixada, subiu 1,27% (84% do CDI) e o *C-bond* em reais, penúltimo do ranking, avançou 0,71%.

➤ O dólar seguiu se valorizando contra a libra e o iene, mas se estabilizou contra o euro. O ouro recuou 2% e o petróleo voltou a testar novas máximas, sob a influência das mais variadas “desculpas”, de furacões no Caribe a uma explosão numa refinaria. Mas os destaques internacionais vão para os mercados de renda-fixa e de ações. Nesse último, fruto de sinais de crescimento sustentado e lucros corporativos crescentes, os principais índices tiveram fortes altas, o que levou muitos deles a fechar julho em seus maiores patamares em 4 anos. Por outro lado, na renda-fixa, o destaque foi a alta de toda a curva de juros nos EUA (veja o gráfico) em razão da percepção de que o crescimento pode trazer consigo uma inflação mais alta. Sem falar nas especulações sobre o efeito da decisão chinesa de mexer no yuan sobre o financiamento dos déficits gêmeos americanos.

Performance

No ano, CDI acumula retorno de 10%, dólar de -10% e Ibovespa fica no meio com 0%. Destaque internacional vai para as bolsas com bons ganhos acumulados em 2005 (fora dos EUA).

PERFORMANCE

	cotação	jul/05	2005		cotação	jul/05	2005
IBOVESPA	26.042	3,96%	-0,59%	DOW JONES	10.641	3,56%	-1,32%
DÓLAR (BC)	R\$ 2,3905	1,71%	-9,94%	S&P500	1.234	3,60%	1,84%
CDI		1,51%	10,57%	NASDAQ	2.185	6,22%	0,43%
IRF-M BM&F	2.353,19	1,27%	10,26%	DJ EUROSTOXX50	3.327	4,56%	12,61%
CBOND (em R\$)		0,71%	-10,82%	FTSE (LONDRES)	5.282	3,31%	9,72%
OURO	R\$ 33,10	0,00%	-11,73%	NIKKEI (TÓQUIO)	11.900	2,72%	3,58%
				JPY/USD	112,43	-1,43%	-8,89%
				USD/EUR	1,2125	0,21%	-10,59%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Cenário

Separação entre cenário econômico macro (os chamados fundamentos) e o ambiente político ainda pode ser feita.

E os otimistas falam em balança, contas fiscais, juros em trajetória de queda.

➤ O cenário doméstico pode ser dividido em dois para facilitar a análise, pelo menos por enquanto: as questões políticas e o até agora “blindado” lado econômico. Além do fato de que há enormes incertezas quanto ao desfecho final da crise política, mesmo que este não seja o pior possível, a travessia pode fazer com que a separação não possa mais ser feita com tranquilidade. A crise política pode sim afetar a economia. Mesmo que isso não se dê através da deterioração dos mercados financeiros e que demore a ser evidenciado nos dados. Decisões empresariais, por exemplo, podem já estar sendo adiadas ou canceladas. Mas enquanto podemos fazer a separação da análise, vamos a ela:

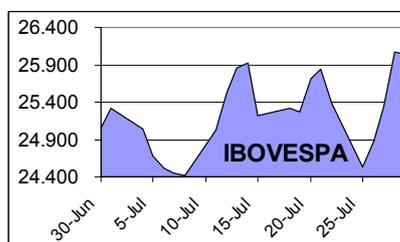
➤ Os fundamentos econômicos seguem sólidos e continuam melhorando em muitos aspectos. Os dados recentes de inflação mostram recuo significativo. As expectativas de mercado para a inflação futura seguem recuando em direção às metas do BC. As contas públicas mostram continuidade de melhora. O superávit primário do setor público consolidado foi recorde em julho e acumulou 5,08% do PIB em 12 meses – uma excelente notícia, a despeito da qualidade do ajuste (pelo lado das receitas). Com isso a relação dívida/PIB, apesar de ainda alta, se mantém estável. As contas externas seguem, mostrando resultados excepcionais que são fruto de uma balança comercial que teima em desafiar os prognósticos dos especialistas e bate recordes de superávits, a despeito da apreciação do real. A liquidez internacional se mostra também na facilidade de nosso financiamento externo: abundaram as emissões privadas – incluindo uma série de *bonds* perpétuos – e a República teve sucesso na troca dos *C-bonds*, o que deve diminuir nosso estigma de caloteiros, dado que o principal título da dívida renegociada perde importância – e pode sumir se for “chamado” em outubro.

Mas isso só vale enquanto a crise política não tiver maiores consequências sobre a governabilidade. Por enquanto a agenda legislativa está parada e decisões de investimento estão sendo postergadas.

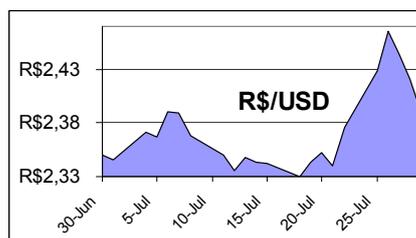
E isso é o que ocorre justamente num período excepcional para os mercados internacionais.

Crescimento sem inflação (ao menos por enquanto) nos EUA, e liquidez abundante permite aos mercados reagirem tranquilamente aos mais diversos choques...

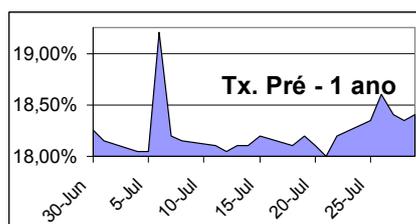
...como atentados terroristas e a mudança do câmbio na China.



faixa de junho se repete em julho.



Dólar sobe sem convencer.



Prêmios só para prazos longos.

➤ Já os fundamentos políticos são os piores possíveis. Tanto que quem aposta que um impeachment é impossível, o faz na crença de que antes disto boa parte do Congresso deveria ser cassada, o que inviabilizaria o processo de expurgo do Presidente. De qualquer forma o risco existe, apesar do mercado ter passado a atribuir cada vez menor chance a esta possibilidade – principalmente depois que membros da oposição foram ligados ao “valerioduto”. A questão principal para o mercado, que antes era apenas referente à blindagem de Palocci e equipe, agora passa a ser também a questão de se Lula será ou não, pessoal e diretamente envolvido no escândalo. A aposta dos otimistas é que tudo se encaminhará para a cassação de alguns deputados, a limpeza de parte do PT e ficará por isso, já que ninguém teria interesse em investigar a fundo todos os detalhes. Pode ser. Mas há pelo menos dois riscos em se apostar neste cenário: 1) é preciso “combinar” com a imprensa e 2) seria preciso que nenhum dos “sacrificados” resolvesse cair atirando – o que não parece ser o caso do ex-ministro José Dirceu, a julgar pelas últimas reportagens veiculadas na, adivinhe, imprensa. Só esperamos que a “lei de Murphy” não impere de novo, isto é, que as coisas demorem para se resolver por aqui, o que nos impediria de tomar o máximo proveito possível de um ambiente externo extremamente favorável, mas que não será eterno.

➤ O cenário internacional segue francamente benigno no curto prazo. Os resultados corporativos do segundo trimestre, divulgados até o momento, surpreenderam positivamente. Os dados econômicos dos EUA – bem como o último depoimento de Alan Greenspan ao Congresso – deixam claro que a retomada do crescimento americano está em curso de forma mais sustentada. A inflação corrente segue controlada não só nos EUA, como na Zona do Euro, onde o crescimento é muito menos evidente. Mas o crescimento e a melhora do mercado de trabalho nos EUA, aliados ao petróleo em alta podem levar o FED, com medo da inflação futura, a elevar os juros mais do que o atualmente esperado pelos mercados (4 – 4,25%^{aa}).

➤ Julho também foi marcado pela decisão da China, de valorizar o yuan e atrelá-lo a uma cesta de moedas – com potenciais implicações sobre os mercados de moedas e USTreasuries – e pelos atentados terroristas de Londres, que pouco efeito tiveram sobre os mercados – já “acostumados” com este tipo de acontecimento.

✓ **Bolsa:** O Ibovespa testou por duas vezes em julho nosso nível recomendado de stop entre 24 – 24,3 mil pontos, sem rompê-lo. Com a melhora dos mercados externos e mais este forte indicador técnico, a bolsa se recuperou no final do mês e foi testar o topo da faixa de negociação que tem respeitado nos últimos meses, ao redor de 26,5 mil pontos. Isso caracterizou um ambiente em que apenas o *trading* de curto prazo é possível. Nesse sentido, é possível que vejamos um recuo dos patamares atuais no início de agosto. Para o longo prazo, se a crise política realmente não der em nada, é possível que o índice feche o ano acima das máximas vistas no início de 2005. Mas há a possibilidade maior de que isso não aconteça, e que a posição comprada perca para o custo de carregamento.

✓ **Câmbio:** O dólar chegou a subir 5% em 3 dias, no pior momento do mês. Mas assim que a crise política arrefeceu, a trajetória de queda da moeda americana foi retomada. Isso ilustra exatamente o que temos descrito neste espaço para o mercado de câmbio. Os ganhos na compra podem aparecer, mas são ganhos de operações de curto prazo. Para o médio prazo, o custo de carregamento segue sendo proibitivo para posições compradas em dólares. Além do mais, os dados de contas externas continuam altamente favoráveis a um real forte.

✓ **Juros:** Pelo segundo mês consecutivo o COPOM manteve a SELIC em 19,75%^{aa}, sem surpresas. As quedas dos índices de inflação e das projeções de mercado, aliadas aos sinais de desaceleração da economia levaram os mercados a aumentar as apostas de que os juros começarão a cair nos próximos meses. Mas a crise política impõe um prêmio de risco maior sobre a curva de juros e as taxas pré-fixadas terminaram o mês em alta. A taxa de um ano, ao redor de 18,35%^{aa} oferece prêmio modesto, a não ser que os juros comecem a cair já em agosto. Para quem quiser apostar para o médio prazo, o melhor alternativa pode ser o início da pré-fixação da carteira para o fim de 2006. A 18%^{aa}, o prêmio é um pouco maior.