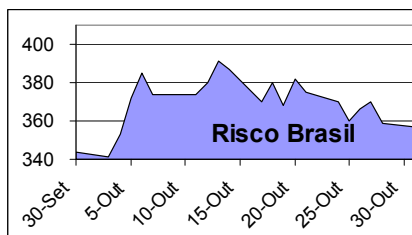
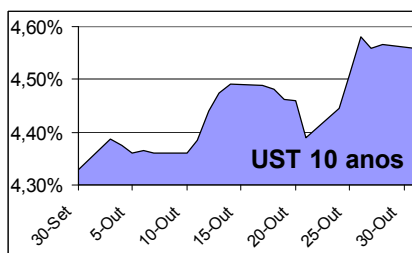


RELATÓRIO MENSAL – OUTUBRO 2005

DE OLHO NOS JUROS AMERICANOS (USTREASURY) DE 10 ANOS



Sem romper mínimas históricas



Petróleo "sai" do radar, e dá lugar ao UST10 anos

Performance

Bolsas em queda, pressionadas pela alta dos juros. Dólar lidera localmente no mês.

Cenário

O Governo saiu da defensiva e voltou ao ataque, aumentando a temperatura política

Mas problemas de gerenciamento e de conduta deixam claras suas dificuldades

➤ O primeiro dia útil de outubro foi positivo para os mercados domésticos, mas a partir daí houve um movimento de deterioração que prevaleceu até o fim da primeira quinzena. Na segunda metade do mês, os indicadores de risco se recuperaram parcialmente. Assim, o risco Brasil subiu levemente (para 357 pontos) e a bolsa fechou em queda de 4,40% (devolvendo 1/3 da alta do mês anterior) ficando na lanterna do ranking de indicadores no mês. No primeiro lugar ficou o dólar (Ptax) que subiu 1,44%. Em segundo veio o CDI, que acumulou 1,41% nos 20 dias úteis de outubro (1 a menos que setembro), seguido pelo IRF-M, que voltou a perder para o custo de carregamento, com 1,34% (95% do CDI). O Global 40, que perdeu modestos 0,42% (em reais) e o ouro (-0,44%), ficaram em 4º e 5º, respectivamente.

➤ O petróleo caiu quase 10% e o foco da preocupação migrou para a curva de juros americanos, que subiu consistentemente ao longo do mês, em resposta a uma percepção mais forte de risco, seja inflacionário, seja relativo à mudança que haverá no FED, que discutiremos abaixo. A taxa dos *USTreasuries* de 10 anos sofreu uma elevação de 0,23%^{aa}, fechando outubro em 4,56%^{aa} - quase 0,60%^{aa} acima do que prevalecia no início de setembro. Os juros em alta pesaram mais do que os resultados corporativos do terceiro trimestre (em média positivos), prejudicando os índices acionários. As bolsas recuaram com destaque para o índice europeu Eurostoxx50 (-3,16%) - que tinha tido boa performance no mês anterior. O Nikkei, por outro lado, mesmo tendo vindo de uma alta de quase 10%, se segurou no zero a zero este mês, em parte às custas da desvalorização de 2,5% do iene.

PERFORMANCE

	cotação	out/05	2005		cotação	out/05	2005
DÓLAR (BC)	R\$ 2,2543	1,44%	-15,07%	DOW JONES	10.440	-1,22%	-3,11%
CDI		1,41%	15,68%	S&P500	1.207	-1,77%	-0,44%
IRF-M BM&F	2.463,11	1,34%	15,41%	NASDAQ	2.120	-1,46%	-2,51%
GLOBAL 40 (em R\$)		-0,42%	-13,91%	DJ EUROSTOXX50	3.320	-3,16%	12,41%
OURO	R\$ 33,60	-0,44%	-10,40%	FTSE (LONDRES)	5.317	-2,93%	10,41%
IBOVESPA	30.193	-4,40%	15,26%	NIKKEI (TÓQUIO)	13.607	0,24%	18,41%
				JPY/USD	116,35	-2,46%	-11,91%
				USD/EUR	1,1988	-0,26%	-11,91%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

➤ Com a vitória governista na eleição para a presidência da Câmara, a vitória do Campo Majoritário nas eleições internas do PT e as novas pesquisas mostrando que as popularidades do Governo e pessoal do Presidente pararam de cair, os ânimos se acirraram. O Governo e o PT saíram das cordas, voltaram a atacar, causaram a queda do presidente do PSDB e provocaram a ira de toda a oposição – que temeu ter perdido a chance de realmente fazer algum estrago maior na imagem de Lula.

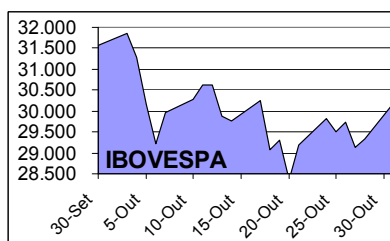
➤ No final do mês parecia que as coisas tornariam a piorar, com a “denúncia” da revista VEJA sobre o dinheiro vindo de Cuba para o PT. Isso aconteceu quando a oposição se preparava para voltar ao ataque. Mas da mesma forma que foram rápidas as reações dos líderes oposicionistas – muitos falando em impeachment -, ficou logo claro que o problema só vai realmente se agravar se surgirem provas. Mas a verdade é que, neste meio tempo, pouca coisa ou quase nada andou em termos legislativos. Aldo Rebelo não consegue apoio para definir agenda da Câmara e o “caso” Dirceu que envolve inclusive o STF- com decisões “estranhas” e briga dos poderes – tem tomado muito espaço na mídia e nas agendas dos parlamentares.

➤ Além disso o Governo sofreu “derrotas” em várias frentes. Poucos parlamentares que correm o risco de terem seus mandatos cassados renunciaram e as CPIs devem se prolongar (além de haver o risco de ser instalada uma nova, no Senado). Vavá, o irmão de Lula, está envolvido em suspeitas de favorecimento e lobby. E ainda houve o lamentável caso da volta da febre aftosa e a disputa com os governadores sobre os repasses da lei Kandir. Sem contar as dificuldades que a “MP do bem” encontrou.

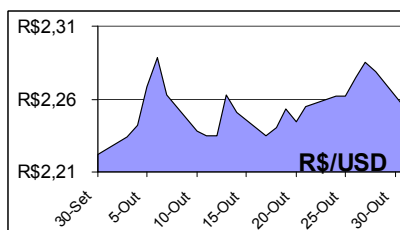
➤ Enquanto tudo isso nos tira a expectativa de avanços legislativos e nos relembra

Mercado tem ignorado esses problemas, apostando nos "fundamentos" locais e principalmente tomando partido da liquidez internacional

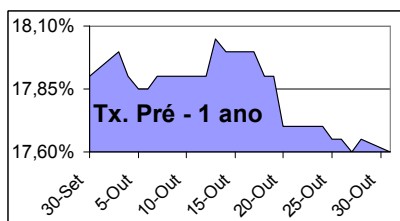
A mudança no FED aumenta as incertezas para os mercados internacionais independentemente da postura de seu novo presidente. O BCE também ameaça subir os juros, se necessário, para coibir a inflação.



Ibovespa devolveu parte da alta, mas pode voltar às máximas



Com BC, dólar para de cair



Queda de juros já está parcialmente "no preço"

de que o governo é ineficiente em uma série de áreas, as contas externas e fiscais, o recuo da inflação e a expectativa de queda de juros (fortemente influenciada pelo câmbio comportado) servem de alento para os investidores. Mas o que tem dominado os mercados domésticos é, sem dúvida, o cenário externo. Mais do que isso, já que o cenário externo também padece de uma clara projeção, os indicadores financeiros internacionais têm definido as performances de curto prazo por aqui. E da mesma forma que a liquidez internacional (juros baixíssimo nas economias desenvolvidas) tem ajudado muito o Brasil nos últimos anos, sua reversão pode nos prejudicar. E os riscos aumentaram.

➤ O COPOM cortou os juros e anunciou que as reuniões ocorrerão a cada 44 dias, potencialmente diminuindo a volatilidade causada pela "tensão pré COPOM". Mas o fato é que os juros devem continuar caindo por aqui e subindo nos EUA e na Europa, o que diminui o *spread* entre os investimentos domésticos e os oferecidos nos países desenvolvidos, com potencial impacto sobre nossa moeda. E o fator completamente imprevisível nesta equação é como agirá o FED sob a batuta de seu novo *chairman*, Ben Bernanke, que substituirá Greenspan em fevereiro. Com Greenspan – quase um Deus para os mercados – o FED foi mais centralizado do que nunca. Sem falar que ele assumiu a presidência há 18 anos o que faz com que grande parte dos analistas e gestores nunca tenha visto outro presidente no comando do FED, muito menos saiba o que significa tal mudança. Ou seja: há muita incerteza. E se alguém quiser seguir apenas um indicador para ter uma idéia do que está acontecendo, o melhor é olhar para a taxa de 10 anos que discutimos no início deste relatório.

✓ **Bolsa:** Dada a piora do humor externo, principalmente por causa dos temores com relação à trajetória dos juros nos EUA (discutida acima), o Ibovespa não conseguiu avançar e acabou por devolver parte da alta acumulada no mês anterior. O movimento das últimas semanas deixou claro que o cenário externo tem sido o principal motor da bolsa brasileira. Se por um lado isto é bom porque "isola" o mercado de qualquer piora no cenário político, por outro tira um pouco da força que poderia ter o efeito da queda de juros real de longo prazo sobre as oscilações das ações no curto prazo. Vale dizer também que outro sinal dado pelo mercado em novembro foi o "suporte técnico" que existe entre 28.500 e 29.000 pontos. Atenção a ele! Agora, se "lá fora" não piorar, podemos voltar aos 32 mil pontos.

✓ **Câmbio:** Das cinco condições que citamos no mês passado como necessárias para que o dólar começasse a subir por aqui, apenas a 3ª, i.e., "compra consistente de dólares pelo BC", se materializou. Entre as outras, os juros continuam caindo, mas não abruptamente, e a balança comercial ainda não dá sinais fortes de reversão. Sem contar que a liquidez internacional, apesar de em tendência de piora, segue farta. A crise política, apesar de ter "oscilado" aparentemente não deve mais ser fonte de stress, a não ser que se chegue "aos finalmente". Assim, o dólar deve parar de cair, mas ainda é cedo e caro apostar numa alta para bater o CDI. Ficamos de fora, mas certamente mais preocupados com eventuais posições vendidas.

✓ **Juros:** o COPOM reduziu a SELIC em 0,50%^{aa} para 19,00%^{aa}. E, apesar da torcida e expectativa de muitos, deixou na Ata da reunião uma mensagem que dá espaço a mudanças no ritmo dos cortes. O mercado espera hoje (a julgar pela pesquisa FOCUS) a Selic em 18%^{aa} no final deste ano e 16%^{aa} no final de 2006. Isso daria uma taxa média um pouco menor do que 17%^{aa} no ano que vem, dado que a expectativa é de que as quedas se concentrem no primeiro trimestre. As taxas de DI negociadas na BM&F não oferecem muito prêmio sobre essas projeções. Se elas se concretizarem há um ganho, mas modesto do ponto de vista de carregamento – projeção de cerca de 107% do CDI para o ano de 2006 fechado, depois dos custos de transação. Ou seja, o ganho existe, mas está longe de ser muito grande e é suscetível a volatilidade. Apesar do *downside* ser relativamente baixo, vemos mais valor no alongamento de posições com alguma proteção, usando papéis atrelados à inflação que pagam juros reais altos.