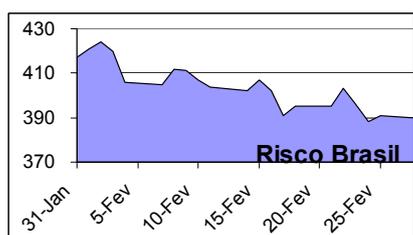
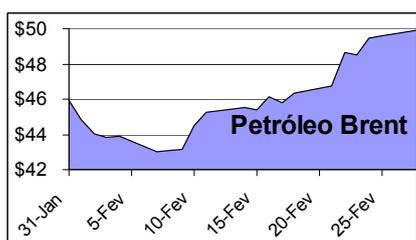


RELATÓRIO MENSAL – FEVEREIRO 2005



EMBI se estabiliza abaixo de 400



Petróleo acelera a alta

Performance

Bolsas em alta foram o destaque dos indicadores em fevereiro. Destaque disparado para os mercados emergentes, incluindo o Ibovespa

Cenário

Aumenta temperatura em Brasília com vitória surpresa de Severino na Câmara e processo pedido pelo PSDB contra Lula. Tudo isso às vésperas da Reforma Ministerial. Não chega a ser uma crise, mas o cenário não é positivo.

Economia cresceu 5,2% em 2004. Exportações atingiram USD 100 bi em 12 meses. Desemprego segue em queda. Ao contrário da política, a economia continua bem.

➤ O pessimismo durou pouco e os mercados tiveram em fevereiro uma recuperação mais do que proporcional à piora de janeiro. O risco Brasil recuou consistentemente e voltou ao patamar visto no final de 2004, a 390 pontos (-27 no mês). Essa melhora foi fruto, principalmente, do fluxo positivo de capitais para os mercados emergentes em geral. O Brasil foi particularmente beneficiado por oferecer os melhores prêmios (juros altos) para os investidores estrangeiros. Com isso o dólar teve o nono mês consecutivo de queda (-0,8%), o que o colocou em penúltimo lugar de nosso ranking, ganhando apenas do CBond (que caiu em reais). Na outra ponta o Ibovespa subiu o dobro do que havia caído em janeiro (+15,56%), deixando o ouro (+2,53%) e o IRF-M +1,36% (ou 112% do CDI) em distantes 2º e 3º lugares. O CDI acumulou 1,21% em 18 dias úteis e tem agora 2,61% no ano, no meio do caminho entre a alta acumulada pelo Ibovespa e a queda sofrida pelo dólar.

➤ O petróleo continua incomodando muito e atingiu mais uma vez seu pico a \$50 (futuro do Brent para abril). As outras commodities também sofreram fortes altas – o CRB Index (índice de commodities) fechou fevereiro no maior nível histórico, com alta de 7% no mês. A volatilidade também esteve presente nos mercados de juros e de moedas. O dólar chegou a se valorizar mais contra o euro e o iene, mas reverteu a trajetória e fechou o mês em queda. Assim, o ouro no mercado internacional se recuperou da queda de janeiro e subiu 3,41%. As taxas de juros tiveram comportamento inverso. Toda a curva de vencimentos dos US Treasuries subiu fortemente ao longo do mês: 2 anos subiu 0,29%^{aa} para 3,58%^{aa} e 10 anos subiu 0,23% para 4,36%^{aa}, o que significou performances negativas para os mercados de renda-fixa. E as ações, apesar de tudo, conseguiram recuperar ao menos parte das perdas de janeiro. Destaque positivo para os mercados emergentes e, entre os desenvolvidos, para Europa e Japão.

PERFORMANCE

	cotação	fev/05	2005		cotação	fev/05	2005
IBOVESPA	28.139	15,56%	7,42%	DOW JONES	10.766	2,63%	-0,16%
OURO	R\$ 36,50	2,53%	-2,67%	S&P500	1.204	1,89%	-0,69%
IRF-M BM&F	2.187,49	1,36%	2,49%	NASDAQ	2.052	-0,52%	-5,69%
CDI		1,21%	2,61%	DJ EUROSTOXX50	3.058	2,47%	3,53%
DÓLAR (BC)	R\$ 2,5950	-1,14%	-2,24%	FTSE (LONDRES)	4.969	2,39%	3,20%
CBOND (em R\$)		-1,38%	-2,48%	NIKKEI (TÓQUIO)	11.741	3,10%	2,19%
				JPY/USD	104,56	-0,90%	-2,04%
				USD/EUR	1,3241	1,58%	-2,36%

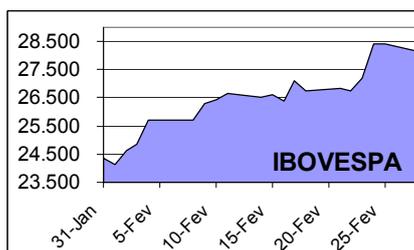
resultados em moeda local; fonte: Argumento.

➤ O cenário político piorou em fevereiro, mas isso não foi suficiente para prejudicar os mercados, mais preocupados em digerir a entrada maciça de recursos estrangeiros devido à farta liquidez internacional. Mas não devemos esperar grandes notícias positivas deste campo no curto prazo. A derrota do Governo e do PT na eleição da Câmara deve trazer problemas. Severino Cavalcanti tem suas próprias idéias e deve dificultar a vida do governo em votações ao longo deste ano. Antes disso já está atrapalhando a reforma ministerial “exigindo” 2 ministérios para o seu PP. Como se não bastasse isso, o PMDB continua rachado na Câmara e elegeu como líder um protegido de Antony Garotinho, que deve garantir dores de cabeça para o presidente Lula. Este, apesar de ainda gozar de alta popularidade, está agora às voltas com as conseqüências de seu infeliz discurso em Jacareí, quando disse ter acobertado casos de corrupção do Governo FHC, despertando a ira do PSDB. E ainda há a possibilidade de se instalar a CPI do Banco Santos, para investigar denúncias contra membros do Governo. Um cenário nada positivo.

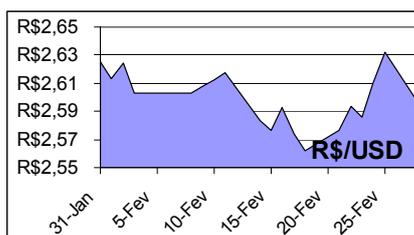
➤ Na economia só temos boas notícias, e é nisso que o mercado tem se concentrado no curto prazo. O desemprego vem caindo, a balança comercial continua forte apesar do câmbio (e deve superar expectativas, dado o recente aumento no preço do minério de ferro) e a inflação começa a dar sinais de que pode ceder. O crescimento de 2004 foi de 5,2%, o melhor desde 1994. O Banco Central continua recompondo suas reservas, comprando dólares no mercado doméstico,

E COPOM mudou o tom da Ata, acalmando os mercados. Continuam as intervenções no Câmbio, agora também via operações de swaps.

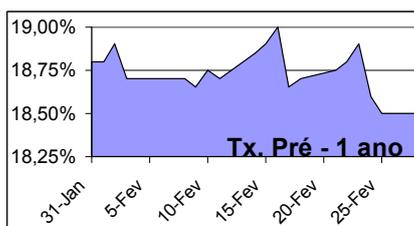
Dólar e Petróleo seguem chamando a atenção no mercado internacional. O mistério dos juros de longo prazo nos EUA também preocupa, inclusive o FED.



Entrada de estrangeiros leva Ibovespa a novo recorde...



... causa queda do dólar



Ajuste pós-Ata já comeu boa parte do prêmio

retirando swaps cambiais de circulação e aproveitando o bom momento para emitir novos títulos no exterior – o Tesouro captou mais USD 1 bilhão pelo prazo de 10 anos. Isso tudo diminui nossa vulnerabilidade externa. Além disso, o COPOM deu sinais de que o movimento de alta dos juros está próximo do fim. O mercado se precipitou e alguns analistas esperam apenas uma alta de 0,25% em março, que seria a última. A única preocupação vem do lado fiscal. O aumento dos gastos (incluindo aí o último acerto com o FMI para liberar USD 3 bilhões de investimentos do cálculo do superávit primário) começa a preocupar. Mas como as questões políticas, as fiscais serão relevadas enquanto o fluxo continuar positivo.

➤ E as fontes de possíveis desajustes continuam “ativas” nos mercados internacionais. A taxa dos *treasuries* de 10 anos – *benchmark* de todos os mercados financeiros do planeta – chegou a ser negociada abaixo de 4%^{aa}. Porém, após o discurso de Greenspan no Congresso americano a taxa engatou uma trajetória de alta, que foi reforçada pelo surpreendente índice de inflação ao produtor (PPI). Antes disso, Greenspan deu a entender que sua tarefa (de conter a inflação) tem sido dificultada pelo fato de que os juros de longo prazo não têm subindo, entre outros motivos pela ação de Bancos Centrais, principalmente asiáticos, que são os maiores compradores de *USTreasuries* (só a China comprou USD 195 bilhões em 2004).

➤ O que tem dominado o cenário nos últimos meses é a abundância de liquidez e a busca por retornos mais altos num ambiente de taxas de juros ainda muito baixas (principalmente para os prazos longos). Se isso mudar, certamente os mercados sofrerão algum refluxo de ativos de risco para alternativas mais seguras. Nesse ambiente, os mercados emergentes deveriam ser os que mais sofreriam.

➤ Adicionalmente temos a questão do petróleo e as tensões geopolíticas. E nesse campo, fevereiro não trouxe notícias muito positivas. Tivemos notícias negativas envolvendo o Irã (e suas pretensões nucleares), a Coreia do Norte (idem) e a Síria (numa aliança com o Irã e complicada pela morte do Primeiro-Ministro Libanês). Ou seja, os 3 países citados pelo presidente George W Bush como pertencentes ao “eixo do mal”. Como se não bastasse isso, a tensão entre Israel e Palestina voltou a subir após o atentado da semana passada – ameaçando as conversas de paz.

✓ **Bolsa:** Nosso cenário não justifica uma bolsa nos patamares atuais. 10 meses de CDI aplicados aos 28 mil pontos em que o Ibovespa fechou fevereiro dão algo próximo de 32, 5 mil pontos. Não acreditamos que o índice atinja este nível de valorização no final do ano. Mas acreditamos que o fluxo positivo pode até durar um pouco mais e causar novas altas no curto prazo. Assim, a mensagem que vale fica sendo a seguinte: dedo no gatilho para acertar a hora de vender as posições atuais. Se estivermos certos e o mercado externo tiver alguma piora ao longo do ano, a bolsa doméstica não deve bater o CDI.

✓ **Câmbio:** Temos repetidamente dito que o mercado inteiro está na mesma ponta, ou seja, vendido em dólares. A não ser os importadores e o BC, não existe demanda para a moeda americana no mercado. Entretanto, isso pode mudar rapidamente no caso de um sacolejo nos mercados externos. Como ficou ainda mais evidente no mês passado, a entrada de recurso de estrangeiros que vêm arbitrar os juros domésticos é o que tem definido a direção da taxa de câmbio. Porém, como nos lembrou o ex-presidente do BC Afonso Celso Pastore em entrevista ao VALOR poucos dias atrás, sempre é possível que o BC crie alguma barreira no mercado cambial, o que poderia mexer com as cotações rapidamente.

✓ **Juros:** A ata do COPOM reduziu o temor de que a Selic suba para muito mais do que 19%^{aa}. E esta mudança de expectativas foi rapidamente transmitida para as taxas de juros pré-fixadas. A de um ano caiu de 19%^{aa} para menos do que 18,50%^{aa}. Para quem realmente quer acreditar numa mudança de cenário, seja porque espera um BC menos rígido, seja porque espera notícias positivas do lado da inflação e das expectativas, nos parece melhor apostar em taxas mais longas, como a de 2 anos que está ao redor de 17,5%^{aa}. Achamos os prêmios baixos, mas nesse caso, pelo menos se pode esperar um pouco mais para que as taxas de juros voltem a cair. Nos prazos mais curtos, a aposta fica muito mais arriscada.