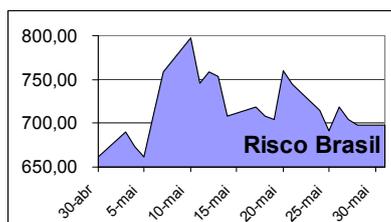
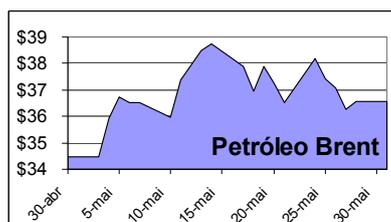


RELATÓRIO MENSAL - MAIO 2004



Risco Brasil continuou subindo em maio.



O Petróleo foi a principal preocupação em maio.

Performance

Maio repetiu abril com o USD em alta e o Ibovespa ficando por último. No ano o CDI foi superado pela moeda americana e o IRF-M acumula apenas 90% do CDI.

Cenário

Novas complicações no campo político:

- *Inativos no STF*
- *Derrota na MP dos Bingos*
- *Salário mínimo pode ser vetado no Senado*
- *Fim do apoio dos presidentes da Câmara e do Senado?*
- *Esvaziamento do Congresso*

Com exceção da inflação, dados macro continuam mostrando melhora:

- *Saldo comercial recorde*

➤ O início de maio viu uma aceleração da alta do risco Brasil – que atingiu 800 pontos, mas fechou o mês a 700 - com a piora dos mercados externos e a turbulência política local. Com isso, numa repetição do mês anterior, tivemos queda na bolsa e altas das taxas de juros de longo prazo (prejuízo para as aplicações pré-fixadas) e do dólar (veja gráficos). A moeda americana ficou em 2º no nosso ranking com alta de 6,3%, perdendo apenas para o ouro (+8,9%). Devido à alta do dólar o Cbond subiu bem em reais (+3,5%) apesar de ter caído (-2,6%) em dólares. O CDI acumulou 1,22% e o IRF-M foi ainda pior do que o mês anterior, com rendimento ligeiramente negativo. O Ibovespa, que chegou a cair 10% no pior momento do mês, se recuperou mas ainda assim fechou o mês no vermelho (-0,3%).

➤ As taxas de juros continuaram subindo nos EUA, com a referência de 10 anos se elevando em 0,16%^{aa} para 4,66%^{aa}. Além da posição técnica negativa do mercado que se alavancou muito devido aos baixíssimos juros de curto prazo, o medo da inflação foi exacerbado pela contínua alta do petróleo (veja ao lado). O Brent subiu praticamente os mesmos 6% que havia subido em abril, fechando a \$36,60. O ouro se valorizou 2%, entre outras coisas devido ao novo movimento de desvalorização do dólar, que perdeu 1,7% contra o euro, 3% contra a libra e 1% contra o iene. Mesmo com o ambiente conturbado, as bolsas americanas se recuperaram parcialmente, com o NASDAQ e o S&P500 fechando o mês em alta (repercutindo principalmente os dados que mostram forte atividade econômica).

	cotação	Mai/04	2004		cotação	Mai/04	2004
OURO	R\$ 39,85	8,93%	2,72%	DOW JONES	10.189	-0,36%	-2,54%
DÓLAR (BC)	R\$ 3,1291	6,26%	8,30%	S&P500	1.121	1,21%	0,79%
CBOND (em R\$)		3,51%	-1,98%	NASDAQ	1.987	3,46%	-0,83%
CDI		1,22%	6,27%	DJ EUROSTOXX50	2.737	-1,82%	-0,48%
IRF-M BM&F	1.935,28	-0,02%	4,67%	FTSE (LONDRES)	4.431	-1,31%	-0,89%
IBOVESPA	19.544	-0,32%	-12,11%	NIKKEI (TÓQUIO)	11.236	-4,47%	5,24%
				JPY/USD	109,37	1,01%	-1,83%
				USD/EUR	1,2183	1,71%	-3,19%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

➤ A derrota do governo na votação da MP dos bingos disparou uma pequena crise tanto em Brasília quanto nos mercados financeiros – que a leu como mais um sinal da dificuldade de coordenação e falta de apoio da base aliada. Com a emenda da reeleição para as mesas diretoras do Congresso tendo sido rejeitada, os atuais presidentes têm pouco incentivo para se desgastarem apoiando o governo, piorando esta sensação. Isso sem contar a dificuldade de aprovação do salário mínimo na Câmara, que causou adiamento da votação e obrigou o governo mais uma vez a abrir os cofres para as emendas dos parlamentares. Adicionalmente, com a chegada das festas juninas e a aproximação das eleições municipais o governo tem também que começar a correr contra o tempo. Como se não bastasse tudo isso, o STF está em processo de votação da constitucionalidade da cobrança de contribuição previdenciária dos servidores inativos. Além da perda de arrecadação anual para o governo federal e o impacto em estados e municípios, uma decisão pela inconstitucionalidade sinalizaria que certos problemas de nossa economia não têm remédio. Porém, apesar dos atrasos e trombadas pelo meio do caminho, junho começou com a aprovação do salário mínimo na Câmara e da Lei das Falências na CCJ do Senado. Além disso, tanto o MST quanto os funcionários públicos em greve deram uma trégua e pararam de gerar manchetes negativas.

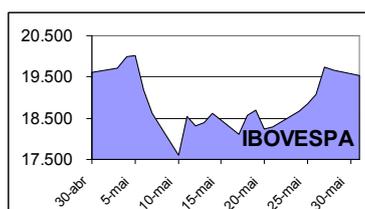
➤ Os destaques econômicos domésticos foram sem dúvida o superávit primário recorde do governo central e o crescimento do PIB acima do esperado no primeiro trimestre. E as notícias devem realmente ser comemoradas, pois têm impacto importantíssimo no mais frágil pilar da economia brasileira e conseqüentemente o maior fator de pressão sobre o risco Brasil: a solvência da dívida interna medida através da relação dívida/PIB. Ao crescer mais, a razão cai pelo aumento do

- *Ajuste fiscal reafirmado*
- *Crescimento forte no 1º tri*

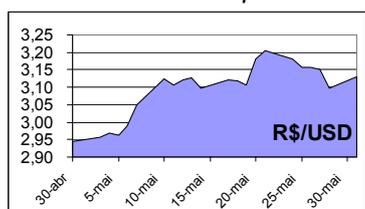
Mas o COPOM exerceu a cautela e manteve a Selic em 16%^{aa}

Dúvidas do cenário externo permanecem:

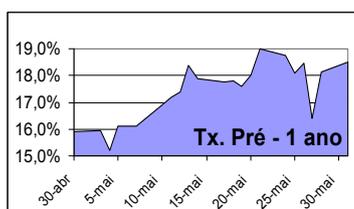
- *Velocidade da alta dos juros nos EUA*
- *Preço do petróleo*
- *Risco de terrorismo*



O Ibovespa atingiu níveis interessantes para a compra, mas o cenário externo piorou.



Alta rápida do dólar reforça nossa recomendação de não especular neste mercado.



Taxas longas oferecem prêmios interessantes e são as melhores oportunidades.

denominador. Ao economizar mais para pagar juros menos cresce o numerador. A notícia só não foi muito bem recebida porque ela é mais importante no longo prazo do que no curto prazo. E nesse último, tanto a inflação quanto os indicadores internacionais pioraram. Assim, ao mesmo tempo que os dados do passado recente são bons a incerteza sobre o futuro é grande devido à turbulência internacional. Além disso, como dissemos acima o cenário político não é exatamente uma maravilha. E foram estas incertezas que fizeram com que o Banco Central decidisse interromper o movimento de queda de juros em sua última reunião. A autoridade monetária esclareceu na ata da reunião que tem um cenário bastante positivo para a economia brasileira, com crescimento sem muita inflação e maior (apesar de ainda pequena) resistência a choques externos. Sob novas premissas o mercado tem aos poucos revisto suas expectativas de queda da taxa de juros em 2004. Até os mais otimistas, que esperavam cortes para até 12%^{aa} em dezembro já revisaram suas projeções para mais próximo do atual consenso de 14,5%^{aa}. Mesmo assim, as projeções de crescimento de 3,5% este ano tem sido mantidas dado o forte crescimento alcançado no primeiro trimestre.

➤ O petróleo foi a principal fonte de preocupação nos mercados internacionais. Além dos níveis recordes atingidos, chama a atenção o fato da commodity estar subindo num momento em que os agentes de mercado discutem se a inflação futura justifica uma alta mais ou menos agressivas nos juros definidos pelo FED. Se o cenário já era difícil com os preços constantes, a alta do petróleo adiciona incertezas a quaisquer projeções. E no curto prazo não há motivos para antever uma queda da volatilidade tanto do mercado de commodities quanto do de taxa de juros.

Surgiu uma oportunidade no mercado de renda fixa, que explicamos abaixo:

✓ **Bolsa:** O Ibovespa bateu 18 mil pontos – a princípio nosso ponto de compra – e se recuperou rapidamente. Mas o cenário (principalmente o externo) não nos anima muito. É claro que quando mais barato o mercado fica mais atrativo, mas o cenário precisa ajudar. Com os riscos delineados acima (juros nos EUA, preço do petróleo, questão do STF), fica difícil traçar um cenário de longo prazo para a economia brasileira. Pode-se dizer que tais incertezas nos fazem “adiar” a volta ao mercado acionário. Com isso mantemos nossa posição neutra em ações. Hoje nos parece que a banda entre 17,5 e 21 mil tem chances de durar alguns meses. Sendo assim, não podemos recomendar compra agora (19,5 mil). A paciência (inclusive para se olhar de fora altas momentâneas) deve ser recompensada a logo prazo.

✓ **Câmbio:** Como dissemos, este mercado tem o potencial para oscilar muito rapidamente ao sabor de choques externos e a busca por hedge que, por enquanto, tem sido muito pequena. O problema é que as empresas continuam sem se proteger em dólares e toda a vez que há alguma alta da moeda americana só aparecem compradores para aumentar o movimento. Num cenário externo mais calmo (com recuo do petróleo e estabilização dos juros nos EUA), o dólar deveria recuar. Mas isso nos dá conforto apenas para dizer que, no caso de um recuo mais forte, recomendamos a compra da moeda para aqueles que precisam do hedge.

✓ **Juros:** Com a perspectiva de que o BC possa ser menos rigoroso na busca do centro da meta e o risco da alta do petróleo impactar diretamente a inflação, caiu a probabilidade de realizarmos o lucro nas NTN-Cs. O mesmo stress que pressionou as expectativas de inflação fez surgir prêmios interessantes no mercado de renda fixa, que agora permite a aplicação por um ano a uma taxa ao redor de 18,50%^{aa}. Se expectativa média do mercado estiver próxima da realidade, tal aplicação tem o potencial de render 125% do CDI ou mais. Como o risco de um choque de juros é baixo, o potencial de perda ponderado pela probabilidade do cenário equivalente é pequeno. Para quem carrega as NTN-Cs a operação oferece um atrativo (de proteção) a mais: se a inflação cair e os papéis perderem do CDI a aplicação pré-fixada deve dar ganhos maiores. Por outro lado, caso os juros subam a ponto de causar prejuízo na posição pré, as NTN-Cs certamente se beneficiarão da inflação correspondente.

✓

O único objetivo deste relatório é a prestação de informações a nossos clientes. Sob nenhuma circunstância isto deve ser considerado uma oferta de venda ou uma solicitação de compra de nenhum ativo financeiro ou fundo de investimento. Apesar das informações aqui contidas serem retiradas de fontes fidedignas, e posteriormente checadas, a Argumento não pode ser responsabilizada por eventuais erros na divulgação desses dados. Rentabilidade passada não é garantia de resultado futuro. Este documento não pode ser reproduzido ou publicado para qualquer propósito. Todos os direitos reservados. Copyright 2004