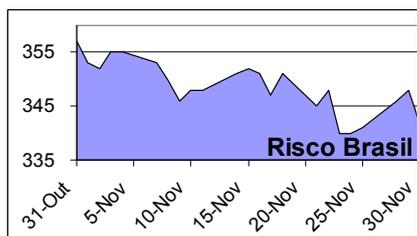
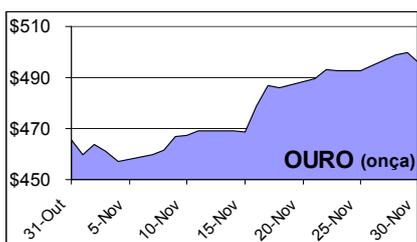


RELATÓRIO MENSAL – NOVEMBRO 2005

CENÁRIO EXTERNO AINDA É FAVORÁVEL



Novo teste do "piso" de 340



Ouro atingiu máxima histórica

Performance

Bolsas em alta (destaque para Nikkei), petróleo em queda e treasuries recuando.

Cenário

Volta do fogo amigo e denúncias complicam a vida de Palocci e causam nervosismo no mercado. O foco está no temor de aumento de gastos antes da eleição de 2006. A queda da popularidade de Lula, aliada à desaceleração da economia, são o pano de fundo para tal preocupação.

Processo de cassação de José Dirceu se arrasta e prejudica a agenda de votações.

Fundamentos sólidos, por enquanto.

Mas dados de atividade começam a virar, indicando desaceleração.

➤ O mês de novembro foi positivo para os mercados domésticos. A melhora dos mercados internacionais, aliada ao arrefecimento da crise política no final do mês, fez com que o risco país, o dólar e as projeções de juros recuassem e a bolsa subisse. O dólar ficou em último no nosso ranking, com queda de 2,10%. A despeito disso, o ouro, que é cotado no mercado internacional e portanto sofre o efeito da queda do dólar, fechou o mês em segundo lugar, com alta de 4,76% devido à sua espetacular alta em dólares (+6,44%). O Ibovespa ficou em primeiro, com alta de 5,71% e o IRF-M em terceiro, batendo o CDI (que acumulou 1,38% nos 20 dias úteis de novembro) com 1,86%, (135% do CDI). O Global 40 se beneficiou da queda do risco país, mas sofreu com a queda do dólar e teve alta de apenas 0,24%.

➤ A maioria dos indicadores dos mercados internacionais mostrou boa performance, com alta das bolsas, queda dos juros e do petróleo e continuidade do fortalecimento do dólar frente às outras moedas. Sendo mais específico, o petróleo recuou mais 5%, as taxas de juros recuaram cerca de 9 pontos base nos EUA – com a taxa dos US Treasuries de 10 anos voltando para abaixo de 4,50%^{aa} – e as bolsas americanas acumularam altas de 3% ou mais, dependendo do índice. Mais impressionante ainda foi a continuidade da alta do Nikkei, que após a pausa do mês anterior subiu quase 10% em novembro (e acumula quase 30% no ano) e do ouro, que ao tocar os USD 500 atingiu seu maior valor em 18 anos. E isso num ambiente em que o dólar continua a se valorizar contra o euro, o iene e a libra.

PERFORMANCE

	cotação	nov/05	2005		cotação	nov/05	2005
IBOVESPA	31.916	5,71%	21,84%	DOW JONES	10.806	3,50%	0,21%
OURO	R\$ 35,20	4,76%	-6,13%	S&P500	1.249	3,52%	3,10%
IRF-M BM&F	2.508,88	1,86%	17,55%	NASDAQ	2.233	5,31%	2,64%
CDI		1,38%	17,28%	DJ EUROSTOXX50	3.447	3,82%	16,70%
GLOBAL 40 (em R\$)		0,24%	-13,70%	FTSE (LONDRES)	5.423	1,99%	12,65%
DÓLAR (BC)	R\$ 2,2070	-2,10%	-16,86%	NIKKEI (TÓQUIO)	14.872	9,30%	29,45%
				JPY/USD	119,79	-2,87%	-14,49%
				USD/EUR	1,1792	-1,63%	-13,04%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

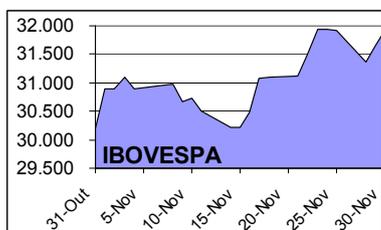
➤ Aparentemente o estopim para esta última carga de "fogo amigo" foram as discussões sobre a política fiscal (anteriormente a artilharia mirava apenas ou principalmente a política monetária). Enquanto Palocci apoiava um plano que deveria levar o déficit nominal (incluindo os juros pagos sobre a dívida pública) a recuar nos próximos anos, a ministra Dilma queria justamente o contrário: aumento de gastos. Apesar das declarações públicas de que "é imprescindível" - feitas só depois de dois dias de stress nos mercados - a verdade é que o ministro, pelo menos por enquanto, perdeu a disputa. Isso porque, segundo a imprensa, teria ficado "combinado" que o superávit primário ficaria entre 4,65% e 4,75% do PIB este ano e em 4,25%^{aa} em 2006. Oportunidade perdida para que o ajuste fiscal se aprofundasse, com benefícios claros para a dívida pública. Aliás, é esse o principal problema a ser resolvido se quisermos nos mover em direção ao grau de investimento, o que permitiria queda forte do risco país e dos juros internos.

➤ As outras reformas e medidas necessárias para trilhar o caminho de crescimento e estabilidade econômica no longo prazo continuaram paradas, dado que o Congresso tem gastado todo o seu tempo e energia nas CPIs e cassações que, inclusive, chegaram a gerar um princípio de crise entre os poderes no processo do agora cassado José Dirceu.

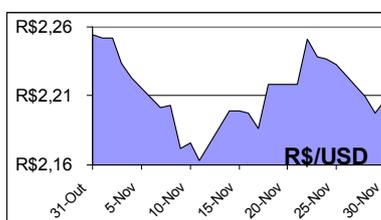
➤ Seguiram as boas notícias sobre as contas externas (saldo em conta corrente de USD 12 bi no acumulado do ano) e fiscais (com o superávit primário tendo atingido antecipadamente a meta do ano). A inflação corrente deu alguns sustos pontuais, mas aparentemente segue contida. O mercado de trabalho também desacelerou, mas nada alarmante. Ruim mesmo vieram os dados recentes de atividade, principalmente o PIB do terceiro trimestre, que decepcionou até os mais pessimistas.

O FED seguiu com seu processo gradual de elevação dos juros

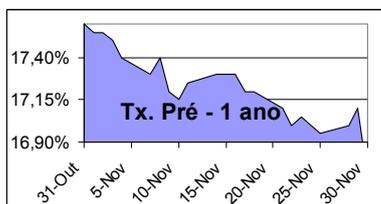
Que passou agora a ser replicado pelo Banco Central europeu, apesar dos últimos dados deixarem dúvidas sobre a firmeza do crescimento da região



Voltou as máximas, pode sofrer realizações de curto prazo



Dólar retoma a queda apesar do BC



Taxas pré continuam caindo

➤ O FED seguiu em seu processo de elevação dos juros com a 12ª elevação de 0,25%, o que colocou os FED Funds em 4%^{aa}. Ao longo do mês foram divulgados diversos índices que mostram que a economia vem se recuperando fortemente após os furações, mas as pressões inflacionárias não têm se intensificado. Isso inclusive fez com que o FED mudasse levemente o conteúdo da Ata de sua última reunião, que enfatizou que as próximas ações ficarão cada vez mais sujeitas à observação de novos dados sobre a evolução do crescimento econômico e da inflação. A maioria dos analistas ainda espera pelo menos mais duas (ou três) elevações.

➤ Na Europa tivemos o anunciado aumento de juros pelo Banco Central Europeu, de 2% para 2,25%^{aa}. A expectativa é de que haja mais um ou dois movimentos similares, levando a taxa até 2,75%^{aa}. É difícil justificar, com base em dados de inflação e atividade, a necessidade de altas mais fortes do que isso e alguns analistas acreditam que até estas altas são discutíveis. Mas a curva de juros em euros é a única que ainda tem inclinação (a americana e a inglesa estão praticamente "retas"). Portanto, em comparação à taxa básica (cash) há prêmio para se investir em bonds, inclusive nos de prazo mais curtos, que preferimos.

➤ E por enquanto o cenário é este: o petróleo e os juros longos nos EUA estão bem comportados, a liquidez internacional apesar de menor (em tese pelo menos, devido aos juros mais altos) continua farta, as bolsas estão nas máximas de vários anos e o dólar ainda não sofreu ajuste nenhum em consequência do famoso déficit americano em conta corrente. Permanecendo assim, o cenário externo continua claramente benigno para mercados emergentes. Mas o downside fica maior à medida que os preços andam e as boas notícias vão sendo incorporadas ao cenário.

✓ **Bolsa:** No mês passado dissemos que "...se "lá fora" não piorar, podemos voltar aos 32 mil pontos." Não só lá fora não piorou, como melhorou muito. Com isso o Ibovespa atingiu novo recorde histórico e ficou acima dos 32 mil pontos. Se do ponto de vista de análise técnica a alta recente é uma sinalização positiva, por outro lado estamos mais suscetíveis a realizações de lucros. Por aqui temos as eleições e a ainda não totalmente descartada possibilidade de mudanças na equipe econômica. Vale à pena, para o curto prazo, realizar lucros ou estabelecer pontos de stop para fazê-lo. Agora, na ausência de descontinuidades externas ou internas, a bolsa é o melhor setor para apostas de longo prazo na queda dos juros, por se tratar de ativo longo e com mais prêmio.

✓ **Câmbio:** O BC reforçou sua presença na ponta de compra ao longo do último mês. Além de comprar o dólar à vista, voltou a oferecer swaps reversos (em que o BC fica ativo em USD e passivo em CDI), dando ainda mais suporte à moeda. Mesmo assim o dólar caiu mais de 2%. Isso só nos pode fazer concluir que, não fosse pela atuação do BC, o fortíssimo fluxo que entra, seja de exportação, seja para se beneficiar de nossos juros altos, teria feito o dólar cair ainda mais. As captações externas também abundaram, o que aumentou a oferta de dólares no mercado. À medida que os juros caem por aqui e sobem nos principais mercados desenvolvidos, este fluxo tende a diminuir. A balança comercial também deve dar sinais menos positivos nos próximos meses. Mas tudo isso leva tempo. E como tempo custa CDI, que continua muito alto, continuamos neutros.

✓ **Juros:** mais uma vez o COPOM foi conservador e reduziu a SELIC em 0,50%^{aa} para 18,50%^{aa} conforme largamente antecipado pelo mercado. Antes e depois da reunião, os dados de inflação continuaram vindo "tranquilos", as expectativas de mercado seguiram próximas às metas, o dólar e o petróleo continuaram caindo e, principalmente, os dados referentes à atividade (com destaque para o PIB) mostraram enfraquecimento. Com isso, o mercado passou a projetar não só a continuidade como a possível aceleração do processo de corte de juros nos próximos meses. Isso causou nova queda nas projeções de juros futuros e, portanto, ganhos em posições pré-fixadas. Apesar disto, a ata do último COPOM não trouxe nenhuma indicação de que a velocidade dos cortes pode ser acelerada.