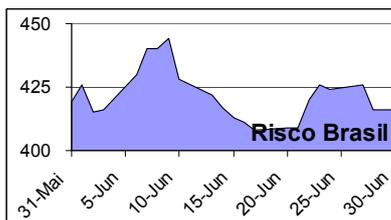
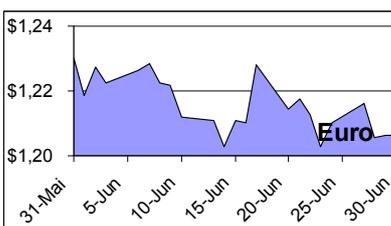


RELATÓRIO MENSAL – JUNHO 2005

RISCOS MAIORES: CDI É O PORTO SEGURO



Risco se estabilizando, apesar de longe dos 360 pontos de março.



Euro despencou em maio.

Performance

CDI e IRF-M fecham semestre com folga sobre outros indicadores. Nos mercados internacionais, Dólar continua a se fortalecer.

Cenário

Cenário internacional parece benigno, favorecendo a liquidez e o fluxo para os mercados emergentes.

Mas o local não está tão tranqüilo assim.

Apesar dos fundamentos estarem melhorando cada vez mais.

➤ O risco Brasil oscilou relativamente pouco em junho e conseguiu fechar o mês em leve baixa, a 414 pontos – fruto da ainda farta liquidez internacional. Tal liquidez se fez evidente no fluxo de entrada de dólares, que continua muito forte e causou nova queda do dólar, que com -3,11% ficou novamente em último lugar do nosso ranking. Na outra ponta, devido à queda das taxas de juros de médio e longo prazo, o IRF-M subiu 1,75% (111% do CDI) e ficou em primeiro, seguido do próprio CDI que acumulou 1,58% no mês. O ouro conseguiu subir 1,53% apesar da queda do dólar – é que a commodity subiu quase 5% no mercado internacional – e ficou em 3º lugar. O *Cbond*, por outro lado, apesar de ter ficado estável em dólares, sofreu o efeito da valorização do real e caiu quando medido em moeda doméstica, ficando em penúltimo. Com queda de pouco menos de 1%, o Ibovespa ficou em 4º no mês.

➤ A forte alta do ouro ocorreu a despeito do dólar que continuou a se valorizar – apesar de em menor intensidade – contra as outras moedas (ver tabela). No mercado de ações, o destaque foi a continuidade da alta das bolsas fora dos EUA, enquanto os índices de *Wall Street* fecharam o mês com quedas leves. Essa acomodação dos índices americanos pode ser atribuída à incerteza com relação ao movimento das taxas de juros e à performance da economia. Enquanto isto, na renda-fixa, os principais referenciais de longo prazo fecharam o mês em queda (10 anos caiu de 4,01%^{aa} para 3,94%^{aa} e 30 anos caiu de 4,35%^{aa} para 4,22%^{aa}) enquanto as taxas curtas continuam subindo (2 anos subiu 0,11%^{aa} para 3,67%^{aa}) em resposta à continuidade do movimento do FED de elevação dos FED FUNDS. Mas o principal destaque voltou a ser o petróleo, que fechou o mês em alta de 10%, depois de subir mais de 20% no pior momento.

PERFORMANCE

	cotação	jun/05	2005		cotação	jun/05	2005
IRF-M BM&F	2.323,77	1,75%	8,88%	DOW JONES	10.275	-1,84%	-4,71%
CDI		1,58%	8,92%	S&P500	1.191	-0,01%	-1,70%
OURO	R\$ 33,10	1,53%	-11,73%	NASDAQ	2.057	-0,54%	-5,45%
IBOVESPA	25.051	-0,62%	-4,37%	DJ EURO STOXX50	3.182	3,41%	7,71%
CBOND (em R\$)		-1,87%	-11,45%	FTSE (LONDRES)	5.113	3,01%	6,21%
DÓLAR (BC)	R\$ 2,3504	-2,22%	-11,45%	NIKKEI (TÓQUIO)	11.584	2,73%	0,83%
				JPY/USD	110,82	-2,07%	-7,57%
				USD/EUR	1,2100	-1,65%	-10,77%

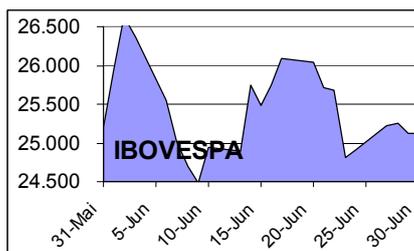
resultados em moeda local; fonte: Argumento.

➤ O cenário internacional, apesar de ainda inspirar cautela e ser fonte de volatilidade de curtíssimo prazo – principalmente por causa da montanha-russa do petróleo – continua “benigno” para os mercados emergentes em geral. A liquidez continua farta, o medo de inflação crescente tem diminuído e os sinais de crescimento, principalmente nos EUA, estão cada vez mais claros e “espalhados” nos indicadores econômicos – pelo menos esta parece ser a visão oficial do FED. Enquanto devemos ver pelo menos mais um ou dois aumentos dos juros, pouca gente espera um extremo (aceleração da elevação dos juros ou, no outro sentido, interrupção das elevações “comedidas”) capaz de mudar rapidamente o cenário internacional.

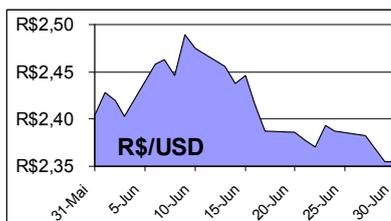
➤ Pena que não se pode dizer o mesmo do cenário doméstico. E o principal motivo para nossa preocupação é (evidentemente) a crise política.

➤ Os mercados têm sido muito condescendentes com os últimos acontecimentos e isso é facilmente explicável. O fluxo de investidores estrangeiros continua positivo para os mercados emergentes em geral e o Brasil em particular. Com isso temos a queda do dólar, que ajuda no combate à inflação, no fechamento de nossas contas externas e na perspectiva de queda de juros ao longo do tempo. Além disso, vale dizer que nossos fundamentos de longo prazo continuam muito fortes: a balança comercial segue trazendo surpresas positivas; os dados fiscais mostram forte disciplina do Governo – que está inclusive cogitando estabelecer meta de “zeragem” do déficit nominal – e permite a estabilidade da relação Dívida/PIB. Mas a crise ainda

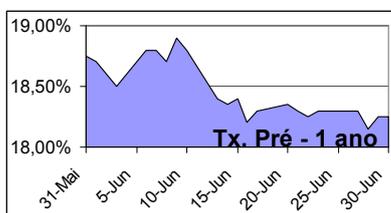
Curto prazo ainda pode ter conseqüências sobre o longo prazo, o que potencializa o risco da crise política atual sobre os fundamentos (hoje muito mais sólidos) da economia.



Bolsa gravita ao redor de 25,5 mil.



Dólar ignora política e cai mais.



Taxas pré-fixadas caíram projetando queda maior da Selic.

não chegou no principal “ pilar ” desta melhora toda: o ministro Palocci. Até a substituição do presidente do BC, Henrique Meirelles, parece já estar no preço. Assim, os mercados parecem acreditar que isto tudo não passa de uma crise que não terá conseqüências de longo prazo nem para a estabilidade nem para o crescimento de nossa economia.

➤ O furo neste raciocínio, na nossa visão, é o seguinte: apesar de ser improvável termos hoje os círculos viciosos que tínhamos no passado (pois a dívida doméstica praticamente não tem mais componente em dólares, as empresas reduziram seu endividamento externo e as reservas são muito maiores), o curto prazo aqui ainda pode afetar o longo, dependendo da magnitude das oscilações vistas no mercado. Sendo assim, como não sabemos o que e como esta crise pode causar, temos hoje uma visão claramente mais conservadora. Mesmo porque, o custo de carregamento no Brasil é muito alto (CDI a 19,75%^{aa}) e não acreditamos em sua queda forte pelo menos no curto prazo, infelizmente. O BC manteve a SELIC em 19,75%^{aa} em sua última reunião, mas nem a Ata, nem o Relatório de Inflação permitem uma aposta forte sobre o início da redução dos juros. É esperar para ver.

➤ É evidente que podemos estar, daqui há alguns meses, numa situação muito melhor. Se a crise atual for “ estancada ” com apenas a cassação de alguns deputados, sem maiores efeitos sobre a governabilidade e o andamento dos trabalhos no Congresso, podemos voltar a olhar apenas para o longo prazo. Nesse caso é possível que os mercados se adiantem, com alta da bolsa, queda adicional do dólar e do risco País, além das taxas de juros de longo prazo. De qualquer forma, esse é um custo que nos parece baixo, dado que uma posição sem risco hoje “ roda ” a 19,75%^{aa} (deve cair, mas nada substancial até o fim do ano). Assim, nossas recomendações genéricas, refletem este conservadorismo:

✓ **Bolsa:** O Ibovespa chegou a atingir 26.500 pontos no início do mês, mas sofreu com os novos andamentos da crise de política e a parada técnica sofrida pelas bolsas internacionais. No restante do mês, ficou mesmo operando abaixo disto, ao redor de 25,5 mil pontos. O mercado parece ter dado sinais de que só reagirá à crise quando e se algo novo e mais forte atingir Lula ou Palocci. Mas apesar de não conseguirmos antever tais acontecimentos, estamos certos de que o potencial para estragos é muito grande. Assim, recomendamos a volta para uma postura mais conservadora neste momento. Quem quiser permanecer comprado, pode usar o nível de 24 – 24,3 mil pontos como limites de ordens de stop.

✓ **Câmbio:** Ficar comprado em dólar para tentar ganhar do CDI continua sendo uma estratégia muito cara e arriscada. Mas o dólar está barato para compradores específicos, ou seja, os que precisam de *hedge*. Como os mercados são imprevisíveis, poderia em tese haver uma reversão da atual situação tranqüila de liquidez internacional que, se ocorresse em conjunção com um agravamento da crise política, causaria uma forte alta do dólar em poucos dias. Não temos como avaliar a probabilidade de tal cenário, mas ela existe. Assim, repetimos o que já afirmamos antes. Quem pode precisar comprar dólar num cenário desses, deveria ao menos avaliar a possibilidade de se adiantar. Para os outros, o CDI é a opção.

✓ **Juros:** A decisão (amplamente esperada) do BC de manter a Selic em 19,75%^{aa}, aliada à queda dos índices recentes de inflação e à apreciação cambial, permitiu nova queda – apesar de modesta – das taxas de juros para os prazos médios, com a de um ano recuando de 18,75%^{aa} para 18,20%^{aa} em junho. Mas se é quase certo que os juros recuarão do patamar atual, o ritmo e a intensidade da queda são uma incógnita. Assim, recomendamos que se deixe as alocações do mercado de renda-fixa para os fundos e gestores especializados, que têm a flexibilidade e agilidade para ganhar auferir algum lucro num mercado que oferece pouco prêmio para posições direcionais longas (de carregamento).