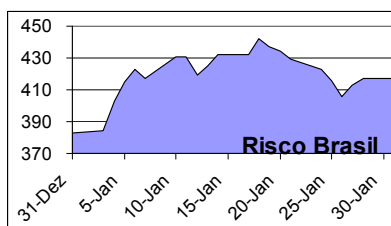
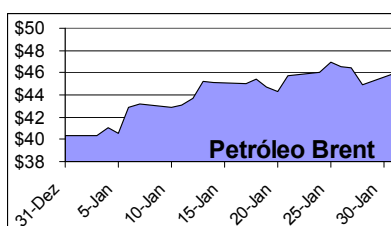


RELATÓRIO MENSAL – JANEIRO 2005



EMBI reverte parte da queda de dezembro



Petróleo volta a preocupar

Performance

2005 começa mal para os ativos de risco no mercado local. Nos mercados internacionais, os bonds andaram bem com a queda dos juros longos e as bolsas caíram nos EUA e subiram nas outras praças.

Cenário

Sem grandes novidades vindas de Brasília, só se falou nas eleições para presidência da Câmara e na reforma ministerial

COPOM surpreendeu, elevou a Selic em 0,50%^{aa} e avisou que juros não caem tão cedo.

➤ Revertendo parte do otimismo dos meses anteriores, janeiro viu um início de ano negativo para os ativos de risco no mercado doméstico: a bolsa recuou 7%, ficando em último lugar do nosso ranking. O risco Brasil subiu levemente, de 383 para 417, mas chegou a 440 pontos no pior momento do mês. As taxas de juros subiram a níveis que não eram vistos desde maio de 2003, com os negócios de um ano chegando a ser feitos acima de 19%^{aa}. Com isso o IRF-M ficou bem abaixo do CDI no mês (1,12%, ou 81% do CDI). Como o dólar também recuou – caiu 1,12% (BC) – tendo fechado no menor nível desde junho de 2002, e o Cbond caiu quando medido em reais. Assim nenhum ativo bateu o CDI (que acumulou 1,38% nos 21 dias úteis) no ranking do mês.

➤ Após ter sido destaque de queda no final de 2004, o petróleo voltou às manchetes preocupando os mercados. A commodity voltou a se aproximar de \$50 (contrato futuro do Brent para abril), mas recuou fortemente no final do mês, com o sucesso das eleições no Iraque e a decisão da OPEP de não cortar a produção. Com isso sobrou apenas um fator (o frio maior do que o normal no hemisfério norte) a pressionar os preços, que subiram 14% em janeiro. Revertendo o movimento dos últimos meses, o dólar ganhou terreno principalmente contra o euro, que caiu 4%. As bolsas americanas, por sua vez, devolveram quase todos os ganhos (até mais um pouco, no caso do NASDAQ) registrados em dezembro. Enquanto isso, surpreendentemente, as taxas de juros nos EUA ficaram relativamente bem comportadas, tendo subido apenas para os prazos curtos. O US Treasury de 2 anos foi para 3,29%^{aa}, alta de 0,20%^{aa} enquanto o de 10 anos foi para 4,13%^{aa}, queda de 0,08%^{aa}. O ouro sofreu com a recuperação do dólar e fechou o mês em queda de 3,5%.

PERFORMANCE

	<u>cotação</u>	<u>jan/05</u>	<u>2005</u>		<u>cotação</u>	<u>jan/05</u>	<u>2005</u>
CDI		1,38%	1,38%	DOW JONES	10.490	-2,72%	-2,72%
IRF-M BM&F	2.158,18	1,12%	1,12%	S&P500	1.181	-2,53%	-2,53%
CBOND (em R\$)		-1,12%	-1,12%	NASDAQ	2.062	-5,20%	-5,20%
DÓLAR (BC)	R\$ 2,6248	-1,12%	-1,12%	DJ EUROSTOXX50	2.985	1,04%	1,04%
OURO	R\$ 35,60	-5,07%	-5,07%	FTSE (LONDRES)	4.852	0,79%	0,79%
IBOVESPA	24.351	-7,04%	-7,04%	NIKKEI (TÓQUIO)	11.388	-0,88%	-0,88%
				JPY/USD	103,62	-1,15%	-1,15%
				USD/EUR	1,3035	-3,88%	-3,88%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

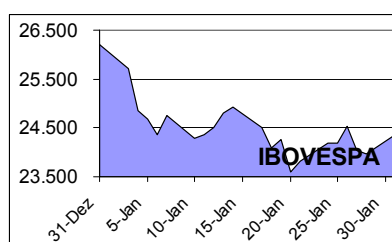
➤ Apesar de alguns ruídos dispersos ao longo do mês, pode-se dizer que o saldo de janeiro no cenário político foi positivo. É verdade que as eleições para as presidências do Senado e da Câmara ainda não estão definidas (principalmente nesta última) com o mesmo valendo para a reforma ministerial. Mas aparentemente tudo deve ficar bem. O Governo deve conseguir eleger “seus candidatos” e rearranjar os perdedores com a distribuição de cargos na reforma que seguirá as eleições. Não se espera que, com a economia crescendo e a popularidade do Governo em alta, a oposição vá realmente criar grandes problemas agora (tão antes da eleição presidencial de 2006). Sem nada tendo sido definido, o saldo positivo vem do fato de que não houve notícia ruim. O vácuo criado pelo recesso parlamentar traz consigo o temor de que surjam problemas que ganhem espaço desproporcional na mídia. A compra do novo avião do presidente, as decisões do Itamaraty, o projeto de reforma universitária, etc. foram assuntos que trouxeram críticas ao governo, mas que não têm força, isoladamente, para afetar os mercados.

➤ O grande destaque do mês foi a reunião do COPOM. Até o fim de 2004 a aposta majoritária do mercado era de que o COPOM aumentaria no máximo em 0,25%^{aa} Selic em janeiro e pararia por aí. A famosa rigidez das expectativas de mercado (que não cedem em direção à trajetória de metas), a estabilidade da inflação corrente em patamares elevados e o medo de um crescimento da pressão de demanda levaram o BC não só a elevar a taxa acima do esperado (apesar das sinalizações nesse sentido terem sido dadas antes) como a sinalizar que o movimento de elevação dos juros não está no fim. Tanto que agora se precifica uma alta adicional de 0,50%^{aa} em

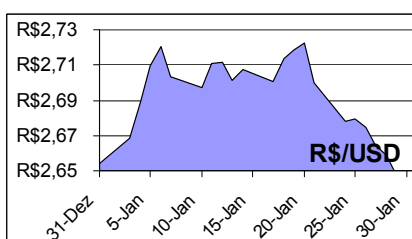
BC continua trabalhando para melhorar qualidade da dívida interna, que teve em 2004 a primeira queda (em relação ao PIB) em 10 anos.

2 captações em menos de 15 dias

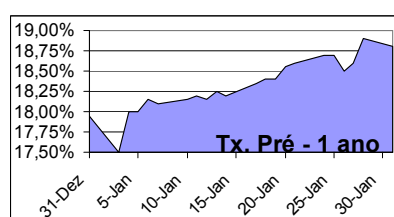
Não foi por acaso que as discussões em Davos focaram no dólar e no petróleo.



Ibovespa realizou, sem mudanças no cenário



Dólar sem demanda



Prêmio já é suficiente?

fevereiro e uma de 0,25%^{aa} em março, no mínimo.

➤ Por outro lado o BC seguiu comprando dólares no mercado para reforçar as reservas cambiais, se beneficiando do fluxo positivo e da falta de demanda por hedge. Essa tranquilidade também permitiu a continuidade da redução da parcela da dívida doméstica atrelada ao câmbio (a parcela cambial da dívida interna em poder do mercado, que em setembro de 2002 chegou a quase 41%, caiu para 10% do total – uma bela melhora). O Tesouro aproveitou o cenário externo favorável e fez novas captações externas. A primeira foi no valor de EUR 500 milhões por 10 anos. 10 dias depois, veio a captação de USD 1,25 bilhão e prazo de 20 anos. Adicionando a estas, as duas que haviam sido feitas no final de 2004, temos mais do que metade da meta de USD 6 bilhões estabelecida para este ano.

➤ O ajuste fiscal é outra faceta da melhora dos fundamentos. A dívida teve, em 2004, sua primeira redução fechando o ano em 51,8% do PIB - fruto de um superávit primário de 4,61% do PIB e do crescimento do PIB. A má notícia, porém, é que será muito difícil repetir esta performance em 2005, com juros mais altos e política fiscal mais expansionista (aumento real do mínimo e gastos do tesouro). Este portanto é um problema. Temos uma política fiscal expansionista, que requer uma política monetária ainda mais restritiva. Por isso a sugestão de muitos para que o superávit primário de 2005 seja aumentado para 4,5% do PIB ou mais, versus o objetivo atual de 4,25% do PIB.

➤ A liquidez internacional segue aparentemente abundante por enquanto. A despeito das elevações de juros esperadas nos EUA, da alta recente do petróleo e do aumento da volatilidade no mercado de moedas, os mercados acionários e de bonds continuam bem comportados. Por outro lado, a temporada de balanços nos EUA, apesar de positiva, não foi forte o suficiente para que a trajetória de alta dos principais índices fosse mantida. A impressão que fica é de que o mercado já havia adiantado uma expectativa muito positiva. Assim, fica a dúvida de qual seria o grande motor a impulsionar o mercado acionário. Nesse ambiente, continuamos achando que o cenário requer cautela e um posicionamento conservador.

✓ **Bolsa:** Talvez estejamos errados e não consigamos entrar novamente no mercado nos níveis ideais (a 23 mil pontos ou menos). Porém, nesse caso nos empolgamos menos com a volta ao mercado acionário já que "ficar parado" com juros a 18,25%^{aa} não é nada aflitivo. O raciocínio é muito simples: quanto mais caro se paga, menos se pode ganhar proporcionalmente. Assim, com upside menor, voltaríamos para a compra apenas com uma parte pequena dos limites de exposição. Isso porque, apesar de não vermos grandes riscos no longo prazo, acreditamos que o mercado tem potenciais motivos para chacoalhar ao longo deste ano. E gostaríamos de estar leves para poder comprar mais, caso isso aconteça.

✓ **Câmbio:** Fica cada vez mais claro que será necessário algum tipo de choque para que o USD tenha uma tendência mais confiável de alta. Nem as compras do BC têm sido suficientes para absorver o fluxo positivo de divisas. Juros altos também ajudam na força do real, via custo de oportunidade mais alto. Mas os choques só acontecem quando ninguém está esperando. E os choques podem vir tanto de fora (via piora da liquidez internacional), como podem ser gerados internamente. O mais importante é lembrar sempre que a porta é estreita para dar saída a todo o mercado, que está na mesma ponta (vendido em USD).

✓ **Juros:** Os juros finalmente subiram, conforme esperávamos há algum tempo. Além da elevação da Selic, a sinalização do BC de continuidade do aperto monetário "assustou" um mercado que estava relativamente otimista. Assim, os juros de longo prazo subiram e passam agora a apresentar um prêmio que começa a ficar interessante. Porém, ainda não o julgamos alto o suficiente para entrarmos em novas posições pré-fixadas. Hoje temos a taxa de 1 ano rondando os 19%^{aa} contra a Selic de 18,25%^{aa} e a expectativa da esmagadora maioria de que ela suba até pelo menos 18,75%^{aa}. Isso deixa pouco espaço para ganhos. Como não apostamos numa redução brusca dos juros no final do ano, seguimos aguardando ou um cenário que nos faça mudar de opinião, ou prêmios maiores.