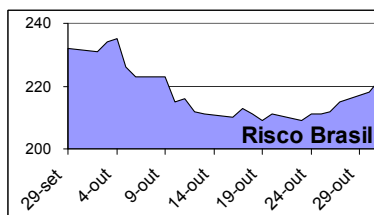
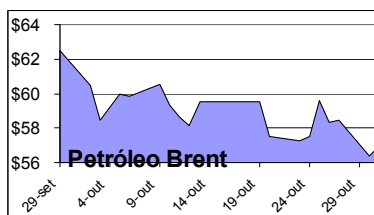


## RELATÓRIO MENSAL – OUTUBRO 2006

### MAIS DO MESMO? PODE NÃO BASTAR.



Risco Brasil volta a 220



Petróleo tem queda forte pelo segundo mês seguido

#### Performance

Bolsas internacionais com bons ganhos no ano.

#### Cenário

Segundo mandato deve ser mais difícil do que o primeiro

Mais do mesmo pode não ser o suficiente para o grau de investimento

➤ Outubro foi mais um mês positivo nos mercados internacionais (veja abaixo) com reflexos sobre os ativos de risco em geral. O risco Brasil voltou para o patamar de 220 pontos (queda de 12 no mês). O dólar devolveu com folga a alta do mês anterior e fechou na lanterna de nossa tabela mensal, em queda de 1,44%. Em penúltimo veio o Global 40 (em reais), que subiu 0,20%. O CDI, em 3º acumulou 1,09% e foi novamente superado pelo IRFM (+1,55%, ou 142% do CDI) – representando o retorno das aplicações pré-fixadas. O ouro subiu fortemente no mercado externo e conseguiu mais do que compensar a queda do dólar: ficou em 2º. E em primeiríssimo, disparado, veio o Ibovespa, com alta de 7,71%, o que o pôs de volta acima do CDI no ano.

➤ Outubro marcou o terceiro mês seguido de melhora nos mercados internacionais. As bolsas seguem fazendo novas máximas deste ciclo (o DOW fez nova máxima histórica), com destaque para os EUA, onde os índices tiveram excepcional performance, devido à boa temporada de resultados corporativos, a mais notícias de fusões e aquisições e a dados econômicos favoráveis. A despencada do petróleo (-9% no mês) também ajudou a tranquilizar definitivamente os que esperavam grandes turbulências vindas deste front. O dólar ensaiou a continuidade da alta, mas o movimento foi revertido no final do mês, na medida em que ficou mais claro que os juros não subirão no curto prazo nos EUA.

		PERFORMANCE					
	cotação	out/06	2006		cotação	out/06	2006
IBOVESPA	39.262	7,72%	17,36%	DOW JONES	12.081	3,44%	12,72%
OURO	R\$ 42,20	1,69%	9,33%	S&P500	1.378	3,15%	10,39%
IRF-M BM&F	2.939,48	1,55%	15,21%	NASDAQ	2.367	4,79%	7,32%
CDI		1,09%	12,78%	DJ EUROSTOXX50	4.005	2,70%	11,90%
GLOBAL 40 (em R\$)		-0,01%	-6,58%	FTSE (LONDRES)	6.129	2,83%	9,08%
DÓLAR (BC)	R\$ 2,1430	-1,44%	-8,45%	NIKKEI (TÓQUIO)	16.399	1,69%	1,79%
				JPY/USD	116,95	1,03%	0,91%
				USD/EUR	1,2762	0,67%	7,91%

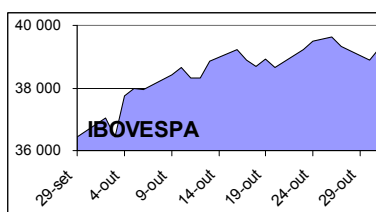
resultados em moeda local; fonte: Argumento.

➤ Não houve surpresa com o resultado da eleição já que as pesquisas indicavam com boa margem o resultado do segundo turno. Muita gente se pergunta como Alckmin conseguiu perder votos do primeiro para o segundo turno. Não que adiante alguma coisa, mas nosso palpite é de que isso tem a ver com a mudança de tom (para mais agressivo), ao questionamento sobre as privatizações e ao “esfriamento” do caso do dossiê. Mas mesmo que ele não tivesse perdido estes votos seria difícil reverter a vantagem de Lula. De qualquer forma, o processo todo ocorreu dentro da normalidade, sem discussões quanto à legitimidade de seu resultado.

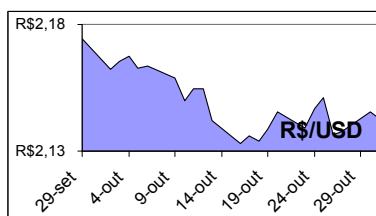
➤ O segundo mandato já começou. Analistas experientes têm afirmado que Lula sai da campanha devendo muito pouco aos que o apoiaram, e que por isso sua vida não será tão difícil quanto se pensa. De qualquer forma, as dificuldades já começaram: o Presidente se viu obrigado a desmentir boatos de mudanças na equipe e na política econômica já no dia seguinte ao da eleição. Além disso, dada a temperatura da disputa do segundo turno, é difícil prever quão cooperativa será a oposição no começo da próxima legislatura. E o Ministério, como fica? Algumas mudanças terão que ser feitas mesmo que o Presidente deseje manter tudo como está, dado que alguns ministros já avisaram antes que sairiam no segundo mandato. Há também a pressão que deve vir do MST (que colaborou muito com a campanha ao “sumir”, mas vai cobrar a fatura agora).

➤ Por enquanto nosso cenário continua sendo positivo para o curto prazo. Cremos que teremos mais do mesmo neste segundo mandato, podemos esperar um câmbio estável, juros vagarosamente cadentes e poucos avanços nas reformas constitucionais macro (como das da previdência e a tributária, para ficar apenas nos exemplos mais óbvios) e nas reformas microeconômicas e de gestão pública (com

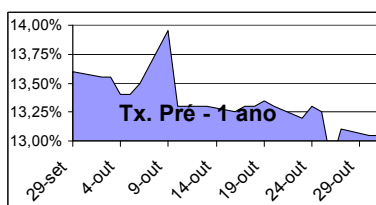
*E o cenário internacional vai, na melhor das hipóteses, continuar bom. Melhorar é difícil.*



Se for para 42 mil no curto prazo, vale realizar um pouco de lucros



Rumo a R\$ 2? Depende do BC



Prêmios só para prazos longos

diminuição real dos gastos do Governo) que favoreceriam o investimento privado e o crescimento de longo prazo. Nesse cenário o Grau de Investimento pode até vir, mas não tão cedo. E o crescimento de 5%<sup>aa</sup> continuará sendo um sonho. Por isso as aplicações em renda-variável podem sofrer já que tendem a refletir antecipadamente expectativas que podem não se realizar no futuro. O curto prazo ainda é bom para a bolsa e ela deve continuar subindo, mas o longo pode ser mais difícil do que o necessário para um aumento de apostas neste momento.

➤ Mas é claro que tudo isto pode mudar, dependendo do que acontecer com o cenário internacional, do custo de oportunidade existente para os investidores (as taxas de juros dos países desenvolvidos) e de seu apetite para tomar riscos. Nesse sentido, a evolução do cenário no último mês foi bastante positiva. O petróleo segue em queda, diminuindo o risco de pressão inflacionária. O mercado imobiliário americano parece estar desinflando a bolha, sem estouro (pelo menos por enquanto). Os dados de confiança do consumidor americano e de vendas no varejo, que são usados como termômetro do consumo, têm dado sinais positivos. Já a atividade industrial não tem um cenário tão claro, com diversos dados apontando direções opostas. Mas a chave do problema da desaceleração americana (se será suave ou “forçada”) continua nas mãos do consumidor. Enquanto não houver um estouro na bolha imobiliária, com efeitos sobre a riqueza, a renda e o emprego, não há porque apostar num cenário diferente do que temos hoje: “soft landing”.

✓ **Bolsa:** Depois de alguns meses testando o suporte de 35 mil pontos, finalmente o Ibovespa aproveitou os bons ventos dos mercados externos (o fluxo de dinheiro estrangeiro foi forte este mês) e rompeu os 38.500 pontos. Os dois principais condicionantes deste mercado, no curto prazo, são as incertezas sobre o novo mandato de Lula e a tendência das bolsas internacionais. A primeira deve se dissipar com o tempo, à medida que fique claro que “não haverá loucuras na economia”. A segunda é mais incerta, mas por enquanto aponta na direção positiva. Acreditamos que, se o topo histórico de 42 mil pontos se aproximar nos próximos meses, pode ser uma boa oportunidade para redução de posições. Dado o novo patamar de preço, será necessário que aconteçam mudanças estruturais que permitam vislumbrar a chegada do grau de investimento para que a bolsa continue oferecendo prêmio compatível com seu risco.

✓ **Câmbio:** O dólar operou o mês todo entre R\$ 2,18 e R\$ 2,13, tentando quebrar este piso por diversas vezes, mas o BC não deixou. Passada a eleição e mantida a atual política econômica, não há motivos para se acreditar numa forte alta do dólar. O real deve permanecer apreciado, até que o diferencial de juros (doméstico menos internacional) diminua, ou que as contas externas, que continuam muito favoráveis, mostrem algum sinal de deterioração. Mas o risco de um contágio via crise externa existe, como nunca deixará de existir. E uma imponderável mudança de equipe econômica faria o dólar subir um pouco. Mas em qualquer destas situações, descartamos a possibilidade de uma grande escalada da moeda, como a vista no passado. O círculo vicioso câmbio-dív/PIB-risco-câmbio foi quebrado com o fim da dívida doméstica cambial e o aumento de reservas do BC.

✓ **Juros:** Outubro foi o terceiro mês consecutivo em que as taxas de juros sofreram importantes quedas. A de um ano fechou a 13,05%<sup>aa</sup>. Se considerarmos a SELIC média esperada para o ano que vem, que está em 12,75%<sup>aa</sup> segundo a mais recente pesquisa FOCUS do BC, fica claro que há ainda algum prêmio para quem corre o risco da pré-fixação, mas este prêmio é muito pequeno e só vale para quem acredita, como os analistas mais otimistas, que os juros estarão abaixo de 12%<sup>aa</sup> no final de 2007 (o consenso caiu, de 12,50%<sup>aa</sup> no fim de setembro, para 12%<sup>aa</sup> no fim de outubro). Acreditamos que há ativos com relação risco X retorno mais atrativas, como é o caso dos papéis mais longos indexados à inflação, como as NTNs e alguns CRIs.