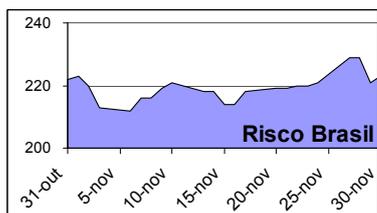
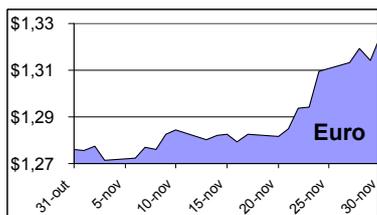


RELATÓRIO MENSAL – NOVEMBRO 2006

QUE O MERCADO EXTERNO CONTINUE BEM



Risco Brasil estável



Euro disparou no final do mês

Performance

*Moedas fortes prejudicam
bolsas fora dos EUA*

Cenário

*Governo fala muito sobre o
crescimento, mas ainda fez
muito pouco*

*Entraves para o crescimento
são claros e têm sido
divulgados por diversas fontes,
incluindo o IPEA e a S&P, que
acabou de melhorar a
perspectiva da nota do Brasil*

➤ O risco País ficou praticamente estável em novembro, perto de seu menor valor histórico. Com esta estabilidade e a calma do mercado internacional, as ações e os ativos pré-fixados bateram o CDI: o Ibovespa subiu 6,80%, o Global 40 1,97% e o IRF-M 1,24% (122% do CDI). Com isso, ficaram respectivamente em segundo, terceiro e quarto no nosso ranking mensal, já que o ouro disparou no mercado internacional e subiu 7,23% em reais, ficando em primeiro. O dólar (+1,11%) subiu apenas o suficiente para bater o CDI, que acumulou 1,02% e ficou em último lugar.

➤ As bolsas continuaram subindo nos EUA em novembro, mas o mesmo não se viu nas outras praças. Entre os motivos, além da alta de 13% no preço do petróleo, está a queda do dólar contra as principais moedas – o que prejudica as exportações e os resultados das empresas destes países. A queda do dólar foi disparada por especulações de que os principais BCs do mundo estariam diversificando mais suas reservas (o ouro subiu de carona neste movimento) e pelos dados surpreendentemente fortes na Europa e fracos nos EUA, que reavivaram as apostas de que o diferencial de juros (hoje em 1,75% a favor do dólar) recuará mais fortemente. Esta expectativa se refletiu em mais uma queda dos retornos dos USTreasuries, que fecharam o mês em 4,62%^{aa} (-0,09%^{aa}) e 4,46%^{aa} (-0,15%^{aa}) para 2 e 10 anos, respectivamente.

PERFORMANCE

	cotação	nov/06	2006		cotação	nov/06	2006
OURO	R\$ 45,25	7,23%	17,23%	DOW JONES	12 222	1,17%	14,04%
IBOVESPA	41 931	6,80%	25,34%	S&P500	1 401	1,65%	12,20%
GLOBAL 40 (em R\$)		1,97%	-4,74%	NASDAQ	2 432	2,75%	10,27%
IRF-M BM&F	2 975,84	1,24%	16,64%	DJ EUROSTOXX50	3 987	-0,44%	11,41%
DÓLAR (BC)	R\$ 2,1668	1,11%	-7,43%	FTSE (LONDRES)	6 049	-1,31%	7,65%
CDI		1,02%	13,92%	NIKKEI (TÓQUIO)	16 274	-0,76%	1,01%
				JPY/USD	115,75	1,04%	1,95%
				USD/EUR	1,3242	3,76%	11,97%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

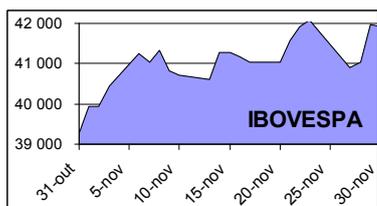
➤ Lula “começou” o segundo mandato pregando um esforço conjunto de governo e oposição para fazer as reformas necessárias para o Brasil crescer. Como sempre, deve ficar apenas na retórica. A reforma ministerial, que seria feita logo para que o segundo mandato se iniciasse a todo vapor, foi rapidamente abortada. Deve ficar agora só para depois das eleições das presidências da Câmara e do Senado – que devem concentrar os esforços em Brasília. Enquanto isso, os processos de cassação vão sendo arquivados ou absolvem os acusados nos Conselhos de Ética e CPIs da vida. É o “mais do mesmo” na política neste segundo mandato. De bom mesmo, no final de outubro foram aprovadas duas medidas que devem ajudar a eficiência do judiciário (um dos fatores apontados por muitos como sendo um entrave ao crescimento): a “súmula vinculante” e a possibilidade do STF julgar apenas questões de “repercussão geral” deixando o resto para instâncias inferiores.

➤ A S&P elevou a perspectiva da nota de crédito do Brasil de estável para positiva. A notícia não foi surpresa, dado que todos já esperam a elevação da nota brasileira em direção ao Grau de Investimento. Os mais otimistas (grupo que não nos inclui), acreditam que este patamar seria atingido nos próximos 2 anos. Para tanto, diversas reformas são necessárias. A própria S&P disse que o Brasil cresce pouco e tem uma relação Dívida/PIB muito maior do que a média dos países que têm Grau de Investimento. Citou ainda a necessidade de se caminhar no sentido de diminuir o gasto público e trabalhar para reduzir o déficit da Previdência. Tais “recomendações” estão exatamente em linha com o consenso que vem se formando entre economistas do setor privado e de órgãos do Governo, como o IPEA, por exemplo. Infelizmente – e daí deriva nosso ceticismo com a velocidade do ajuste e do crescimento nos próximos anos –, o Presidente acha que a Previdência não é um problema sério. Segundo Lula, “virou moda” atacar a Previdência. A expressão, junto com sua decisão de não mudar nada nesse sentido, mostra que o

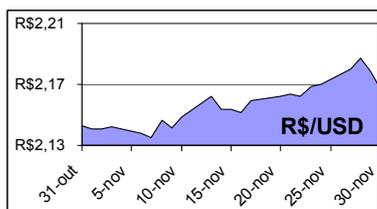
Mas o Governo insiste em focar no “fácil”

Devemos ter pouco crescimento com muita estabilidade, se o mercado internacional continuar permitindo

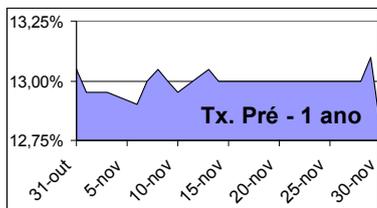
Governo Lula ainda não teve que gerenciar uma crise que não fosse política



Se for para 42/43 mil pontos no curto prazo, vale realizar um pouco de lucros



R\$ 2 – não foi desta vez



Prêmio exige otimismo com cortes

Governo não está pronto para fazer os ajustes necessários para o “prometido” crescimento de 5%^{aa}. Outro sinal de que o Governo procura a “via fácil” (e ineficaz) é a proposta da ministra Dilma, de aumentar a parcela dos gastos do Governo que ficariam de fora do cálculo do superávit primário e seria usado para investimentos em infraestrutura – o chamado PPI – na prática, reduzindo o esforço fiscal. E o pior é que nem há projetos para fazer uso do dinheiro.

➤ Assim, o Brasil deve continuar como está. Um país com mais estabilidade, menos riscos, crescimento baixo, inflação baixa e juros cadentes, mas ainda altos. Se fosse uma empresa, seria uma ótima alternativa para investimento em renda fixa (sua dívida) e não em renda variável (suas ações). A comparação é exagerada, mas ilustra porque estamos tranquilos com câmbio e juros, mas não muito empolgados com bolsa.

➤ Mas estamos num mundo em que o capital flui muito facilmente, os portfólios são globalizados e as incertezas são muitas. A desaceleração americana começa a dar sinais também no segmento industrial, enquanto a recuperação europeia fica ameaçada pela recente força do euro – que pegou boa parte dos estrategistas de surpresa. O cenário ainda parece bastante favorável para os próximos meses e as bolsas americanas podem se beneficiar de um fluxo sazonal de recursos no início do ano. Por enquanto, se a bolha imobiliária nos EUA desinflar aos poucos, a continuidade da estabilidade dos mercados tem boa chance de durar mais alguns meses. Mas foi-se o tempo em que as variáveis financeiras refletiam o que acontecia na economia. Agora as economias também reagem aos movimentos das moedas, juros e preços de commodities que resultam dos fluxos de capitais.

✓ **Bolsa:** Seguimos com a mesma visão do mês passado. O topo histórico de 42 mil pontos (onde estamos agora) é um bom ponto para se pensar em reduzir posições. Se algo mudou foi o fato de que o mercado internacional mostrou ainda mais força e isso pode se traduzir em continuidade de fluxo positivo para a Bovespa. Mas não somos compradores para o médio prazo para o mercado como um todo. Portanto, do ponto de vista de alocação tática, é hora de estudar o melhor momento para sair. É claro que os bons gestores ativos continuarão ganhando na bolsa no longo prazo, através da seleção de setores e empresas que apresentam boa perspectiva de crescimento. Há ainda que se considerar que Vale e Petro dependem mais dos preços das commodities do que do comportamento da economia doméstica. Mas não compramos o “mercado” como um todo, dada nossa expectativa de que o crescimento não vem.

✓ **Câmbio:** O dólar tentou sair da faixa entre R\$ 2,18 e R\$ 2,13 no final de novembro, mas assim que se aproximou de R\$ 2,20 “chamou” um novo movimento de venda. Com isso, conforme temos dito repetidamente, corroborou nossa visão de que não há mais motivos para se apostar em altas sustentadas da moeda. Pelo menos não enquanto a liquidez internacional estiver farta e o diferencial de juros pago pelo Brasil, mesmo depois de ajustados pelos riscos (que estão caindo), for muito alto. Seguimos achando que o dólar só deve ser alternativa para quem precisa do *hedge*. Não deve bater o CDI no médio-prazo.

✓ **Juros:** novembro foi o terceiro mês consecutivo em que as taxas de juros sofreram importantes quedas. A de um ano fechou a 12,75%^{aa}. Se considerarmos a SELIC média esperada para o ano que vem, que está em 12,63%^{aa} 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%^{aa} no final de 2007 (o consenso caiu, de 12,50%^{aa} no fim de setembro, para 12%^{aa} 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 NTN e alguns CRIs.

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 2006.