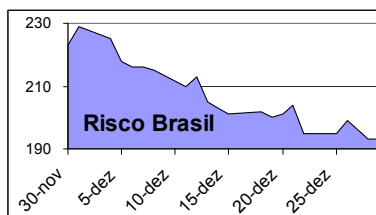
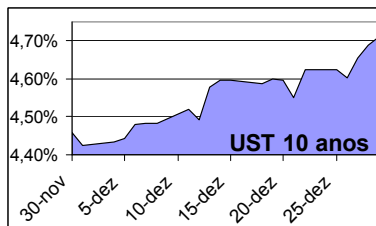


## RELATÓRIO MENSAL – DEZEMBRO 2006

### “DESTRAVAR” O CRESCIMENTO?



Risco Brasil abaixo de 200



Taxas de juros (de longo prazo) voltaram a subir nos EUA

#### Performance

Bolsas em alta no mundo todo

#### Cenário

Ministério e eleições no Congresso devem ser assuntos durante o recesso parlamentar

Pacote “de aceleração do crescimento” é ainda uma incógnita

➤ Para fechar o ano com chave de ouro, o Risco País cravou novo recorde histórico ao atingir 193 pontos (com quedas de 30 pontos no mês e 110 no ano). Nosso indicador continua acima da média dos emergentes (que está em 165 pontos), mas a uma distância menor do que a de 12 meses atrás (quando tínhamos risco Brasil em 303 contra 239 da média dos emergentes). É claro que o novo movimento de queda foi devido à melhora do ambiente externo, que causou nova queda do dólar e das taxas de juros e alta das ações e dos ativos pré-fixados. O Ibovespa subiu 6% e o IRF-M 1,49% (152% do CDI). O CDI acumulou 0,98% ficando em 3º (destacamos o fato do CDI, pela primeira vez desde o início do plano Real, ter encerrado um mês com menos de 1%). Em queda tivemos o Global 40 (em R\$) com -1,60% e o ouro, que recuou 3,87% em reais, ficando na lanterninha de nosso ranking do mês.

➤ Dezembro foi mais um mês de alta para as bolsas. O Nasdaq, que havia subido mais no mês anterior, teve uma pequena queda, mas todos os demais índices relevantes subiram mais do que 1%, com destaque para a alta de 5,85% do Nikkei (que acumulava alta de apenas 1% nos 11 meses anteriores). As commodities recuaram 4,3% (em média, segundo o índice CRB), com destaque para o petróleo (-6,41%) que voltou para USD 60 o barril. As taxas de juros de longo prazo subiram nos EUA, devido aos dados que mostraram recuo mais fraco do que o esperado para a atividade econômica. Os *USTreasuries* fecharam o mês em 4,79%<sup>aa</sup> (+0,17%<sup>aa</sup>) e 4,71%<sup>aa</sup> (+0,25%<sup>aa</sup>) para 2 e 10 anos, respectivamente. O dólar ficou estável contra a libra e o euro e se valorizou um pouco contra o iene.

	PERFORMANCE						
	cotação	dez/06	2006		cotação	dez/06	2006
IBOVESPA	44.473	6,06%	32,93%	DOW JONES	12.463	1,97%	16,29%
IRF-M BM&F	3.020,13	1,49%	18,37%	S&P500	1.418	1,26%	13,62%
CDI		0,98%	15,05%	NASDAQ	2.415	-0,68%	9,52%
DÓLAR (BC)	R\$ 2,1380	-1,33%	-8,66%	DJEUROSTOXX50	4.120	3,33%	15,12%
GLOBAL 40 (em R\$)		-1,60%	-6,27%	FTSE (LONDRES)	6.221	2,84%	10,71%
OURO	R\$ 43,50	-3,87%	12,69%	NIKKEI (TÓQUIO)	17.226	5,85%	6,92%
				JPY/USD	118,97	-2,71%	-0,81%
				USD/EUR	1,3200	-0,32%	11,62%

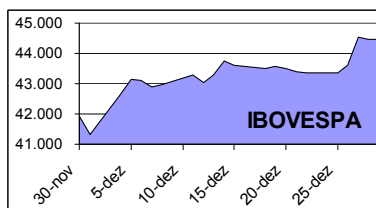
resultados em moeda local; fonte: Argumento.

➤ A política deve dar uma trégua no mês de janeiro, devido ao recesso parlamentar. As eleições para as mesas diretoras do Congresso e a reforma ministerial devem ser os principais assuntos. Não que isso vá ter algum efeito sobre os mercados – que não têm dado muita bola para as notícias que vêm de Brasília, a não ser para se precaverem de possíveis sustos. Dois dos assuntos que chamaram alguma atenção no último mês foram: 1) o anúncio do novo salário mínimo – que foi visto como uma derrota do ministro da Fazenda Guido Mantega (que defendia uma alta menor) e 2) a saída do secretário do Tesouro, Carlos Kawall. Este foi substituído por um funcionário de carreira que já havia trabalhado com os secretários anteriores, o que foi bem recebido pelos mercados. Já a situação de Guido Mantega, apesar de todos trabalharem com a expectativa de que ele seja mantido no cargo (o que, vejam só, seria bem recebido pelo mercado) só será decidida pelo presidente após a reforma ministerial.

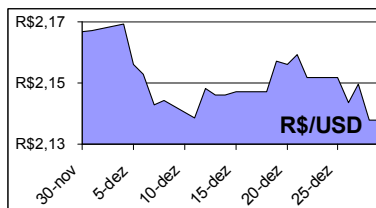
➤ Além da reforma ministerial – e seguindo o padrão Lula de decisões – o “pacote” para destravar o crescimento foi adiado. Como boa parte do que realmente trava o crescimento tem a ver com o baixo nível de investimentos e de educação, e os mesmos não podem ser modificados com medidas fáceis e de curto prazo, é difícil acreditar que o pacote traga novidades positivas. E ainda há o risco – que como um fantasma segue acompanhando a administração atual – de que o Governo aumente ainda mais seus gastos, prejudicando o ajuste fiscal. Mas com o mercado internacional ainda muito positivo, o que deve permitir que o fluxo de dólares para o Brasil pelo menos não sofra uma virada muito grande, é difícil acreditar que a

Projeções para 2007 são bastante tranquilizadoras, mas dependem fundamentalmente de um câmbio bem comportado

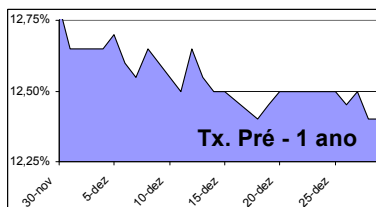
E isso depende fundamentalmente da ausência de crises internacionais



Quanto do cenário já está "nos preços"?



A pressão continua sendo de queda, mas BC não deixa



Taxas voltaram a cair, junto com o câmbio e a inflação

dinâmica da dívida pública seja muito prejudicada por uma diminuição pequena do superávit primário. Os juros devem continuar em queda, reduzindo a relação dívida/PIB.

➤ A virada do ano é um bom momento para darmos uma olhada no que "o mercado" (a média das projeções de bancos, consultorias e outras entidades) espera para 2007. E o cenário é bem positivo. Espera-se inflação baixa, de 3 a 4% dependendo do indicador, câmbio em leve alta para R\$ 2,25 e juros cadentes, atingindo 11,75%<sup>aa</sup> ou menos no final do ano. As contas externas devem continuar positivas, apesar de um pouco piores do que as de 2006, e o BC deve seguir acumulando reservas, diminuindo ainda mais nossa vulnerabilidade externa. O risco fiscal deve diminuir, conforme dissemos acima, com a queda da relação dívida/PIB e a continuidade da melhora do perfil (prazo e composição) da dívida pública doméstica. Mas o crescimento deve ficar em 3,5%, longe ainda dos 5% sonhados.

➤ Um ponto muito importante para a construção deste cenário é o cenário externo, que afeta a maioria das variáveis acima via volatilidade cambial. Se houver qualquer tipo de crise internacional, mais uma vez o Brasil será negativamente afetado, mas em magnitude muito diferente das crises anteriores devido aos ajustes feitos nos anos recentes. E tudo depende do mercado americano e do que vai acontecer com seus juros e sua moeda. O cenário é incerto. Ninguém espera crise – a não ser que haja o estouro da bolha (será que é?) imobiliária. A incerteza é tanta que os juros e o dólar oscilam ao sabor dos dados econômicos que vão sendo divulgados. O mercado, que já chegou a quase ter certeza de que os juros americanos cairiam no primeiro trimestre, já não está tão certo assim. Por mais frustrante que possa parecer, esse cenário não pode ser previsto com exatidão. O *soft-landing*, nossa aposta no momento, só se confirma ao longo do tempo.

✓ **Bolsa:** A continuidade da alta do mercado acionário tem surpreendido, principalmente pela aceleração vista nas últimas semanas. Mas o fenômeno é global, incluindo bolsas de países emergentes e desenvolvidos. A liquidez segue farta internacionalmente e os ativos de risco têm se beneficiado disto. As incertezas com relação à desaceleração da economia americana são um risco a ser considerado, mas as ações em geral não estão caras de acordo com as medidas mais comuns de *valuation*. Por outro lado, fica cada vez mais difícil apostar na continuidade da velocidade da alta. Os analistas mais otimistas projetam ganhos ao redor de 20% para a bolsa em 2007. Uma alta desta magnitude representaria um ganho contra a renda-fixa, mas nada espetacular.

✓ **Câmbio:** Para o dólar bater o CDI em 2007, partindo do fechamento de 2006 em R\$ 2,135 e considerando a taxa de juros do swap de 1 ano como *proxy* do CDI, ele tem que bater R\$ 2,40. A projeção média do mercado (segundo a pesquisa FOCUS) é de um dólar a R\$ 2,25. Acreditamos que esta previsão pode até se provar conservadora demais se a liquidez internacional continuar folgada. Assim, não acreditamos que carregar dólares seja uma alternativa atraente de investimento para os próximos meses. Em momentos de crise pode ser que haja repiques nas cotações, mas acreditamos que a tendência da moeda é de queda, que só não se manifesta com mais intensidade porque o BC segue comprando.

✓ **Juros:** a inflação tem se mostrado controlada, o petróleo parou de subir e o dólar segue estável. Com isso, é bastante improvável que os juros parem de cair tão cedo, já que a inflação no Brasil depende bastante desses fatores. O mercado reagiu a isso com queda nas taxas de juros pré-fixadas (a de um ano fechou a 12,40%<sup>aa</sup>) e nas projeções para a inflação e a Selic no ano de 2007. Acreditamos que o prêmio é pequeno, mas será "capturado" pelos investidores, isto é, a aplicação dará lucro. Mas pode não ser a melhor hora para se aumentar as posições, a não ser para os prazos mais longos que oferecem prêmios maiores.