

**RELATÓRIO MENSAL**  
**DEZEMBRO/2012**

16 de janeiro de 2013  
Ano XIV - No. 157

O Ibovespa subiu 6,05% em dezembro e acabou encerrando 2012 com alta de 7,39% (IBrX50 +5,04% no mês e +9,86% no ano). O índice Bovespa Small Cap subiu 6,51%, fechando 2012 com alta de 28,66% - maior alta dos ativos nacionais acompanhados neste relatório.

O dólar caiu 3,95% no mês (R\$ 2,052) mantendo alta de +9,90% no ano. O ouro (BM&F) caiu 6,41% no mês e fechou o ano com rendimento de +15,26%. O IRF-M 1+ novamente teve alta expressiva, encerrando dezembro com +1,01%, quase o dobro do CDI, que rendeu 0,53%. Em 2012 o IRF-M 1+ acumulou 204,70% do CDI, ou +17,20%, enquanto o CDI rendeu 8,40%.

Vale dizer que no final do ano o Banco Central, através das operações de *overnight*, deixou o CDI escorregar para perto dos 6,90%<sup>aa</sup>. A consistente diferença para a meta da SELIC não é normal e tem causado estranheza no mercado. Para muitos, ele fez um corte não convencional nos juros (*stealth easing*), colocando em cheque suas reais intenções nas operações de mercado aberto. Para outros, o governo quer deliberadamente minar a confiança na taxa interbancária, empurrando os investidores para outros tipos de aplicações.

O S&P500 subiu 0,71%, somando +13,41% em 2012. O EUROSTOXX600 teve alta de 1,41% e também fecha o ano no positivo (+14,37%). O Ibovespa medido em dólares subiu 10,41% e, assim, deixou a posição de pior ativo internacional acompanhado neste relatório em 2012 para o índice de *commodities* CRB que caiu 3,37% no ano, em comparação com a queda de 2,28% do Ibovespa. O petróleo caiu 0,11% em janeiro e o ouro perdeu 2,30%, mas encerrou o ano com alta de 7,14%. O euro registrou alta de 1,59% frente ao dólar e no ano ganhou 1,79%.

**Retrospectiva 2012**

A Europa conseguiu contar a crise da dívida com as injeções de dinheiro nos bancos do início de 2012 e a afirmação de Mario Draghi que faria o que fosse necessário para trazer as taxas dos títulos espanhóis e italianos a níveis razoáveis. Agora, a comunidade desfruta de relativa calma.

Apesar de ter colocado no início do ano, uma meta de crescimento de 7,5%, bem menor do que vinha apresentando, o baixo desempenho da China surpreendeu muitos. A expressiva queda no preço de *commodities* que aconteceu durante o ano, como a do minério de ferro, mostrou que o país provavelmente passará a ter um nível de atividade mais branda do que o exibido anteriormente. Já a sucessão de poder está ocorrendo de maneira tranquila e não é vista como fonte de tensões no país.

Os EUA não tiveram um ano espetacular, mas lentamente recuperaram-se. Na reunião do último Comitê, em dezembro, o **FED ampliou os estímulos**. Agora ele realizará um programa de compra de ativos que não tem prazo definido para acabar, no qual se compromete a comprar mensalmente USD 45 bi em títulos do tesouro americano, os *Treasury bonds*. Outra mudança implementada foi no horizonte em que as taxas de juros permanecerão próximas a zero. Anteriormente havia sido colocado que as taxas de juros permaneceriam baixas por um período de tempo prolongado. Depois, foi fixado que não seriam alteradas nos próximos anos. Agora foi colocado claramente que antes do desemprego cair abaixo de 6,5%, a taxa de juros não será alterada (desemprego atual é de 7,8%).

Nas eleições foi garantida a continuidade do governo Obama. No final do ano as negociações para evitar o abismo fiscal geraram momentos de tensão, mas o acordo na virada do ano trouxe grande alívio ao mercado.

ATIVOS	COTAÇÃO	% MÊS	% ANO	% 12M
DÓLAR COMERCIAL	2,052	-3,95%	9,90%	9,90%
GLOBAL 40 (USD)	126,30	-0,20%	-5,48%	-5,48%
OURO - BM&F(grama)	109,50	-6,41%	15,26%	15,26%
IBrX-50	9.096	5,04%	9,86%	9,86%
IBOVESPA	60.952	6,05%	7,39%	7,39%
BOVESPA SMALL CAP	1.544	6,51%	28,66%	28,66%
CDI *	6,90%	0,53%	8,40%	8,40%
IRF-M 1+	6.758,72	1,24%	17,20%	17,20%
IGP-M		0,68%	7,81%	7,81%
IPC-A		0,79%	5,84%	5,84%

\* taxa anual (252)

ATIVOS INT.	COTAÇÃO	% MÊS	% ANO	% 12M
MSCI ALL COUNTRY	339,75	2,14%	13,44%	13,44%
DOW JONES (NY)	13.104,14	0,60%	7,26%	7,26%
S&P500 (NY)	1.426,19	0,71%	13,41%	13,41%
NASDAQ (NY)	3.019,51	0,31%	15,91%	15,91%
EUROSTOXX600€	279,68	1,41%	14,37%	14,37%
FTSE (LONDRES)	5.897,81	0,53%	5,84%	5,84%
NIKKEI (TÓQUIO)	10.395,18	10,05%	22,94%	22,94%
MSCI EMERGING MARKETS	1.055,20	4,78%	15,15%	15,15%
XANGAI (CHINA)	2.269,13	14,60%	3,17%	3,17%
IBOVESPA (USD)	29.709,53	10,41%	-2,28%	-2,28%
CRB (Commodity Index)	295,01	-1,33%	-3,37%	-3,37%
GOLD (onça)	1.675,35	-2,30%	7,14%	7,14%
PETRÓLEO (BRENT)	111,11	-0,11%	3,47%	3,47%
LIBOR 3 meses	0,31%	0,00%	0,32%	0,32%

obs: rentabilidade em moeda local, com exceção do Ibovespa que foi convertido para dólar.

MOEDAS	US\$	% MÊS**	% ANO**	% 12M**
DOLÁR INDEX	79,77	-0,48%	-0,51%	-0,51%
YEN*	86,75	-4,92%	-11,34%	-11,34%
1 EURO =	1,32	1,59%	1,79%	1,79%

\* Cotações em Yen/USD

JUROS INT.	REND.	VAR. MÊS	VAR. ANO	VAR. 12M
RISCO BRASIL (EMBI)	1,34% <sup>aa</sup>	-0,19% <sup>aa</sup>	-0,74% <sup>aa</sup>	-0,74% <sup>aa</sup>
LIBOR ANO	0,84% <sup>aa</sup>	-0,02% <sup>aa</sup>	-0,28% <sup>aa</sup>	-0,28% <sup>aa</sup>
US TREASURY 2 ANOS	0,25% <sup>aa</sup>	0,00% <sup>aa</sup>	0,01% <sup>aa</sup>	0,01% <sup>aa</sup>
US TREASURY 10 ANOS	1,76% <sup>aa</sup>	0,14% <sup>aa</sup>	-0,12% <sup>aa</sup>	-0,12% <sup>aa</sup>
US TREASURY 30 ANOS	2,95% <sup>aa</sup>	0,14% <sup>aa</sup>	0,06% <sup>aa</sup>	0,06% <sup>aa</sup>

O Brasil surpreendeu pela atividade extremamente baixa. A alta do PIB, que deve ficar por volta de 1%, não era esperada nem pelos mais pessimistas. No início de 2012 o relatório Focus previa 3,3% e no último relatório a previsão era 0,98%. A queda na taxa de juros também era vista parando em 9,5%, mas o COPOM, apesar da inflação manter-se acima dos 5,5%<sup>aa</sup>, cortou-a até 7,25%<sup>aa</sup>; patamar no qual defende a manutenção por um período prolongado.

Nosso cálculo de taxa de juros real, que corresponde ao CDI livre de imposto de renda de 15% e descontado da inflação, chegou a patamares baixíssimos (gráfico 1). A inflação foi alta e corroeu o rendimento do CDI, que já opera em mínimas históricas.

INDICADORES	INFLAÇÃO							
	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
IPCA - IBGE	5,84%	6,50%	5,91%	4,31%	5,90%	4,46%	3,14%	5,69%
IPC - FIPE	5,10%	5,80%	6,41%	3,65%	6,17%	4,37%	2,54%	4,54%
IGP-M	7,82%	5,10%	11,32%	-1,71%	9,81%	7,75%	3,85%	1,20%

INDICADORES	JUROS REAIS (15% DE IR)							
	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
IPCA - IBGE	1,23%	3,14%	2,24%	3,93%	4,36%	5,35%	9,36%	9,90%
IPC - FIPE	1,94%	3,82%	1,76%	4,60%	4,09%	5,44%	10,00%	11,11%
IGP-M	-0,63%	4,51%	-2,73%	10,30%	0,65%	2,14%	8,61%	14,77%

**Evolução da Taxa de Juros, Juros Real (líquido de IR 15%) e da Inflação em 12 meses**

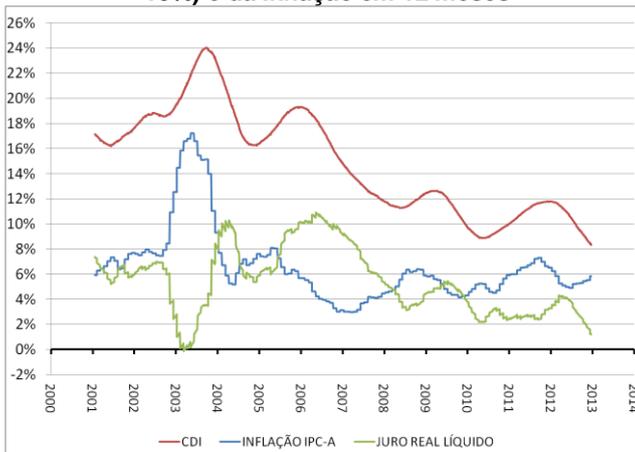


Gráfico 1; Fonte: BCB, IBGE e Argumento.

O Ibovespa custa a ganhar do CDI. No gráfico 2 vemos o Ibovespa descontado pelo CDI nos últimos 10 anos. Nele percebemos que houve uma grande tendência de alta entre final de 2002 até início de 2008, e uma grande baixa entre início de 2008 e agora.

### Expectativas de 2013

Salvo alguma surpresa que traga pânico e eleve as taxas de juros da Itália e Espanha, a Europa deve seguir austera, com crescimento baixo e desemprego alto.

Nos EUA a questão fiscal não está totalmente resolvida. O aumento de receita gerado por impostos mais altos para a população de alta renda, que faz parte do acordo para evitar o abismo fiscal, não é suficiente para reduzir o endividamento americano. O teto de dívida (*Debt Ceiling*) está por ser atingido. Para resolver este problema o governo deverá fazer cortes de gastos, aumentar mais impostos ou aumentar este limite, solução encontrada em 2011. Tudo terá que ser negociado com os Republicanos, que comandam a Câmara.

Republicanos defendem o corte de gastos, principalmente na área de saúde, onde os americanos gastam muito mais que outros países. Democratas defendem novas fontes de receitas (impostos) e o aumento do limite. De todo modo, este aumento de endividamento não é visto com bons olhos pelas agências de risco, que continuam atentas e podem rebaixar a classificação da dívida americana para mais arriscada.

Ben Bernanke não deve remover prematuramente os estímulos. Por muitas vezes ele cita a comparação da crise atual com a ocorrida em 1929, da qual é grande estudioso. E um dos erros do passado que ele gosta de citar, foi a retirada precoce dos estímulos, quando a recuperação não estaria madura o suficiente. Enquanto ele estiver no FED (mandato atual dele se encerra no início de 2014) não é provável que os estímulos sejam retirados.

Com a atividade fraca na Europa e EUA, é uma incógnita o quanto a China irá estimular sua economia interna, substituindo a força das suas exportações. No início deste ano alguns números indicaram que a atividade está acelerando. A forte demanda de minério de ferro causou uma recuperação espetacular em seu preço desde o meio de dezembro. Mas de maneira geral, o ritmo mais "brando" (ao redor de 7%<sup>aa</sup>) de 2012 parece ter vindo para ficar, sendo esta uma questão de política pública.

O Brasil deve crescer mais que em 2012, mas o modelo econômico esta sendo posto em cheque pelo próprio governo. A base econômica que

**Ibovespa Contra CDI**



Gráfico 2; Fonte: Argumento.

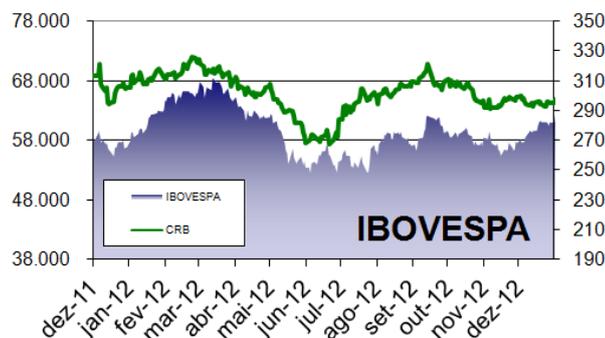
orientou o Brasil por mais de uma década está abalada: a política fiscal está negligente, o COPOM reduz a taxa de juros mesmo com inflação alta e em níveis perigosos, o câmbio é fortemente manipulado e, mesmo assim, o resultado de crescimento é píffio.

Assim, a inflação deve continuar alta e a tendência é de que as taxas de juros continuem baixas e a recuperação da atividade não venha com tanta força quanto todos gostariam. Como dissemos em relatórios anteriores, o governo joga a jogar perigoso, que não tem gerado frutos e que pode colocar muitas das conquistas dos últimos anos em cheque.

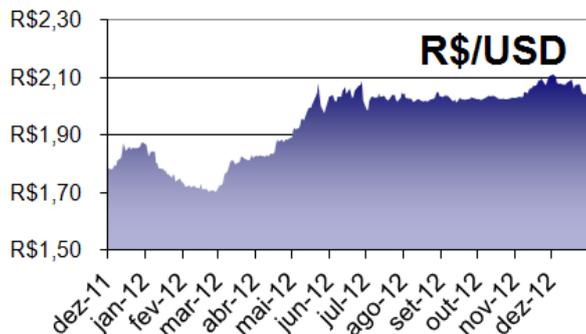
## ESTRATÉGIA

Passamos por tempos difíceis: inflação em alta, juros em baixa, crescimento fraco, política econômica confusa. Tudo isto num mundo de muitas incertezas. Seguimos achando que o momento é de cautela.

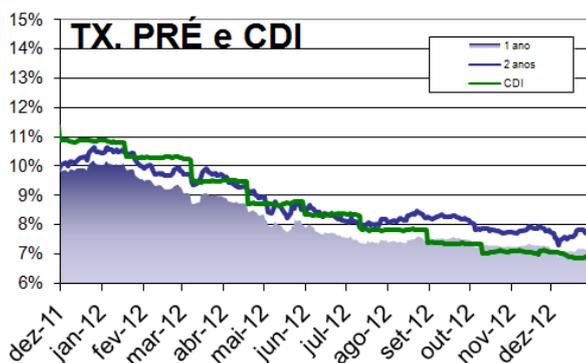
**Bolsa:** o Ibovespa fechou o ano com rendimento de 7,39%, abaixo dos 8,40% do CDI. Algo claro em 2012 foi que a seleção de ações pesou muito no desempenho das Carteiras. O Ibovespa teve um desempenho ruim, mas foi muito afetado por ações particulares. Quem conseguiu se esquivar disso conseguiu um bom desempenho. As ações que mais pesaram no desempenho ruim do Ibovespa no ano (ajustando a variação de preço ao seu peso no índice) foram: OGX ON (-67,8%), PDG ON (-41,9%) Petrobras PNB (-6,9%). Já as que mais contribuíram para o desempenho positivo foram: Hypermarcas ON (95,5%), BM&F Bovespa ON 49,2% e VALE PN 14,5%. Nos índices setoriais o melhor desempenho foi do índice de consumo (+40,4%) e o industrial, que subiu 26,3%; enquanto os piores foram do índice de elétricas (-11,7%) e o de utilidades (-6,4%). Em 2013 deverá continuar sendo válida a seleção de ações para que se tenha um bom rendimento. Até o momento, não vemos motivo para uma alta generalizada e os riscos persistem. O governo pode continuar lançando mão de medidas que prejudiquem empresas para conter a inflação ou algum outro fim social. Como afirmou o presidente da CVM em entrevista, existe um conflito de interesse em empresas de economia mista que, além do lucro, [têm função social](#).



**Câmbio:** o dólar retornou para R\$ 2,05. Nossas reservas encolheram USD 5,4 bi com intervenções do BC, fechando o mês com USD 373 bi. Os bancos passaram a ter uma posição vendida de USD 6,1 bi; posição vendida tão grande não era vista desde agosto de 2011. O fluxo cambial encerrou dezembro negativo em USD 6,8 bi, com contribuição de USD -4,3 bi da conta comercial e USD -2,5 bi da conta financeira. Apesar da vontade clara de muitos membros do governo, como os ministros Mantega e Pimentel, de que o dólar suba mais e isso seja uma ferramenta de política industrial, o BC interveio e arrefeceu a alta da moeda, pois não há muito espaço na inflação para acomodar um patamar mais alto no câmbio. Em 2013 esta batalha deve continuar. O governo usará todas as suas ferramentas para termos um PIB alto e a inflação não deve dar tréguia.



**Juros:** o IGP-M de novembro avançou 0,68 %, somando 7,82% em 2012. Os componentes do atacado (IPA) e o do consumidor (IPC) subiram 0,73% cada, com os itens de alimentação, matérias-primas e produtos agropecuários puxando a alta. Já o IPC-A veio mais alto do que o esperado (0,79%), encerrando 2012 com alta de 5,84%, longe da meta de 4,5%, mas dentro da faixa de tolerância que vai até 6,5%. O item transportes foi o que mais ajudou a inflação a permanecer na meta com relação ao resultado de 2011. Ele passou de uma contribuição de 1,13% no índice, para somente 0,1% em 2012; grande parte deste efeito foi a queda de IPI para automóveis que vai ser retirada em 2013. Na contribuição para a alta, o item "alimentação e bebidas" passou de 1,69% em 2011 para 2,27% em 2012. Apesar de ficar abaixo dos 6,5% de 2011, os 5,84% marcam um patamar elevado e o governo terá muitos desafios em 2013 para mante o IPC-A abaixo do limite de tolerância. Na virada do ano transpareceram várias manobras feitas pelo governo, chamadas por muitos de [contabilidade criativa](#), para que a meta fiscal fosse oficialmente atingida.



O único objetivo deste relatório é a prestação de informações aos nossos clientes. A Argumento não distribui títulos e valores mobiliários. 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 sem prévio consentimento. Todos os direitos reservados. Copyright 2013.