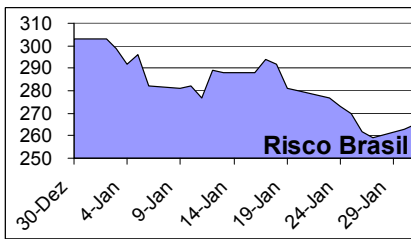
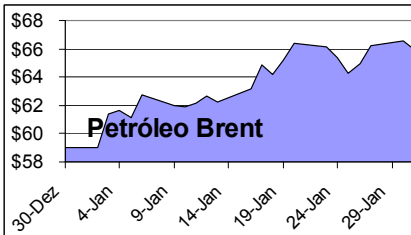


## RELATÓRIO MENSAL – JANEIRO 2006

### COMEÇO DE ANO ANIMADO. O RISCO É ESQUECER OS RISCOS



Risco só faz cair



Petróleo acelera alta

#### Performance

Ativos de risco em geral  
começam bem o ano

#### Cenário

A corrida eleitoral já começou a  
todo vapor

Câmbio é a grande incógnita nos  
próximos meses, ainda mais com  
a possibilidade de mudanças nas  
regras do jogo

➤ O risco Brasil acelerou a queda no mês de janeiro, rompeu a barreira dos 300 e fechou a 265 pontos (queda de 38 pontos). Com isso o dólar voltou a despencar (-5,33%), entregando quase toda a alta do mês anterior e fechando em último em nosso ranking mensal. A Bovespa se beneficiou das quedas do risco, das taxas de juros no mercado futuro e do dólar, além do crescente apetite por risco dos investidores internacionais e fechou o mês de janeiro com ganho de 14,73%, disparado em primeiro. Em segundo veio o ouro, com alta de 5,70% em reais e em terceiro o IRF-M, com +1,86% (130% do CDI). O CDI acumulou 1,43%. O Global 40 (medido em reais) sofreu queda idêntica à do dólar, já que ficou “parado” em USD.

➤ As bolsas internacionais também tiveram um começo de ano positivo. Animadas com a farta liquidez internacional e a perspectiva de proximidade do fim do ciclo de aumento de juros nos EUA – o que ainda é incerto – os principais índices subiram, tanto no Japão (+3,34%) quanto na Europa (+3,14%) e nos EUA (entre 1,38% e 4,56%). Os mercados de moedas viram um movimento de fraqueza do dólar contra a libra e o euro, principalmente. As commodities em geral seguiram em alta, com destaque para o ouro (+10,5%, em dólar) e o petróleo (+12%). Toda a curva de juros se elevou em cerca de 12 pontos base para os *treasuries* americanos, o que trouxe a taxa de 10 anos de volta para acima dos 4,50%<sup>aa</sup> no final do mês.

#### PERFORMANCE

	cotação	Jan/06	2006		cotação	Jan/06	2006
IBOVESPA	38.382	14,73%	14,73%	DOW JONES	10.865	1,38%	1,38%
OURO	R\$ 40,80	5,70%	5,70%	S&P500	1.280	2,55%	2,55%
IRF-M BM & F	2.598,90	1,86%	1,86%	NASDAQ	2.306	4,56%	4,56%
CDI		0,52%	0,52%	DJ EUROSTOXX50	3.691	3,14%	3,14%
GLOBAL 40 (em R\$)		-5,33%	-5,33%	FTSE (LONDRES)	5.760	2,52%	2,52%
DÓLAR (BC)	R\$ 2,2160	-5,33%	-5,33%	NIKKEI (TÓQUIO)	16.650	3,34%	3,34%
				JPY/USD	117,30	0,61%	0,61%
				USD/EUR	1,2158	2,81%	2,81%

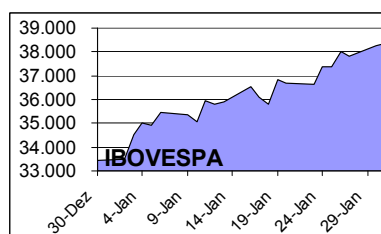
resultados em moeda local; fonte: Argumento.

➤ Tudo que acontece em Brasília já está de alguma forma relacionado às eleições deste ano. O andamento das CPIs, as críticas e ataques de um partido a outro, as conversas controversas de Lula com o Ministro Jobim, presidente do STF, a aprovação do fim da “verticalização” nas eleições, entre outros acontecimentos. O presidente Lula já está em plena campanha, colocou todo o Governo para anunciar obras e novos programas (que ele “garante” não serem eleitoreiros) e já se aproximou do PMDB para, respaldado por sua recuperação recente nas pesquisas de opinião, cooptar o apoio do partido em troca da vaga de vice. O PMDB segue dividido, coisa que também acontece com o PSDB, o real adversário de Lula. Enquanto o PT diz que prefere mesmo enfrentar Serra, Alckmin segue firme em campanha, apesar de ostentar um lugar pior nas pesquisas recentes.

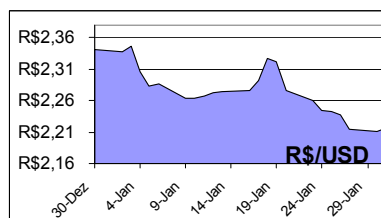
➤ Na economia os números de 2005 foram muito bons. Mas isso é passado e temos que tentar projetar o futuro. Juros e câmbio são essenciais neste ponto. A taxa de juros deve recuar para cerca de 15%<sup>aa</sup> em dezembro, mas o movimento do câmbio é bem mais incerto: no longo prazo a taxa é determinada no mercado de bens (fluxos de importação e exportação), mas no curto prazo depende da arbitragem internacional entre as taxas de juros (fluxos no mercado de ativos). Como se não bastasse esta dicotomia, o BC é um fator adicional de incerteza. As intervenções, cujo volume já caiu este mês, continuarão? E se forem substituídas pela recompra de títulos da dívida externa - que são alternativa mais barata e seriam o próximo passo, já que não há mais dívida interna atrelada ao dólar? E quanto às medidas administrativas que estão em estudo? Para complicar a análise, BC e Tesouro estão trabalhando em propostas que tendem a causar pressões contrárias sobre a moeda. Se flexibilizar as regras do mercado de câmbio permitindo, por exemplo, que os exportadores mantenham suas receitas de exportação no exterior, o

*Japão e Europa passam a ajudar o crescimento global*

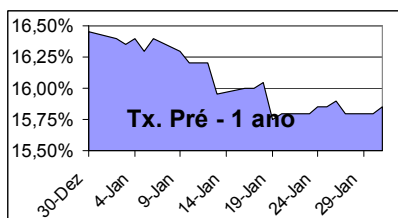
*Cautela e caldo de galinha nunca fizeram mal a ninguém. Quem ficar com medo de "perder toda a alta" pode pagar um custo alto quando e se o mercado chacoalhar*



*Ibovespa segue em forte alta*



*Com compras menores do BC, dólar volta a cair forte*



*Pouco prêmio, a não ser para prazos muito longos*

BC tira pressão vendedora. Por outro lado, o Tesouro, ao propor a isenção de IR para investidores estrangeiros em títulos públicos gera um potencial fluxo adicional de venda de dólares. Com tudo isto, e a despeito dos fundamentos apontarem para um câmbio comportado no médio prazo, quem disser que sabe onde ele estará nos próximos meses deve ter uma bola de cristal e tanto.

➤ No cenário internacional a novidade é a possibilidade de que Europa e Japão peguem carona nos crescimentos dos EUA e da China, que vinham sendo os únicos motores do crescimento global. Se isso de fato acontecer, podemos ter uma economia um pouco mais balanceada para enfrentar possíveis desacelerações nos países que têm carregado o mundo nas costas nos últimos anos.

➤ Os preços se moveram em janeiro, principalmente nos ativos de risco em geral, com destaque para os mercados emergentes, cujo expoente foi a bolsa brasileira. Como às vezes os investidores têm memória curta, é bom lembrar que os anos de 2004 e 2005 começaram também muito bem e chacoalharam em algum momento do primeiro semestre, antes de fecharem ainda com performances positivas. A lição que deve ficar é de que **apesar do cenário ser positivo, não devemos nos esquecer dos riscos e nem alavancar as carteiras além da conta**. Temos que estar preparados para oportunidades e ameaças que possam aparecer ao longo do caminho. A volatilidade, se bem aproveitada, pode ajudar o retorno de longo prazo.

✓ **Bolsa:** Janeiro foi excepcional para o mercado acionário. O Ibovespa, bem como os outros índices, subiu sem trégua durante todo o mês. E quem esperou realizações de lucros para ter a oportunidade de aumentar as posições ficou "correndo atrás do mercado". O sucesso dos lançamentos de ações também é testemunha do crescente otimismo – liderado por investidores estrangeiros que trouxeram cerca de USD1,1 bi para a Bovespa no mês passado. O problema que os investidores encaram agora é o fato de que os preços subiram, mas as coisas continuam evoluindo bem no cenário internacional e nos fundamentos locais. Assim, o prêmio caiu, mas menos do que a alta dos preços fazem parecer. De qualquer forma, os riscos de realizações de lucros seguem presentes. Portanto, seguimos otimistas no longo prazo, e recomendamos disciplina no trato das posições, usando stops e paciência na hora de tomar decisões.

✓ **Câmbio:** Conforme esperávamos, o real seguiu se apreciando e segue firme em direção ao teste da mínima recente de R\$ 2,15. O diferencial de juros entre aplicações em dólares e em reais (com o mesmo risco, já que podemos olhar os títulos brasileiros negociados no exterior) segue muito atraente, tendo fechado o mês ainda acima de 10%<sup>aa</sup>. Mesmo se considerarmos a alta de juros projetada pelos mais pessimistas nos EUA (+0,50%<sup>aa</sup>) e a queda vista pelos otimistas por aqui (com a Selic fechando o ano a 15%<sup>aa</sup>), teremos ainda um prêmio no final do ano acima de 8%<sup>aa</sup>. É muito juro! Com isso, sem uma reversão do apetite para risco dos investidores internacionais ou uma abrupta mudança da política do BC para o câmbio - aumentando as compras, ou criando novas regras para dificultar a entrada de dinheiro especulativo – só quem aposta em crise política pode ficar comprado em dólares. Não apostamos em queda desenfreada da moeda, mas achamos difícil uma alta forte e consistente na ausência de surpresas importantes.

✓ **Juros:** A decisão do COPOM de cortar a Selic para 17,25%<sup>aa</sup> teve pouco efeito sobre os mercados, por já ser amplamente esperada. Tanto que as projeções médias do mercado para a Selic em dezembro de 2006 estão há 7 semanas estáveis em 15%<sup>aa</sup>. A novidade é que agora temos também o levantamento para dezembro de 2007: 13,50%<sup>aa</sup>. Assim, a julgar por tais projeções, há ainda prêmio para uma prefixação, mas este é pequeno. Dado que um swap de 2 anos está hoje ao redor de 15,50%<sup>aa</sup> e que a média destas projeções indica uma Selic média para o mesmo prazo (próximos 2 anos) de 15,20%<sup>aa</sup>, não há muita gordura a não ser que se leve em conta a aposta de que os juros cairão mais ou mais rápido.