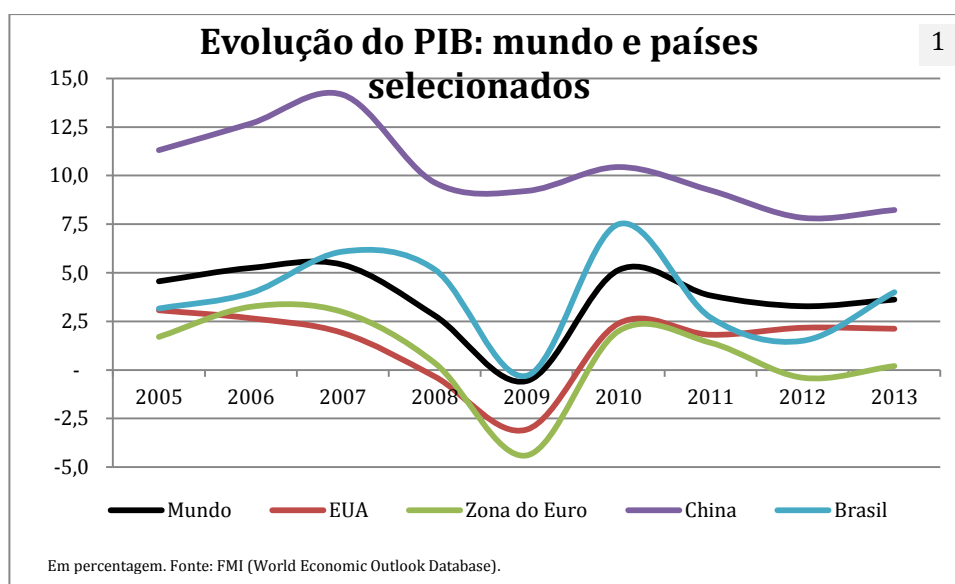


Perspectivas - Dez 2012

Cenário Geral: Neutro

Lidando com um mundo de sub crescimento e desalavancagem das famílias

O mundo em 2013 tende a continuar em marcha lenta (vide gráfico 1), de crescimento abaixo da média, com as economias maduras patinando devido a redução de gastos dos governos e a desalavancagem das famílias. Nos países emergentes, há uma redução do crescimento para níveis menores, mas permanecerão como as locomotivas em 2013 e nos próximos anos.



Perspectiva Mundo: Pessimista/Neutro

EUA: Pessimista/Neutro

O assunto que todos falam é o “*Fiscal Cliff*”, que numa tradução literal significa um penhasco fiscal. Em 2013 acabam vários incentivos fiscais do governo dos EUA, em torno de 5% do PIB, que teriam enorme impacto recessivo no país. Ninguém acredita que eles serão 100% efetivados (talvez 1% a 1,5% do PIB), mas o governo americano deverá entrar numa fase de redução de gastos ou a dívida do país explodirá e será uma Grécia bem mais preocupante... Hoje o governo gasta 7% do PIB a mais do que arrecada e isto precisa ser reduzido para 3% no máximo para estabilizar o nível de dívida/PIB. Como a contribuição do governo nos próximos anos será negativa, esperamos um crescimento modesto dos EUA pelo menos em 2013 e 2014.

Europa: Pessimista

O velho continente continua sofrendo e ainda terá vários anos pela frente de ajustes. A Espanha de certa forma é o Brasil dos anos 90, onde a cada semana se perguntava qual seria o próximo esqueleto a sair do armário. Assim como o Brasil daquela época, os governos locais estão com graves problemas e os bancos precisam ser socorridos, algo que está sendo resolvido aos poucos. Um dos maiores problemas é que, de acordo com um estudo recente do FMI, o impacto negativo da redução de gastos dos governos tem sido muito superior ao que se esperava, criando um ciclo vicioso: o governo reduz gastos, bate na economia, a arrecadação de impostos cai e o governo não consegue reduzir a sangria de receita e despesas (conhecida no jargão econômico como déficit público).

China: Pessimista/Neutro

A economia vem desacelerando o ritmo há uns 2 anos e muitos economistas acreditam que já atingiu o fundo do poço e o país deve manter um crescimento de 7 a 8% em 2013. Também acreditamos nesta estabilidade para 2013, mas vislumbramos um novo patamar no médio prazo, com crescimento de 5% a 6%, pois o país está numa transição de economia baseada em forte investimento para uma economia baseada em consumo. Para aqueles que não entendem porque o chinês poupa tanto, existe uma explicação simplista, mas que abrange parte relevante da equação: 4 – 2 – 1: existem 4 avôs para serem sustentados pelos seus 2 filhos que também precisam sustentar o neto. Isto advém da falta de aposentadoria pública e da política de 1 filho. A China também tem outro problema: está ficando velha antes de ficar rica. Estamos numa transição onde a população disponível para trabalhar está caindo, reflexo também da política de 1 filho.

Perspectiva Brasil: Neutro

Atividade: Otimista/Neutro

10 em cada 10 economistas projetam 4% de crescimento em 2013 (segundo o Focus), comparado a um crescimento de 1% a 1,5% em 2012 (que no início do ano era esperado para ser 3 a 4%). Além do otimismo de plantão (quase todo analista projeta que o futuro será sempre melhor), muitos economistas utilizam modelos econométricos complexos, mas que em alguns casos precisam ser recalibrados, principalmente no que tange a dívida das famílias. A realidade é que o Brasil está passando por um momento onde os preços dos seus produtos vendidos no exterior estão estagnados ou caindo (ao contrário da década passada) e no front doméstico as famílias estão atingindo o mais alto nível de comprometimento de renda na história. Uma comparação que muitos analistas fazem para o suposto potencial de endividamento é que a relação dívida/PIB do setor privado é de 51% (segundo o Banco Central), contra quase 193% de um país como os Estados Unidos (segundo o Banco Mundial). O único problema é que a taxa de juros média no Brasil é de 36% ao ano para a pessoa física, enquanto nos EUA os juros são “normais”, fazendo com que o brasileiro gaste em torno de 22% da sua renda com dívidas, enquanto o americano gasta apenas 12%. Como o brasileiro está endividado e os bancos estão reticentes em emprestar, mesmo após a forte redução da SELIC de 12,5% para 7,25%, acreditamos que o impacto positivo será bem abaixo do esperado. Um crescimento de no máximo 3% em 2013 seria otimista na nossa visão, para talvez em 2014 a economia reacelerar.

Emprego: Neutro

O forte nível de emprego tem sido mais maléfico do que benéfico para o Brasil. Estamos assistindo a empresas que hoje dispõem de uma mão de obra pior e mais cara do que há 2-3 anos atrás, resultando em piora de produtividade e compressão de margens, o que está sendo refletido principalmente na produção industrial. Como não há criação do nada, ou as empresas reverterem este ciclo vicioso, ou o Brasil vira um grande importador de bens e exportador de commodities, num claro reflexo de doença holandesa (ou *dutch disease*). Dos itens do chamado custo Brasil, este talvez seja o mais grave e mais difícil de se resolver, pois leva uma geração, mais de 10 anos, para se dar um salto de qualidade na educação e ver isto refletido na força de trabalho. Um artigo recente da revista Conjuntura Econômica trata bem do problema ligado ao emprego e do risco que temos para os próximos trimestres se a economia não reagir e o custo do emprego continuar nesta escalada devido a falta de mão de obra. Claramente muitas empresas evitaram demitir para não perder bons profissionais e em algum momento podemos ter uma opção por redução de custos e aumento do desemprego. A grande luz no fim do túnel é clara mudança na agenda do governo, que está implementando medidas de desoneração fiscal sobre o emprego que impactarão a economia em 2013. Mais importante que o tamanho do pacote, é a mudança de direção.

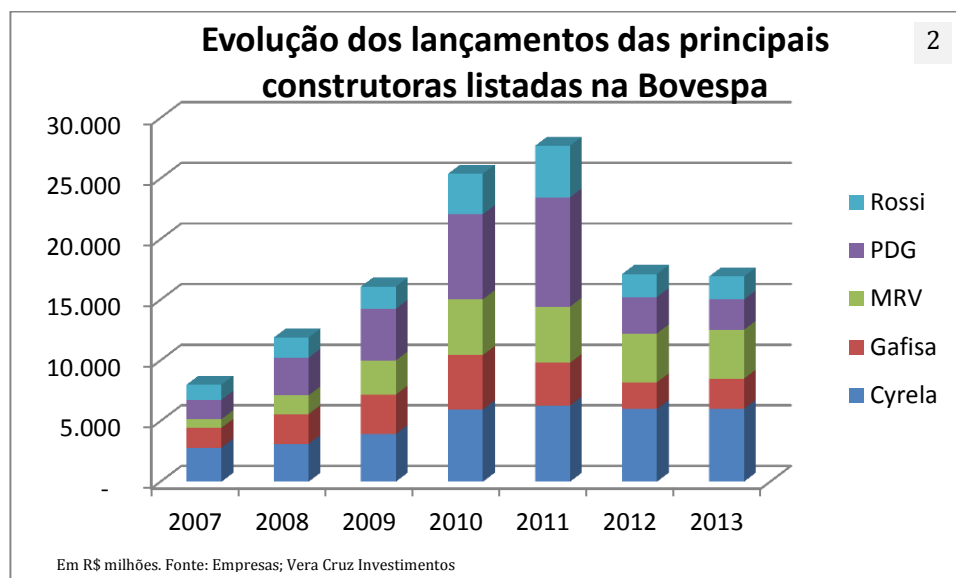
Governo: Neutro

Depois de 9 anos de resistência, o governo federal finalmente está se dobrando a realidade e assumindo a bandeira da privatização e de parcerias com o setor privado para salvar o país da catástrofe de infra-estrutura. O país é como uma criança de 10 anos em roupas de 5... ou troca por roupas maiores, ou uma hora tudo vai estourar. Os apagões estão por toda parte: celulares não funcionam em pleno Itaim Bibi, apagões elétricos são recorrentes, o trânsito está cada vez mais caótico, os aeroportos não atendem a um nível mínimo de qualidade internacional, os preços de alguns serviços como os de terminais portuários estão explodindo. Se existe uma falência múltipla dos órgãos para infra-estrutura, este é o Brasil de hoje. Este é outro motivo pelo qual somos pessimistas quanto ao crescimento do país. O Brasil precisa de tempo para ajustar a infra-estrutura a um nível próximo da demanda. Nada vem de graça: uma economia baseada em consumo interno que ignora a falência da infra-estrutura cobra o seu preço. Que o diga a Azul, que perdeu R\$20 milhões devido a um pneu furado de uma aeronave de carga em Viracopos em outubro de 2012...

Investimento: Neutro

O governo tem tido um objetivo nobre na redução de tarifas de energia, mas o modus operandi ditatorial e um pouco amador assusta e atrapalha o nível de investimento. Foi decidido entre quatro paredes e por meia dúzia de técnicos algo que não foi discutido com o setor nos últimos anos, a renovação das licenças. Talvez o maior choque comparativo de abordagem pró-investimento, com transparência e longo horizonte, seja no etanol. Os EUA criaram um plano vislumbrando mais de 20 anos, que foi respeitado pelo presidente do partido opositor. No Brasil, o etanol saiu de combustível estratégico para combustível penalizado, com forte redução dos impostos da gasolina, redução do teor de etanol anidro na gasolina e até ameaça de taxaço de exportações. O país precisa desesperadamente subir o nível de investimento, mas o governo não colabora adotando regras claras, discutidas e com visão de longo prazo. Temos um dever de casa a fazer ou vamos continuar pagando por isso... Na nossa visão então, o investimento volta a recuperar em 2013, após queda relevante em

2012, até por efeito da Copa e obras de infra-estrutura que estão ganhando corpo, como o Metrô de São Paulo, que está construindo 4 linhas simultaneamente, e os aeroportos recém-privatizados. Por outro lado, setores como a Construção Civil têm contratado uma queda relevante nos próximos trimestres (vide gráfico 2)... Tudo considerado, o problema é que não vislumbramos um *catch-up* com a demanda...



Perspectiva dos Mercados

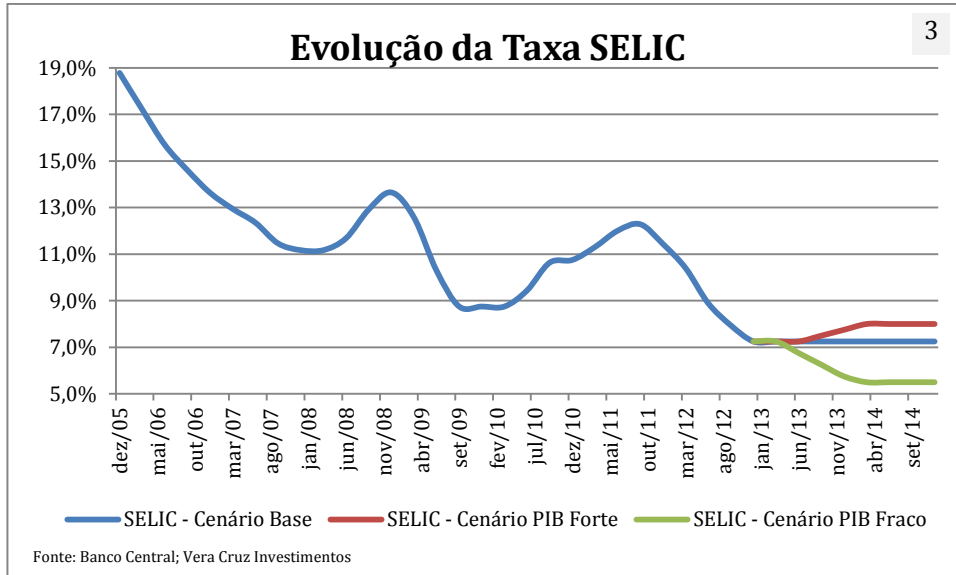
Bolsa: Neutro

A Bolsa no geral continuará num marasmo, pois várias das principais empresas estão com pressão de custos e baixo crescimento. O contraponto para 2013 é o conjunto de pacotes do governo, como a redução de encargos trabalhistas, que deve ter um efeito positivo em várias empresas. Em um dos nossos clientes, por exemplo, este impacto deve ser um aumento de 2pp na margem EBIT. Acreditamos que o *stock picking* continuará sendo fundamental e várias empresas menores e menos conhecidas continuarão a performar muito melhor que o índice Bovespa. Torcemos para que novas empresas venham a mercado, pois os ativos listados em geral já estão com preços bem esticados e há uma fila bem interessante de companhias com apetite de abrir o capital.

Juros: Neutro/Tendência de queda

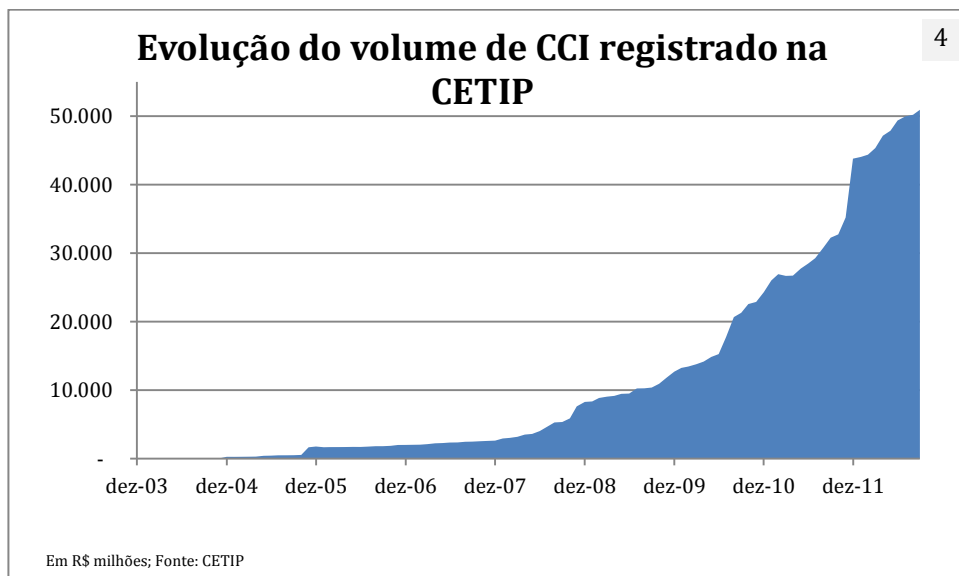
Se a economia não decolar como esperado e a inflação ficar comportada devido a uma menor atividade e às medidas do governo tais como a redução da energia elétrica, o Banco Central pode ter estímulo para não só manter a taxa de 7,25% (como espera o mercado), como até reduzi-la um pouco mais, para um nível de 5% a 6%, como mostramos no gráfico 3. Do ponto de vista estritamente de crédito, a taxa de juros do Brasil deveria ser de 3% a 4% no máximo. Como os bancos estão bem reticentes em ampliar empréstimos, o canal monetário está falho, em termos um pouco parecido com o que aconteceu nos EUA nos últimos anos. Nós observamos isto, por exemplo, nas vendas de

automóveis, onde o financiamento de bancos caiu de 43% para 35% das vendas em um ano no mês de setembro.



Dívida Privada: Perspectiva positiva

Na esteira de vários estímulos regulatórios e fiscais, além de uma taxa SELIC no menor patamar dos últimos 20 anos, em 2013 continuaremos com uma forte tendência de crescimento do mercado de crédito privado (vide gráfico 4 do estoque de CCI). Esta é a grande onda do momento. Estamos assistindo a uma nova fase na qual empresas de middle, que nunca acessaram investidores mais qualificados, estão fazendo operações pela primeira vez. O grande desafio é separar o joio do trigo, pois neste mercado existem desde operações bem redondas a operações bem quadradas. Uma coisa é clara: ficou para trás a época de ganhar dinheiro com dívida sem risco e com liquidez diária.

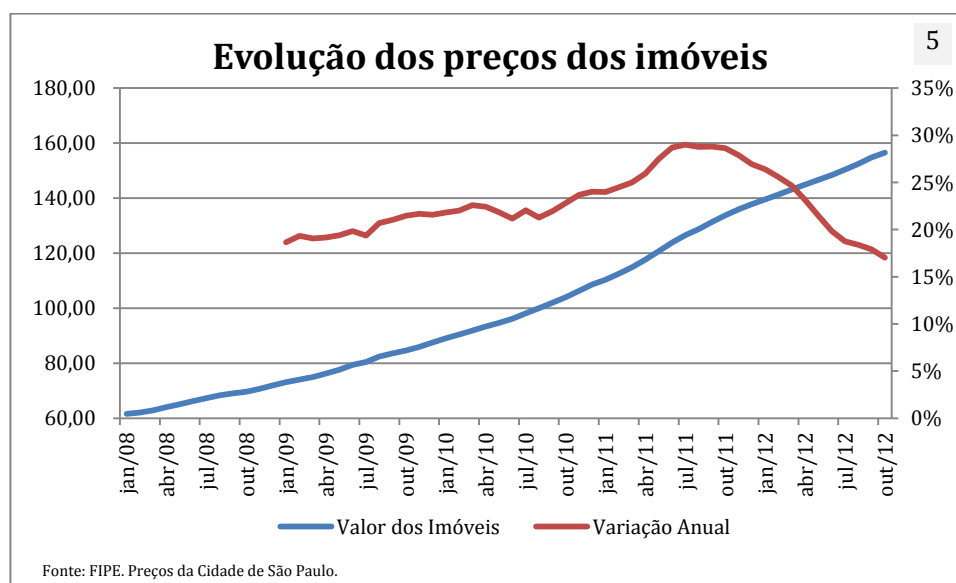


Dólar: Neutro

Com o Banco Central “tabelando” o dólar entre R\$2,00 e R\$2,10, este é, dentre todos os ativos, o de maior previsibilidade no médio prazo. Somente uma forte piora nos fundamentos da economia global, ou uma forte piora da China poderiam mudar este cenário, com o dólar subindo além de R\$2,10. O Banco Central, por sua vez, está numa posição de certa forma cômoda, com grande munição (leia-se reservas) se isto acontecer. Em suma, se tiver risco para o dólar, depende do BC e é para cima.

Imóveis: Neutro

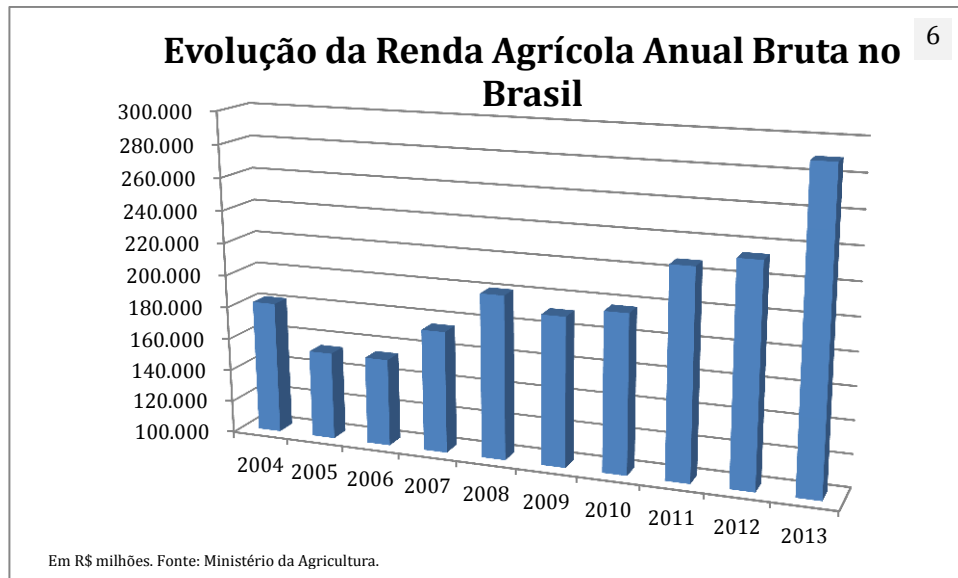
Após a forte valorização dos últimos anos, acreditamos que os preços dos imóveis tendem a se acomodar. Em alguns *trackings* mensais, observa-se até uma leve redução de preços em áreas localizadas. No caso do índice FIPEZAP, observamos uma queda na velocidade de alta dos preços, mas ainda estamos rodando a 15% ao ano na cidade de São Paulo (vide gráfico 5). A queda dos juros e o déficit habitacional continuam como forças de sustentação dos preços, mas a tendência para os próximos anos seria de estabilidade, perdendo para a inflação na média. Vamos observar regiões até com perdas relevantes, onde houve uma sobre oferta. Setores como imóveis comerciais e galpões industriais e logísticos podem sofrer com grande ociosidade. Acreditamos que uma exceção a esta regra seja o Centro-Oeste, onde os fortes preços agrícolas criam uma ilha de prosperidade.



Commodities agrícolas: Neutro/Tendência de alta

Os ativos com melhores perspectivas no longo prazo, na nossa opinião, são as commodities agrícolas. O *case* é simples: 1) há uma limitação de oferta tendo a América do Sul como última fronteira; 2) há uma crescente incerteza climática impactando as safras globais (seca nos EUA, Austrália, Ucrânia); 3) o aumento de renda nos países emergentes leva a um salto no consumo de proteína per capita; 4) a crescente utilização de biocombustíveis cria uma nova demanda muito relevante. Milho e soja são os reis do pedaço. O Ministério da Agricultura já quantificou o salto previsto para 2013 na renda agrícola, que será da ordem de 24%! (vide gráfico 6) Nossa única dúvida no curto prazo é que os preços já

deram um grande salto no segundo trimestre de 2011 motivados por uma das maiores quebras de safras da história nos EUA.

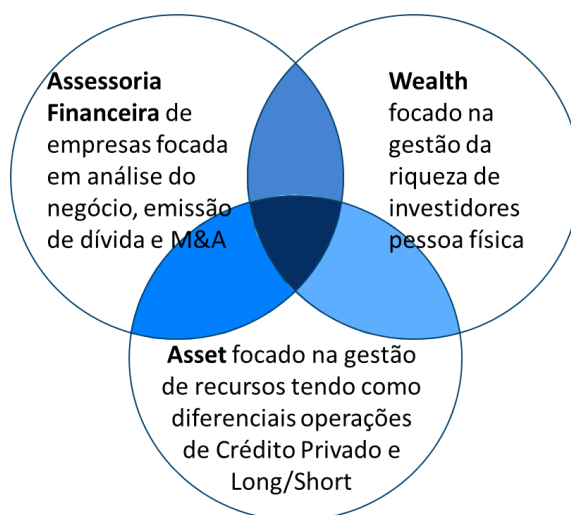


Comodities metálicas: Neutro/Tendência de queda

A resposta a preços altos é maior oferta, mas muitas vezes há um grande atraso derivado da dificuldade de encontrar novas reservas, obter licenciamentos ambientais etc. Isso atrasou a maior oferta. Por outro lado, a China, que foi responsável por quase 90% do acréscimo da demanda de alguns produtos, agora está mudando de uma fase de forte investimento em infra-estrutura para uma fase mais voltada ao consumo. Por isso teremos nos próximos anos um crescimento mais relevante da oferta e um crescimento mais modesto da demanda. Pegando o minério de ferro como exemplo, \$120 por tonelada parece teto (o preço chegou a \$150 em 2011), mas há um piso por volta de \$90-\$100, que representa o produtor marginal de alto custo. Este, aliás, é o grande motivador de sustentação dos preços, que dificilmente voltarão para níveis de 2000, quando o minério negociava a apenas \$20 por tonelada.

Sobre a Vera Cruz Investimentos

A Vera Cruz Investimentos é uma empresa de Assessoria Financeira, Wealth Management (Gestão de Riqueza) e Asset Management (Gestão de Fundos). Seu foco é em empresas de middle market (com receita de R\$50 milhões a R\$1 bilhão) e investidores de alta renda (com patrimônio com liquidez de R\$1 milhão a R\$300 milhões).



Disclaimer

As informações contidas neste relatório têm caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos ou oferta para aquisição de valores mobiliários. As atividades de gestão de recursos são realizadas pelo sócio Márcio Macêdo, administrador de carteiras autorizado CVM de acordo com Ato declaratório nº 11734, publicado no DO em 13/6/2011, página 38, seção 01 - <http://brasildo.com/diario-oficial-da-uniao/1-regiao/2011-06-13/p-38>.