

# Perspectivas - Dez 2014

## Cenário Geral: Neutro/Otimista

### Onde há crise, há oportunidade

2015 será mais um ano desafiador para as empresas brasileiras, com crescimento do PIB inferior a 1%, mas também será um ano de grandes oportunidades, pois a boa gestão fará uma diferença maior e muitas empresas poderão dar um salto com aquisições de empresas de pior gestão. Como diz um dos ditados do mercado financeiro, “compre ao som de canhões e venda ao som de violinos”. Acreditamos muito em várias operações de M&A nos próximos meses, quando várias empresas emparedadas por uma economia estagnada e um setor financeiro mais conservador estarão dispostas a uma venda ou fusão, que por sua vez trará uma economia relevante via redução de custos fixos, maior poder de negociação com fornecedores etc. Para a economia brasileira será um ano de ajustes, que deverão ser realizados mesmo a contragosto pelo governo reeleito. Também teremos a ameaça de racionamento de energia, mesmo com as térmicas a 100%. Na economia global, o próximo ano tende a ter um crescimento semelhante a 2014, com evolução positiva dos EUA, estagnação da Europa e desaceleração do crescimento da China. Para o segmento de commodities em geral, será um ano ruim, mas bom para os consumidores, que pagarão menos.

### Perspectiva de Resultado por Decisões Estratégicas e Setores

1



## **Check List:**

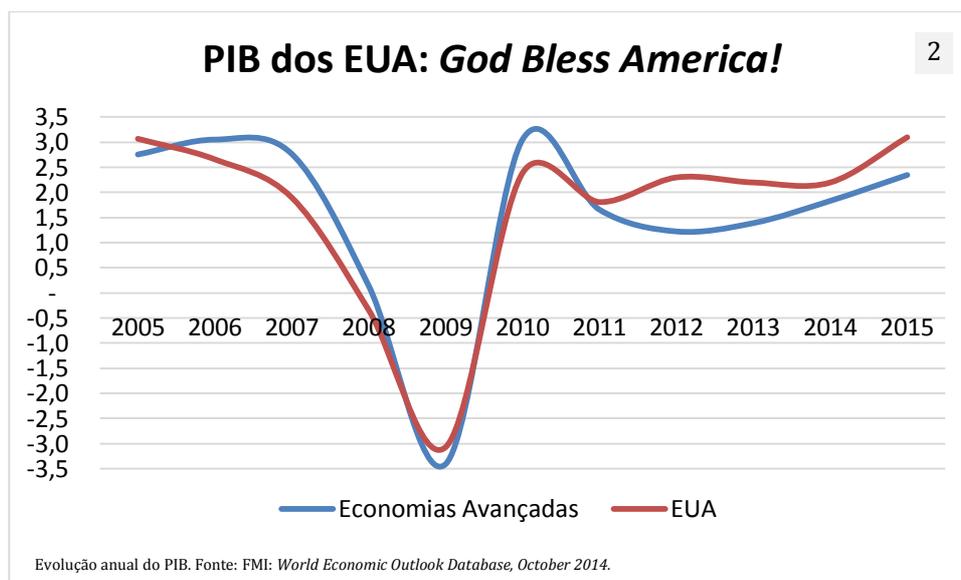
### **11 pontos a monitorar nos próximos 12 meses**

- 1. Petrolão.** Deve haver nova CPI no Congresso e evolução da delação com a entrada de construtoras. Governo vai ficar sob pressão e haverá um desgaste relevante. Pode haver perda de controle por parte do governo e processo de *impeachment*.
- 2. Racionamento de Energia.** Nível dos reservatórios é o menor da história, e há grande risco de apagão já até fevereiro de 2015 e de racionamento de no mínimo 10% no ano.
- 3. Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** Teremos o pior resultado fiscal em mais de 10 anos em 2014. Pior que o esperado.
- 4. Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** Tendência de piora nos próximos meses, devido à queda dos preços das commodities.
- 5. Eleições no Brasil.** Continuidade do atual governo federal é negativo, mas emergiu um governo enfraquecido. Há expectativa de mudanças de rumo positivas na política econômica pela pressão da sociedade. Pior que o esperado, pois nossa expectativa era de vitória da oposição.
- 6. Evolução da Atividade na China.** Desacelerando de modo mais intenso, o que é pior que o esperado.
- 7. Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Possibilidade do Fed manter mais tempo as baixas taxas de juros, melhor que o esperado.
- 8. Redução de Rating (risco de crédito) do Brasil.** Ocorreu em março pelo S&P. Moody's colocou recentemente em observação negativa e tende a rebaixar o Brasil em 2015. Pior que o esperado.
- 9. Política Cambial do BC.** Mais agressiva, conteve o dólar até agosto, mas a expectativa do mercado está se sobrepondo.
- 10. Política Monetária do BC.** Recente aumento surpresa da taxa de juros é positivo, mas vai ao contrário de outras medidas recentes. No todo é neutro.
- 11. Ações na justiça sobre a correção da poupança nos planos econômicos.** Nenhuma novidade nos últimos meses, provavelmente é questão para 2015.

## Perspectiva Mundo: Neutro

### EUA: Otimista

Quase tudo está dando certo na economia americana, que continua criando empregos, reduzindo o déficit público, aumentando a produção de petróleo e gás aos maiores níveis da história, reduzindo o déficit comercial. No 3º trimestre, a economia cresceu 3,6% em termos anualizados e nos últimos 2 trimestres está tendo o melhor desempenho em 10 anos, embora com um aumento pontual de gastos do governo. Como podemos observar no gráfico 2, os EUA estão consistentemente mais vigorosos que as demais economias maduras após 2008. O lado ruim de uma economia pujante, é que vai ficar mais caro ir para a Disney... O dólar voltou a se valorizar contra todas as moedas nos últimos meses e é muito provável que este movimento continue, pois os EUA é cada vez mais o grande porto seguro do mundo. A queda generalizada das commodities também reforça este movimento, pois geralmente o dólar tem um movimento contrário ao das commodities, refletindo o poder de compra relativos dos exportadores de commodities (quanto mais alto é o preço da commodity de um determinado país exportador, mais dólares ele tende a receber e mais forte tende a ficar a sua moeda).



### Europa: Pessimista

Apesar de todos os esforços do Banco Central Europeu, que já injetou centenas de bilhões de euros no mercado financeiro, o velho continente continua frágil, com vários países estagnados ou em recessão. O novo medo do momento é a deflação (por incrível que pareça um pouco de inflação é benéfico para a economia). E a queda generalizada das commodities agrava este novo problema. Um dos pontos que estávamos esperando para 2014, o teste de stress dos bancos, veio razoável, não teve impacto significativo. Outro tema relevante, o conflito na Ucrânia, também tem atingido negativamente o continente europeu. Isto se deve à escalada das tensões da Europa com a Rússia. Dentro deste pano de fundo, os europeus determinaram várias sanções comerciais e vice-versa. Todo este ruído tem concorrido para a queda na confiança dos consumidores e empresários, e observamos uma piora com

maior destaque na Alemanha, que é a maior e mais resiliente economia do continente. Recentemente, também voltamos a observar um stress com a Grécia e é possível termos mais sustos esporádicos. Como o BCE inundou o mercado com recursos, ele forçou um patamar de preço das dívidas de vários países mais alto que em uma relação normal de risco/retorno, criando espaço para grandes correções se os fundamentos piorarem. É importante ressaltar que muitos países estão tocando a velha cartilha do FMI para fazer o dever de casa: aumento de impostos, corte de salários, desemprego etc. Tudo considerado, é muito provável que o Euro continue perdendo valor ante o dólar, pois as duas economias estão cada vez mais divergentes. Deste modo, talvez o programa da Disney vire uma Eurodisney...

### **China: Neutro/Pessimista**

Os últimos dados de atividade da China foram piores e já começamos a observar índices de “países normais”, como uma produção industrial crescendo próximo a 6% ao ano (dado de agosto de 2014) em vez de dois dígitos. Definitivamente, o país está chegando a um nível de gigantismo no qual os patamares de crescimento terão de ser menores. E o impacto disso na economia global tende a ser muito relevante, especialmente para as commodities e, por tabela, para o Brasil. O minério de ferro já caiu abaixo de \$80, refletindo este menor crescimento e uma grande oferta adicional que responde aos altos preços do final dos anos 2000. Vamos ver este fenômeno em vários mercados, especialmente os ligados às commodities metálicas e petróleo, pois entre decidir produzir minério e efetivamente produzir minério podemos estar falando de 5 anos ou mais, ou seja, tem vários aumentos de oferta já contratados. O lado positivo é que o mundo tende a sofrer uma deflação de commodities, o que seria bem-vinda especialmente em commodities agrícolas no que tange às populações mais pobres. Por outro lado, dezenas de países exportadores de petróleo vão ter os piores anos em décadas, pois muitos como a Venezuela e a Rússia possuem como base de orçamento a receita dessa commodity, que caiu mais de 20% nos últimos meses. Enfim, a desaceleração da economia chinesa vai tirar o sono de muitos governantes... No caso da China em si, como já colocamos em algumas oportunidades, a desaceleração é saudável. No entanto, alguns problemas criados nos últimos anos como o excesso de investimentos em imóveis tendem a ficar mais evidentes e têm um potencial negativo. É um risco a ser monitorado.

### **Índia: Otimista**

A Índia é o futuro motor do mercado emergente, e tende a suplantará a China como protagonista do crescimento global nas próximas décadas. É um país muito complexo, maior democracia do mundo e com centenas de línguas e dialetos, além de várias religiões. Nas últimas eleições para o governo federal, em maio de 2014, ganhou um político progressista, Narendra Modi, que deve contribuir para o fortalecimento da política econômica, permitindo ao país ter um crescimento equilibrado. Além de um primeiro ministro favorável, o atual presidente do Banco Central é o respeitadíssimo Raghuram Rajan, ex-economista chefe do FMI, que previu parte da crise de 2008 (mais informações no livro *Fault Lines*, que recomendamos). Após uma inflação crônica em anos anteriores, a Índia é um dos poucos países relevantes do mundo que deve acelerar seu crescimento em 2015, de 5,6% para 6,4% e atingiu em outubro a menor inflação em 3 anos. É muito provável que em 2015 ou no máximo 2016 a Índia passe a crescer mais que a China. Motivos não faltam: abundância de mão de obra, necessidade de construção de infraestrutura e uma boa gestão de governo. A Índia, junto com os EUA, deverão ser as principais boas notícias para o mundo num horizonte de 5 anos.

## Perspectiva Brasil: Neutro/Positivo

Acreditamos que o pessimismo de empresários e gestores chegou a um pico, pois inúmeros já estão com uma postura excessivamente conservadora há mais de 12 meses e o pior cenário não aconteceu. Este cenário seria uma vitória incontestada do atual governo, que teria força para impor a sua política mais à esquerda. Por outro lado, não houve o melhor cenário, com a vitória da oposição. Mas como nem tudo na vida é exatamente como se quer, acreditamos que há espaço para várias surpresas positivas, pois muitas vezes as mudanças acontecem apesar das pessoas. A pressão atual por uma correção da economia e a obviedade de que a gestão fiscal, por exemplo, está no fundo do poço, quase obriga o governo às mudanças que são consideradas positivas pelo mercado e por nós. Se por um lado na democracia os votos são iguais, por outro sobreviver no Brasil com 66% da população de São Paulo e a larga maioria do mercado financeiro e empresarial contra é realmente difícil no dia a dia, especialmente com o Petrolão batendo na porta.

Na nossa opinião, no atual cenário, com baixo crescimento e crédito escasso, temos 5 tipos de empresas e o modo como estão e deveriam reagir abrirá espaço para mudanças relevantes nos diversos mercados, com um ganho de eficiência na economia no médio e longo prazo conforme a tabela abaixo:

### Tipos de Empresa e Movimentos Estratégicos no Cenário 2015-2016

3

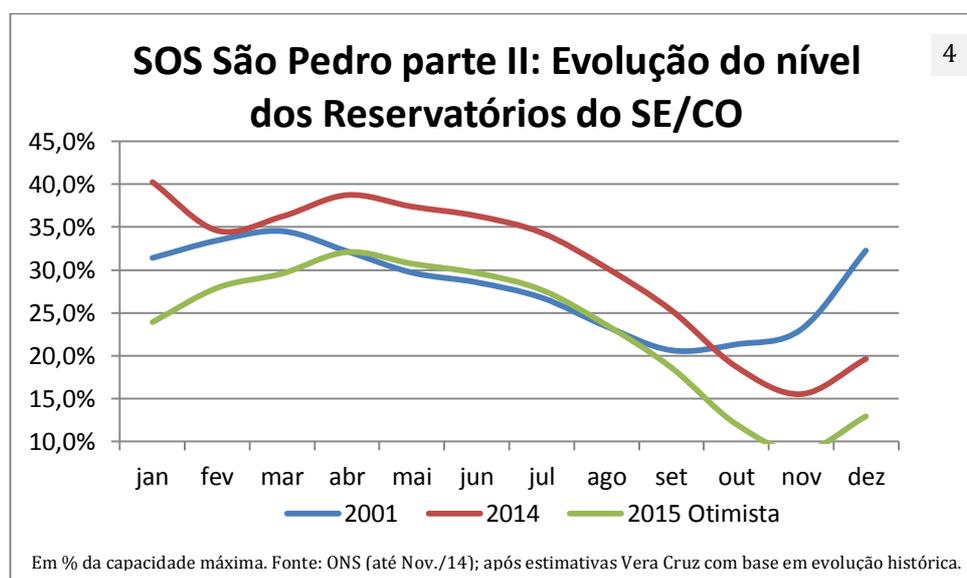
Estrutura	Escala	Dívida	Gestão	Expansão Orgânica	Inovação	Ganho de Eficiência	Imóveis	Dívida	M&A
Ruim	Baixa	Alta	Agressiva	Cancelar	Cancelar	Baixo			Fechar/ Vender
Ruim	Média/ Alta	Alta	Agressiva	Reduzir/ Cancelar	Manter	Alto	Venda/ Garantia	Alongamento	Vender?
Ruim	Média/ Alta	Baixa	Conservadora	Manter/ Reduzir	Aumentar	Alto	Garantia	Captação LP	Comprar/ Fusão
Boa	Média/ Alta	Alta	Agressiva	Reduzir/ Cancelar	Aumentar	Médio	Venda/ Garantia	Alongamento	Captar?/ Comprar?
Boa	Média/ Alta	Baixa	Conservadora	Manter/ Reduzir	Aumentar	Médio	Garantia	Captação LP	Comprar/ Consolidar/ Captar?

Análise Qualitativa para 12-24 meses. Fonte: Estimativa Vera Cruz Investimentos.

Acreditamos, então, que o cenário negativo forçará uma consolidação de mercado e um ganho maior de eficiência. Dentre os ganhos de eficiência, podemos destacar os seguintes: 1)reestruturação de processos e modelo de gestão mais produtivos; 2)análise de custos e despesas para redução racional no nível de gastos; 3)automação de processos manuais, aumentando a confiabilidade desses processo, além da redução de custos; 4)maximização da utilização dos recursos de TI; 5)estratégia de construção de parceiras e alianças. Este processo já é muito claro em setores como educação, onde há um CSC bem estruturado e a cada nova aquisição quase toda a estrutura administrativa da empresa adquirida é eliminada, permitindo assim uma diluição de despesas operacionais, além de implementar sistemas de controle e gestão de alto nível. As empresas endividadas e mal geridas serão forçadas a buscar uma melhor

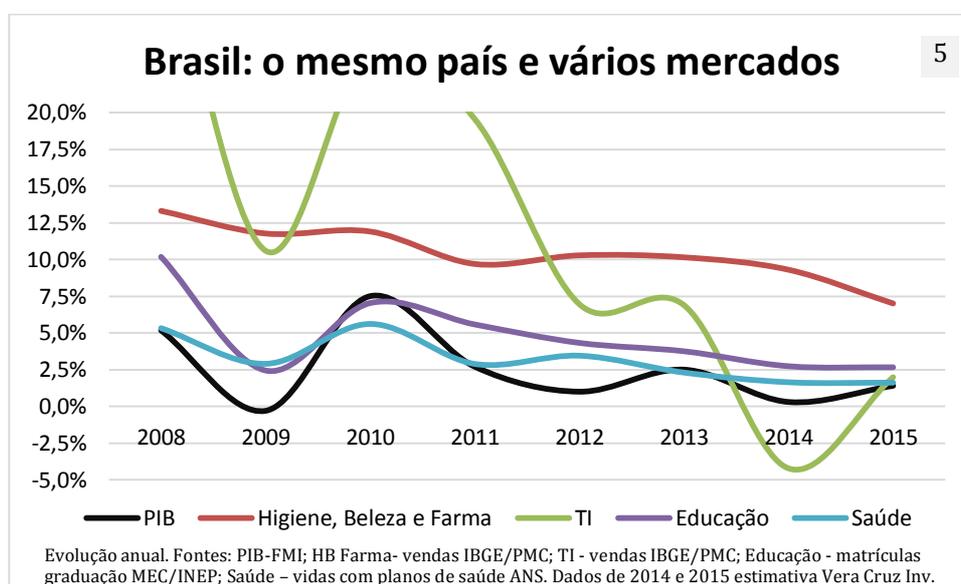
estruturação de seus processos e controles e uma venda ou até a capitulação. O espaço para amadorismo será mais restrito e a tônica dominante em muitas empresas de “não vou mudar o que sempre deu certo”, estará cada vez mais em xeque quando o problema de caixa (que normalmente é a grande base de gestão em empresas de *middle*) bater na porta. Assim como no governo, as mudanças ocorrerão por causa da administração ou apesar da administração. No final desse período, o país terá empresas mais profissionais, com maior escala e com maior capacidade inclusive de expansão internacional.

Além da economia em si, o racionamento, que também tem diversos impactos econômicos, deve rondar com mais força em 2015. Segundo o ONS, gestor do sistema elétrico, terminaremos novembro de 2014 com o menor nível dos reservatórios no SE/CO (15,4%) e no NE (11,5%) em mais de 15 anos. Estes níveis são inferiores em 7 pontos percentuais e 16% vis a vis 2000, meses antes do racionamento de 2001, que teve redução forçada de 20% do consumo. Com isso, deveremos ter em janeiro de 2015 um nível 7 pontos percentuais inferior a 2001 e um cenário insustentável sem racionamento conforme o gráfico 4. O governo contornou o racionamento em 2014 por motivos políticos, mas pode ter comprometido o país a apagões. Estamos em uma situação crítica e sem nenhum incentivo para redução de desperdícios, ao contrário do que está acontecendo no consumo de água na grande São Paulo. Com isso, se tivermos um verão parecido com o último, vamos precisar de um racionamento severo. Sendo realista, vamos ter um racionamento de pelo menos 10% mantendo as térmicas e qualquer outro tipo de energia a plena capacidade. Neste cenário, as tarifas de energia devem mais que dobrar entre 2013 e 2016. Para os empresários que ainda não fizeram, sugerimos colocar estudos de ganhos de produtividade energética na pauta do dia. Quanto à crise de água em São Paulo, estamos otimistas. O governo já fez a sua parte, estimulando uma redução de consumo acima de 20% além de aumentar a flexibilidade entre os diferentes sistemas que abastecem a grande São Paulo (são 6 mananciais diferentes). Se tivermos um verão um pouco melhor que o anterior, é possível trazer o sistema para um nível ainda razoável. O mesmo deve acontecer em cidades do interior de SP e MG. Consideramos este um mal que vem para o bem porque após esta crise teremos uma evolução na política de gestão de águas, com a criação de canais para comunicação entre os reservatórios e um consumo mais consciente dos consumidores, especialmente os industriais, onde sempre há espaço para grandes inovações.



## Atividade: Otimista para alguns/Pessimista para a maioria

Um fator que observamos em 2014 e acreditamos continuar em 2015 é um ritmo bem diferente nos diversos mercados. De um lado, setores vencedores continuarão fortes (vide gráfico 5), com destaque para higiene e beleza, farmacêutico, TI, educação e saúde, além de nichos como mercado de alimentos saudáveis e para animais de estimação. Do outro temos setores que continuarão com desempenho fraco, com destaque para automóveis e imobiliário focado na classe média e alta, material de construção e linha branca. A explicação a favor dos setores positivos é que existem fatores de longo prazo, como mudança de hábitos de consumo, envelhecimento da população, estímulos de governo. Do outro lado, temos setores dependentes de crédito ou de mais estímulos, além daqueles mercados que tendem a seguir o PIB, que continuará fraco. Teremos então, em 2015, um Brasil, mas vários mercados.



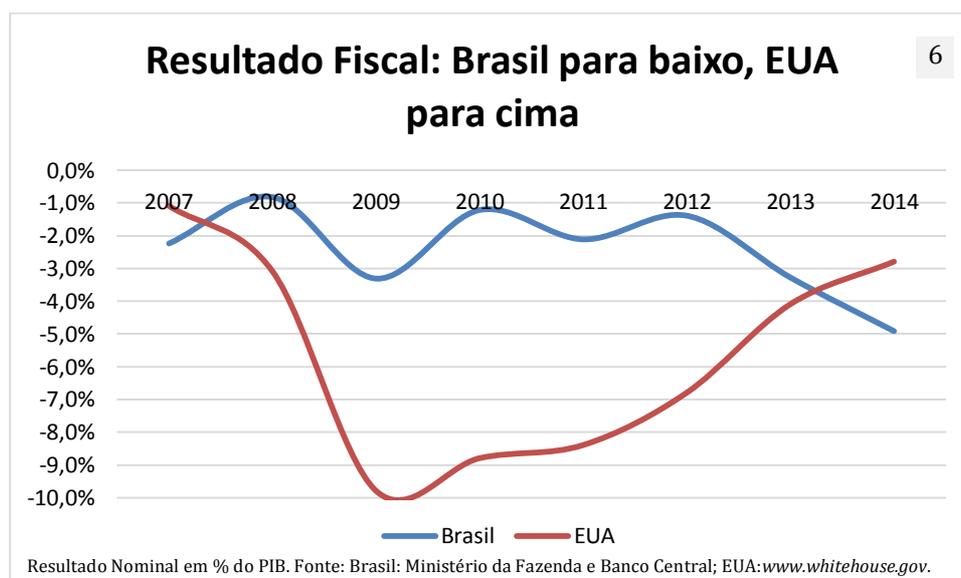
## Emprego: Neutro/Pessimista

Começam os primeiros sinais de enfraquecimento do mercado de trabalho com a desaceleração de novos empregos formais segundo o CAGED. É provável que 2014 seja o ano mais fraco desde 2002 neste quesito. Já de acordo com os dados do IBGE, a taxa de desemprego mantém-se estabilizada em níveis baixos, mas continua a distorção que temos comentado há vários trimestres. A taxa de desemprego só não subiu porque a quantidade de PEA – população economicamente ativa está estagnada (queda anual de 1% em setembro 2014), refletindo milhares de pessoas que não estão trabalhando nem procurando emprego e nem estudando. Ou seja, é quase um erro estatístico e no final o que é relevante para a economia é o crescimento da massa salarial, que é a soma de todos os salários de todos os trabalhadores. Esta massa está com crescimento real de apenas 0,9% segundo a PME de setembro de 2014. Com reeleição da atual presidente, é provável que observemos um ajuste negativo do emprego, pois de acordo com diversas empresas com as quais temos relacionamento e com notícias da imprensa, estimamos que muitos gestores estavam esperando este resultado para alinhar a estrutura a um cenário mais otimista (se a oposição ganhasse) ou pessimista (com a manutenção da situação). Além disso, com o terceiro ano consecutivo de baixo crescimento, é inevitável mais ajustes como questão de

sobrevivência e manutenção de margens. Já colocamos diversas vezes, mas vale sempre repetir que a única saída para as empresas brasileiras é automatizar, reduzindo a quantidade de funcionários por produto produzido. Em uma conta simples, se sou obrigado a aumentar 6% ao ano os salários e não tenho como repassar (como é o caso), preciso reduzir em 6% o número de funcionários para manter meu custo de mão de obra estável.

## Governo: Otimista

Utilizando o bom “marinês”, acreditamos que o governo atual “ganhou perdendo” e inicia seu mandato com baixo capital político, um escândalo denominado Petrolão para administrar, e uma base no congresso muito frágil e com a oposição mais aguerrida em mais de 10 anos. Um episódio que reflete bem a nova conjuntura foi a derrubada dos conselhos populares no Congresso 2 dias após as eleições, onde apenas o PT, o PC do B e o PSOL ficaram juntos. Isso demonstra que o risco de “argentinização” do país é muito baixo. Aliás, essas eleições mostraram isso, pois o principal partido governista foi o grande perdedor em termos de bancada de deputados, com queda de 20% e, com isso, tem menos poder para impor a sua agenda. Do outro lado, os demais partidos possuem grandes divergências ideológicas com o governo, limitando uma guinada mais à esquerda. Pelo contrário, dado que parte do modus operandi dos últimos anos encontra-se prejudicado, a coesão governista fica cada vez mais em xeque. Some-se a isso, que várias bombas de efeito retardado estão explodindo. Uma delas é um ajuste fiscal que será negativo principalmente para o eleitorado da presidente eleita, pois o atual resultado fiscal é inaceitável (o pior do Plano Real, vide gráfico 6) e receita certa para o Brasil ser rebaixado pelas agências de rating. Outro é um provável racionamento, que poderá, com MUITA sorte, ser até “light” (uns 10% de redução no consumo versus 20% em 2001), mas ainda assim será um racionamento.



Em relação ao principal evento do ano, as eleições de 2014, destacamos os seguintes pontos:

1. **Divisão Centro-Sul x Norte/Nordeste:** Conforme havíamos antecipado, o Brasil que paga mais impostos votou contra o governo e o Brasil que recebe mais benefícios votou a favor do governo. Minas Gerais foi a grande surpresa, pois a oposição sofreu derrota quando esperava uma vitória por larga margem.
2. **O PT perdeu bancada e mudou seu perfil:** o PT sofreu uma redução de 20% na sua banca de 88 para 70, com destaque para o encolhimento em São Paulo e redução de representantes ligados a sindicatos.
3. **O PMDB deve continuar como fiel da balança:** o PMDB, para nossa surpresa, também caiu de modo significativo, apesar de ter tido bons desempenhos nas eleições estaduais, reduzindo de 78 para 66 deputados, numa queda de 15% na bancada. Por outro lado, tem o franco favorito para ser presidente da câmara dos deputados, Eduardo Cunha, que prega e exerce independência em relação ao governo.
4. **O PSDB não venceu para presidente, teve um desempenho aquém do esperado para governador, mas obteve aumento de bancada:** o PSDB conseguiu 54 deputados, igualando à bancada eleita em 2010 (um pouco abaixo da nossa expectativa) e recuperando vis a vis a bancada atual, que sofreu perdas para outros partidos. Nas eleições estaduais, no entanto, houve frustração, em especial com a perda do governo de Minas Gerais.
5. **A fragmentação partidária ampliou:** a fragmentação partidária, ao contrário do esperávamos (manutenção) na realidade ampliou-se e teremos 28 partidos no Congresso ante 21 atualmente. A tendência para 2015 é de uma fusão de partidos ou pelo menos a formação de blocos, pois a atual fragmentação tornará a atividade parlamentar quase impossível (imagine uma reunião com 28 líderes de partido – é 1 hora só para cada um se apresentar).
6. **O partido Democratas não ressurgiu das cinzas:** uma das grandes frustrações da eleição foi a virada aos 45 minutos na Bahia e o Democratas manteve uma bancada quase nãica e deve participar de fusão talvez com o PSDB.
7. **Perdedores: PR, PDT, PSD e PROS:** PR e PDT tiveram perdas na bancada vis a vis as eleições anteriores conforme era esperado. Partidos recém criados, como o PSD e o PROS, não conseguiram se sustentar nas urnas, com perdas relevantes de bancada.
8. **PSB emerge como segunda força da oposição:** o PSB, por outro lado, teve um desempenho surpreendente, com destaque para Pernambuco, onde conquistou 7 das 22 cadeiras e negou ao PT sequer 1 deputado no estado.

## Investimento: Neutro

Após uma queda em 2014, acreditamos que em 2015 o investimento na média deve estabilizar, com a evolução de infraestrutura no comando na medida em que vários projetos ganham maior ritmo como as diversas concessões de rodovias e aeroportos, obras da olimpíada no Rio de Janeiro, várias obras de expansão do metrô de SP, dentre outros. É muito provável que o que já está contratado ganhe impulso, mas novas contratações envolvendo o governo federal devem ficar comprometidas pela investigação do petróleo e necessidade de ajuste fiscal. Também é possível que a iniciativa privada limite o lançamento de lajes corporativas e shoppings nas grandes cidades, refletindo o crescimento da taxa de vacância (misto do aumento da oferta e da desaceleração da economia). Com o menor crescimento do consumo em 2015, temos uma “oportunidade” de colocar a infraestrutura no patamar da demanda, minimizando assim gargalos. Infelizmente, o caminho ainda é longo. Um bom exemplo é Guarulhos, que

mesmo após a tão propagada expansão com o Terminal 3, tem menos de 40 pontes de embarque de avião (*fingers*), enquanto o aeroporto de Miami, com um número de passageiros semelhante, tem ao redor de 120. Outro é o setor elétrico, que precisa urgente de novos investimentos para reduzir o risco sistêmico da dependência do regime de chuvas.

## Setor Externo: Neutro/Pessimista

Uma das grandes oportunidades no horizonte de 12-24 meses, dado que o real se desvalorizou, é o aumento de exportações. Dentre os países-alvo, destacamos os Estados Unidos, que está com um crescimento consistente e com uma moeda mais forte. Outro país a se considerar é a Índia, que possui alta do PIB superior a 6% e tem colocado uma política de maior abertura econômica nos últimos anos. Se alguém quiser realizar filantropia, pode exportar para a Argentina e, principalmente, a Venezuela. Até calote em empresa aérea o país sul americano está fazendo e o petróleo a \$80 é o golpe de misericórdia que faltava.

Mas antes de observarmos um crescimento das exportações em resposta à moeda desvalorizada, vamos observar nos próximos meses o impacto negativo da queda nos preços das commodities. Destacamos em especial as commodities agrícolas, que normalmente têm uma prefixação de preços por safra e, por isso, demoram mais para refletir as flutuações de mercado. Com isso, as exportações em geral cairão e teremos um aumento do déficit comercial. O resultado de outubro, o pior em 18 anos, já começa a refletir esta nova tônica e o mercado deverá revisar para baixo as projeções de superávit para 2014 e 2015 (que deverão ser déficit). Além das commodities, neste ano de 2014 estamos observando a grande queda nas exportações para a Argentina, especialmente a de manufaturados, com destaque para automóveis, outra razão para a forte queda da produção brasileira neste setor. Por outro lado, o déficit da conta petróleo deve ser reduzido com a queda mais recente do preço do petróleo e seus derivados, aliado ao aumento da produção interna, mas esses dois fatores não compensarão a perda do lado das importações.

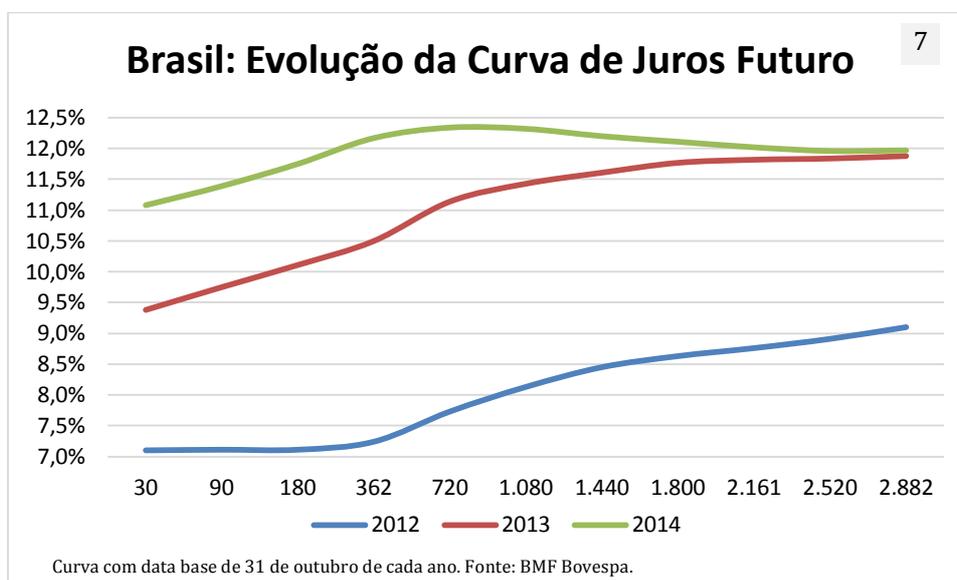
## Perspectiva dos Mercados

### Bolsa: Neutro/Pessimista

Após a montanha russa das eleições, a bolsa precisa lidar com a frustração de ter “perdido as eleições” e olhar para os fundamentos empresa a empresa. O lado commodities (petróleo-mineração-siderurgia) está em baixa e assim deve ficar, pois acreditamos que num horizonte de pelo 2 anos a competição deve continuar acirrada, com entrada de nova capacidade de produção aliado à um crescimento menor que o esperado da demanda. Mas existem muitas empresas, na grande maioria *small caps*, que têm um futuro brilhante mesmo com um crescimento baixo da economia brasileira. Várias são de setores que destacamos na 1ª página – Higiene e Beleza, Educação, TI – e várias são de setores onde são consolidadores. O grande nome do jogo nos próximos anos é conseguir ser tão bom na compra e absorção de concorrentes quanto no crescimento orgânico. Só ficamos frustrados pela fraca atividade de abertura de capital, pois há inúmeras empresas com ótimo histórico que poderiam vir ao mercado e há dinheiro disponível. Os investidores precisam se conscientizar de que existe vida apesar de um governo que muitos reprovam e que num cenário em que as aberturas de capital possuem preços mais realistas o retorno tende a ser melhor que em safras passadas.

### Juros: Neutro/Leve alta

O Banco Central surpreendeu o mercado ao aumentar os juros em 0,25%, o que foi bem recebido pelo mercado financeiro porque a inflação em 12 meses estourou o teto da meta (2pp para mais ou para menos da meta de 4,5%) e continua forte mesmo com a deflação global de commodities. Por outro lado, é o samba do crioulo doido, pois o mesmo Banco Central passou a injetar liquidez na economia nos últimos meses, forçando os bancos a aumentarem empréstimos, com destaque para veículos, que voltaram a ter vendas um pouco melhores em outubro. É mais ou menos como o piloto que pisa no acelerador e no freio ao mesmo tempo. Deve haver alguma lógica, mas falta a nós e aos participantes do mercado frequentar o mesmo curso das autoridades monetárias. Como resultante de todo o amadorismo na gestão de expectativas e nos resultados – alta inflação, pior resultado fiscal pós Real, baixo crescimento – as curvas de juros futuro continuam na estratosfera (vide gráfico 7), terceirizando à economia em geral e em especial às pequenas e médias empresas a dor da má gestão do governo. Tudo considerado, não esperamos uma mudança relevante neste mini ciclo de alta, que na nossa opinião seria de no máximo 1pp no total. O fato é que solução precisa vir de redução dos gastos públicos em vez de uma taxa de juros maior. O aumento da taxa de juros no momento é apenas dar um remédio para dor a quem tem uma infecção. Alivia, mas não trata o problema.



## Dólar: Perspectiva de alta

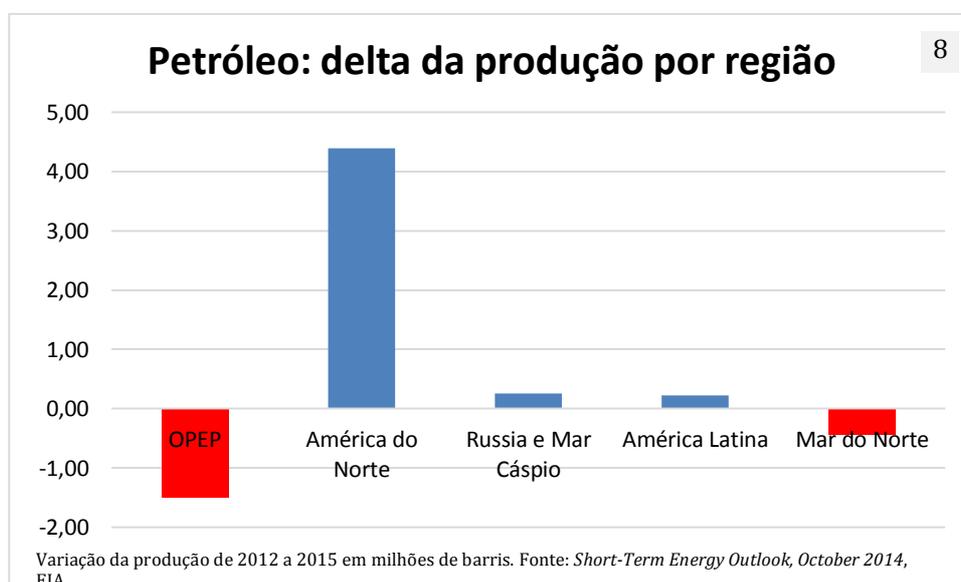
Numa afirmação simplista, commodities para baixo significa dólar para cima. Então a tendência natural é de desvalorização do real ante o dólar. Isso independente da gestão do governo etc. É o contrário da década passada. Com a vitória do atual governo a tendência é do dólar perder mais valor diante da desconfiança dos investidores. Certamente, se esperávamos 100 de investimento estrangeiro num governo da oposição em 2015, este mesmo investimento será de 80 num governo com menor credibilidade. O novo aumento de juros é um paliativo, e o governo precisará fazer um ajuste relevante para evitar que o dólar dê um salto. Considerando Petrolão, risco de racionamento e cia, não é absurdo um cenário de dólar entre R\$2,80 e R\$3,00 em 2015, mesmo que apenas em alguns momentos. Além desses fatores internos, quem vai determinar este patamar é a política do Fed, a qual nos cabe somente assistir e torcer. Portanto, quem quiser ir para a Disney em 2015, é melhor já fazer seu hedge para garantir a passagem de avião e não a de barco...

## Commodities agrícolas: Otimista em Carnes; Neutro/Pessimista em Grãos

O cenário de três meses atrás é semelhante ao atual, com carnes em geral muito bem, com preços em alta e custos (grãos) em baixa. No caso dos grãos, temos o oposto, com quedas nos preços internacionais aliado a aumento de custos. Isto é explicado porque a queda de preços deve-se a uma produção global recorde, que implica em excesso de demanda dos insumos, que por sua vez têm subido. Enquanto a soja em um ano (até outubro de 2014) caiu 10% em dólares, o MAP, principal insumo de fertilizantes fosfatados, subiu aproximadamente 27% (fonte:indexmundi.com). Como este é um setor que tradicionalmente é alavancado e os últimos anos foram ótimos, amplificando o apetite a risco, acreditamos que muitos produtores devem apresentar problemas financeiros e poderemos observar uma troca relevante de ativos ou aumento da inadimplência nos próximos meses. Será um teste, por exemplo, para vários CRAs (títulos estruturados de dívida agrícola vendidos no mercado) emitidos nos últimos anos, que estão pegando seu primeiro cenário adverso em pelo menos 5 anos.

## Commodities metálicas e petróleo: Pessimista

A queda generalizada nos preços das commodities metálicas e do petróleo é como uma criança: ficou em gestação durante um período e uma hora nasceu. A queda no petróleo, em particular, é muito relevante e está deixando o mercado financeiro um pouco perplexo, pois há sempre a crença de que a OPEP controla o preço. Só que a OPEP está perdendo uma parte da sua relevância (seu *market share* cairá de 41% para 38% de 2012 para 2015 segundo o EIA) e está sendo condenada a fornecedor da Ásia, onde está sofrendo a concorrência de vários produtores não OPEP. A Rússia está procurando fornecer à China, a Coreia do Sul recebeu o primeiro carregamento de óleo dos EUA em 8 anos... definitivamente, a OPEP não está mais na zona de conforto. E a previsão para os próximos anos é de uma demanda mais fraca e aumento da produção não OPEP em países como os EUA, que é a grande novidade no aumento de produção nos últimos anos, e o Brasil, que deve acrescentar mais de 2 milhões de barris dia a um mercado global de 96 milhões de barris dia. Acreditamos que em um horizonte de 12-24 meses, o teto do barril tende a ser \$85 e pode buscar momentaneamente \$70. No minério de ferro, o super ciclo acabou em definitivo e os preços vão continuar frágeis devido à agressiva adição de oferta das grandes: Vale, Rio Tinto e BHP. As pequenas produtoras vão simplesmente fechar, como deve ser o caso de parte relevante da produção doméstica da China e de minas que não tenham escala mundial como é o caso de parte das minas em Serra Azul, no estado de Minas Gerais. Projetos que estavam em fase de estudo, como os do Oeste da Bahia, também deve ser mantidos na geladeira.



### 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 e institucionais (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>.