

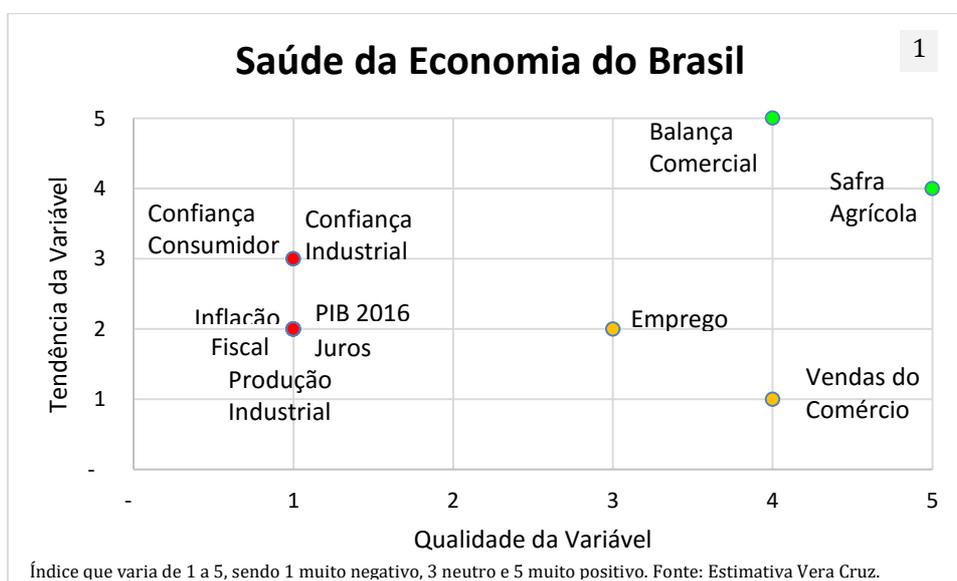
Perspectivas - Dezembro 2015

Cenário Geral: Neutro

Cenário político trava cenário econômico; virada da atividade atrasa para 2016

Os últimos meses foram uma tempestade perfeita, com a dura realidade de que a pedalada fiscal foi bem maior que o imaginado e que a inércia do populismo e da ausência de reformas agora escancara a herança maldita (está sim é maldita, ao contrário da herança de FHC em 2002) do governo atual. O governo “conseguiu” reindexar parte da economia, com brigas por reajustes de todos os lados, até para aposentados, e precisamos desarmar a bomba, pois não há saída fácil. Um exemplo da contradição é a reorganização das escolas em São Paulo, onde parece que a maioria é contra se fechar escolas ociosas mas, ao mesmo tempo, quer um estado mais eficiente. Contudo, “aos trancos e barrancos” a política populista está sendo revertida parcialmente em todas as esferas. O “*real deal*”, no entanto, é a reforma da previdência e o fim da correção do salário mínimo e das aposentadorias pelo salário mínimo. O fundo do poço, que esperávamos que fosse no 3º trimestre, foi adiado para o 4º trimestre. No cenário político, estamos travados, e precisamos com urgência desatar este nó. **Um ponto central e relevante para termos em mente, diante de tantas notícias negativas, é que o Brasil ESTÁ ruim, em vez de o Brasil É ruim.** As condições da economia ainda continuarão restritivas em um horizonte de pelo menos 12 meses e as grandes saídas para crescimento de resultados são exportações, ganhos internos de eficiência e ganhos de escala via fusões ou aquisições. Também observamos o crescimento de empresas que não estão com problema de financiamento sobre aquelas em situação de stress financeiro.

No cenário global, a economia vai bem, capitaneada pelos países desenvolvidos, enquanto os países emergentes sofrem com a mudança de fluxo de capitais. A China continua sendo o grande ponto de interrogação, e a Europa é o grande ponto de melhoria, com cada vez mais consistência.



Check List:

12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

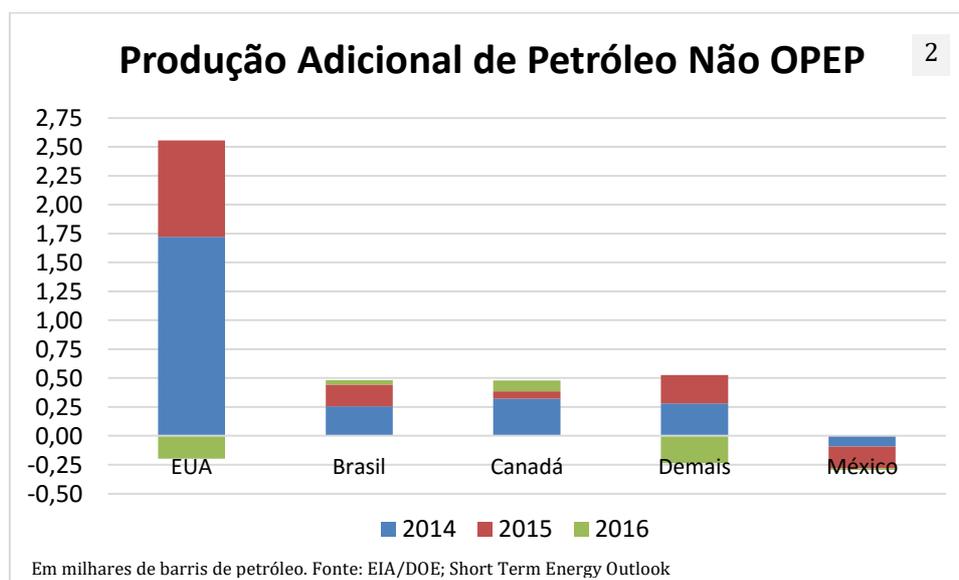
- 1. Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** As pedaladas e as bombas de efeito retardado destruíram o resultado de 2015. Muito pior que o esperado.
- 2. Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** Resultados vindo com forte melhoria. Melhor que o esperado.
- 3. Exportações de Manufaturados.** Tendência positiva começa a ganhar peso na margem. Melhor que o esperado.
- 4. Redução de *Rating* (risco de crédito) do Brasil.** Corte de rating da S&P para grau especulativo ocorreu antes do esperado e há risco de perda do grau de investimento por 2 agências em 2016. Pior que o esperado.
- 5. Evolução da Atividade na China.** Desaceleração continua, evidenciado por um PMI abaixo de 50 (queda de atividade) desde julho de 2015. Um pouco pior que o esperado.
- 6. Petrolão.** Muita discussão de leis que reduzam as amarras, mas poucas mudanças práticas. Em linha com o esperado.
- 7. Política Monetária do BC.** BC mantém-se firme na taxa de 14,25%, pois pouco pode fazer diante da forte piora fiscal. Em linha com o esperado.
- 8. Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Pior atividade nos EUA e China obrigam Fed a adiar a alta de juros. Melhor que o esperado.
- 9. Racionamento de Energia.** É muito provável que tenhamos uma virada na situação dos reservatórios no SE/CO. Muito melhor que o esperado.
- 10. Petróleo.** Preço internacional (WTI) continua fraco, abaixo de US\$50. Melhor que o esperado.
- 11. Política Cambial do BC.** Banco Central voltou a rolar seus contratos e parou de pressionar o câmbio neste momento negativo. Melhor que o esperado.
- 12. Saldo da Poupança.** Continua a saída de recursos, que são compensados em boa parte pelos juros das aplicações. Em linha com o esperado.

Perspectiva Mundo: Otimista/Neutro

EUA: Otimista

O Fed não aumentou a taxa de juros em setembro nem outubro, mas sinaliza que pode fazê-lo finalmente em dezembro. De qualquer forma, acreditamos que boa parte do choque possível já foi mais que exacerbado pelo mercado financeiro através de fortes movimentos de valorização do dólar. Mas a economia americana está pagando o preço dessa valorização, com crescimento mais moderado da atividade, baixa inflação, e o segundo trimestre consecutivo de queda nos lucros das empresas que formam o S&P 500 (-3,1% - o pior resultado desde 2009), o mais importante índice de ações do mercado americano. Então, em bom português, a economia dos EUA está bem, mas não está “bombando”. A tendência, a continuar o dólar forte, é da perda de competitividade da indústria americana e do aumento das importações de países emergentes não atrelados à moeda americana, como é o caso da China. Países como o Brasil, por exemplo, podem ganhar competitividade em setores como vestuário e avançar sobre o *market share* da China nos EUA.

Um impacto negativo que deve ser sentido pelo país num horizonte de 12 meses, é a queda do petróleo, que está minando um dos setores mais pujantes do país (e que mencionamos aqui diversas vezes), que é o *shale oil*, ou o petróleo e o gás retirados via tecnologia de *fracking*, que basicamente injeta água e químicos a alta pressão para retirada do petróleo. Segundo o *Department of Energy*, a produção diária de petróleo dos Estados Unidos atingiu um pico em abril de 2015 (em 9.598 mil barris/dia) e já declinou cerca de 250.000 barris/dia. E a expectativa para 2016 é de um declínio médio de 200.000 barris/dia sobre 2015. É uma mudança brutal quando observamos que em 2014 houve uma adição de 1,7 milhões de barris. Uma das preocupações é em relação à inadimplência, visto que dezenas de empresas captaram recursos com base em um cenário de petróleo a US\$100 e com o preço de US\$50 tendem a ficar inviáveis.

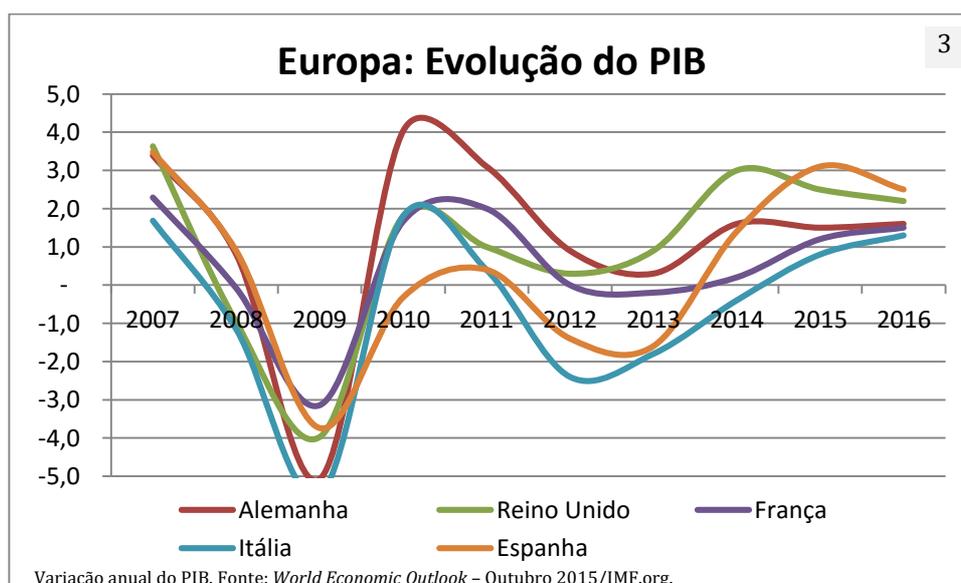


Europa: Otimista

A Europa, quem diria, é a grande fonte de boas notícias do mundo atualmente. A política monetária expansiva, que evitou a quebra de bancos e estimulou a desvalorização do Euro, em conjunto com fortes medidas tomadas pelos PIIGS, está permitindo que o velho continente reconquiste sua competitividade e que quase todos os seus países membros voltem a crescer. Até mesmo a Grécia apresenta uma tendência de melhoria após todo o carnaval do Sryza, que flertou com o populismo até aceitar pelo menos parcialmente mais cortes de despesas. A Espanha, por exemplo, deve crescer 3,1% em 2015 e 2,5% em 2016 segundo o FMI, um desempenho de fazer inveja a muitos emergentes.

O velho continente se beneficia do Euro fraco via aumento das exportações e crescimento do turismo, além do choque positivo do petróleo. Neste mercado em especial, está ocorrendo uma mudança relevante, no qual os países europeus estão buscando reduzir o risco Rússia, para evitar o estado atual de reféns de um país é um grande fornecedor de gás natural. A Arábia Saudita, por exemplo, tem feito alguns estragos na posição de mercado dos russos, na medida em que busca reconquistar parte do mercado perdido nos últimos anos. Além disso, as fontes renováveis continuam ganhando mercado na matriz energética do continente.

Dentro da região podemos destacar positivamente o leste europeu, especialmente economias como a Polônia, República Checa, Eslováquia e Hungria, que em conjunto deverão crescer acima de 3% em 2015 e 2016 segundo o FMI. Ainda segundo essa instituição, boa parte dos países da região fez ajustes relevantes desde a crise de 2008, especialmente na redução de custos estruturais (algo o Brasil não fez, por exemplo).



China: Pessimista

O governo da China tem procurado estimular a economia, reduzindo a taxa de juros - já cortou seis vezes a taxa básica em 2015, reduzindo de 6,00% para 4,35% ao ano - além de outras medidas monetárias. Os esforços de “acalmar” o mercado de ações produziram efeito positivo no curto prazo, mas continuamos muito céticos, pois as cotações das empresas não condizem com a realidade dos resultados e da conjuntura. Amplos setores como a indústria siderúrgica e o mercado imobiliário, continuam sofrendo do excesso de capacidade e/ou oferta. Novamente entra a questão que já repetimos diversas vezes, da baixa confiabilidade e do peso da mão do estado. Empresas que em uma economia clássica de deveriam fechar porque não são competitivas e não conseguem repagar empréstimos, continuam tendo a sobrevida por aparelhos. O grande risco para 2016, disparado, continua sendo a China.

Em relação às estatísticas de crescimento do país, que abordamos no último relatório, artigo recente da Bloomberg.com fala exatamente sobre isso e como diversos players de mercado construíram números paralelos para ter uma proxy mais confiável do PIB chinês. Segundo um indicador da própria Bloomberg, o país está crescendo ao redor de 6,6%, enquanto para o Barclays a economia está crescendo 5,5% e para a Capital Economics o país está crescendo em torno de 4,4%. Enfim, na falta de um número confiável, sobram diversas metodologias, que têm em comum apontarem que o crescimento econômico é, de fato, bem inferior ao resultado oficial (crescimento de 6,9% no terceiro trimestre). E indicadores antecedentes como o PMI, estão consistentemente apontando para redução da atividade conforme observamos no gráfico abaixo (PMI abaixo de 50 indica redução de atividade)

PMI da China – histórico de 5 anos



Dados em índice. Dados acima de 50 indicam expansão e dados abaixo de 50 indicam redução da atividade. Fonte: tradingeconomics.com e Markit Economics.

Perspectiva Brasil: Neutro

Enquanto boa parte da economia sofre, os setores onde o Brasil é mais competitivo e ligado à exportação (vide tabela 5) estão tendo uma oportunidade de realizar mais um salto. Dentre esses setores, destacamos o setor agroindustrial e a indústria ligada a floresta, como Papel e Celulose. Empresas como a Suzano Papel e Celulose estão tendo os maiores resultados da sua história, com geração de caixa espetacular. Para essas empresas, os próximos anos serão uma dádiva, pois a celulose está nos maiores patamares de preços em dólar e assim devem continuar. Em outros segmentos, como soja e milho, continuamos com o crescimento da produção. Dentro do setor de agro, o grande patinho feio nos últimos anos tem sido a indústria de Açúcar e Etanol, que parece finalmente estar passando por uma virada radical. Isso porque após anos de subsídio burro da gasolina, o governo finalmente está tratando o setor dentro de políticas de mercado e, com isso, a produção de etanol está enxugando a produção de açúcar que, por sua vez, está começando a equilibrar o mercado internacional. Os preços do açúcar em outubro tiveram uma alta de 16,5% sobre setembro, para US\$14,14 centavos por libra peso o que, combinado com a cotação recorde do dólar-real chega a um preço interessante para as usinas. Provavelmente daqui a uns 2 ou 3 anos o mercado estará observando este setor com muito mais carinho. O grande ponto de interrogação ainda é o enorme peso da dívida do setor.

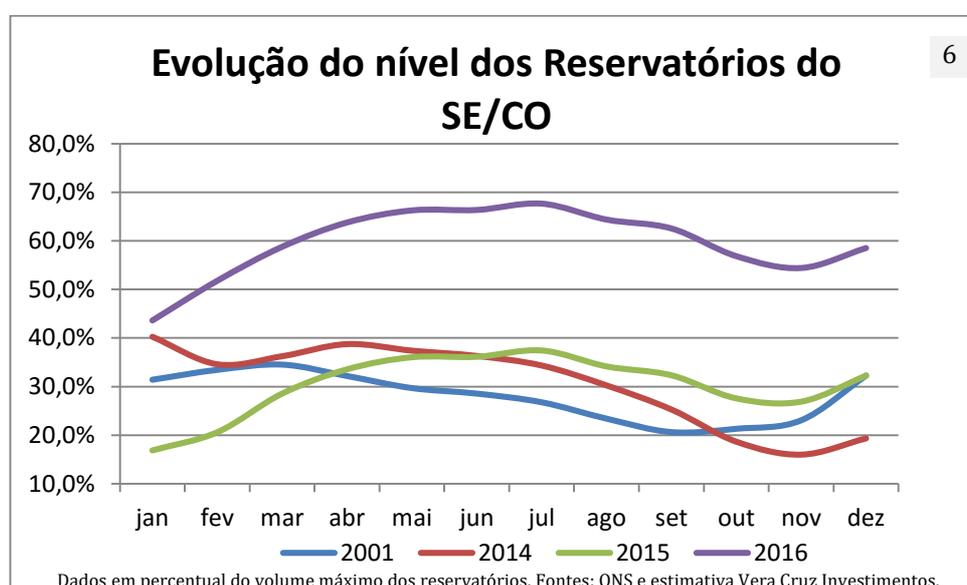
Posição do Brasil em Commodities Agrícolas Selecionadas					5
Produto	Soja	Milho	Celulose Fibra Curta	Açúcar	Carne Bovina
Brasil 2015/16	97,0	79,0	16,4	36,0	9,8
Mundo 2015/16	319,6	978,1	32,7	173,4	59,0
Brasil 2009/10	68,7	56,1	12,6	39,0	9,0
<i>Market Share</i>	30,4%	8,1%	50,1%	20,8%	16,6%
Evolução 6 anos	41,2%	40,8%	30,2%	-7,7%	8,7%

Fontes: USDA, Conab, Iba, ISO Sugar, Minerva e estimativa Vera Cruz.

Esses setores também têm sido âncoras de uma mudança positiva no mercado de crédito: sai o crédito direcionado dos amigos do rei e entra a dívida estruturada com taxas de mercado e um menor incentivo (títulos que são isentos de IR) através dos CRAs (Certificados de Recebíveis do Agronegócio), operação no qual empresas como a BRF utilizaram recebíveis de agronegócio como garantia de uma dívida. Este segmento tem um potencial enorme e ainda inutilizado. Sim, existe vida no crédito ao agronegócio sem ter a tutela do governo. Está na hora de tirar as rodinhas da bicicleta.

Uma fonte de boas notícias em 2016 será o setor de energia, que deverá consolidar uma virada no nível dos reservatórios (vide gráfico 6), consequência da política tarifária realista, da recessão, da forte produção de termelétricas e de um nível de chuvas mais consistente no centro sul do Brasil. Os reservatórios do SE/CO devem fechar novembro com 10 pontos percentuais acima do mesmo período de 2014. A exceção é a região Nordeste, que está passando por uma situação dramática. No mesmo ano em que aprovamos um subsídio para meia dúzia de empresas na região, a barragem de sobradinho, que é gigante, está quase secando, literalmente. Então é provável que a energia do mercado livre cai abaixo de R\$100/MW pela primeira vez em 3 anos, com exceção da região Nordeste. É provável que a utilização das termelétricas caia em todo Brasil com exceção da região Nordeste, que vai precisar de toda ajuda

possível para compensar o colapso das hidroelétricas do rio São Francisco (que são basicamente a quase totalidade da geração hidroelétrica na região). As eólicas, mais do que nunca, serão importantes para manter o equilíbrio energético dessa região, mas há um risco real de *blackouts* ou até colapso, pois há uma limitação de transferência de energia entre regiões. O Nordeste consome cerca de 10.500-11.000 MW médios e a capacidade máxima de transferência é de 3.800, ou seja, no máximo 40% da demanda. Só que as hidroelétricas do São Francisco podem parar se houver uma nova temporada de estiagem, o que é o cenário mais provável e são responsáveis por quase 50% da demanda. Resumindo, podemos ter um déficit de 10% a 20% de oferta de energia no Nordeste em 2016, provavelmente a partir de abril.



Para o país como um todo ainda teremos mais consequências negativas que positivas no médio prazo para a inflação, pois é provável ainda uma recomposição tarifária, especialmente devido à tarifa de Itaipu, que é indexada ao dólar. Mas é muito provável que haja uma forte queda na geração termoelétrica, reduzindo o custo do sistema. Um efeito derivado da redução da produção termoelétrica pode ser uma forte oferta de gás, que tenderia a reduzir os preços, beneficiando principalmente as indústrias. Vamos ver como a Petrobrás vai reagir a isso.

Em outros mercados, como o agro, deveremos ter um impacto positivo na inflação (ou seja, na deflação), com queda dos preços do leite, carne bovina e hortifrúti em geral (lembram do tomate como vilão na metade do ano?). No caso do leite, especificamente, o CEPEA já está registrando queda nos preços e aumento na produção pelo menos desde agosto. Em 12 meses considerando outubro, o leite apresenta queda real de 9,2% (ou seja, está praticamente estável em termos nominais). Pelo menos do lado dos alimentos poderemos ter surpresas positivas num horizonte de 12 meses.

Atividade: Neutro

O desempenho da atividade no terceiro trimestre foi pior do que nós e o mercado esperávamos. Ainda não está claro que atingimos o fundo do poço, e as indefinições de Brasília atrapalham. Tanto a produção industrial como as vendas do comércio estão em queda. Nos últimos dados dos dois setores, de setembro, observamos uma queda anual de 10,9% na produção industrial e de 11,5% nas vendas do varejo ampliado. Ou seja, os dois principais motores estão em queda livre, mas o nosso foco é o que vem para os próximos 12 meses. Mas vale ressaltar uma diferença entre os dois: a indústria caiu antes do comércio e já está mostrando uma queda mais suave, enquanto as vendas no varejo estão com dinâmica pior. No médio prazo a tendência seria a indústria apresentar uma performance melhor que o comércio, pois vai recuperar mercado via substituição de importações e deve ampliar as vendas via exportações.

Todos os bens duráveis e de capitais, que dependem de financiamento, tendem a na melhor das hipóteses estacionar nos atuais níveis de venda. A única saída para esses setores no horizonte de 12 meses é exportar mais ou fechar capacidade, como a Usiminas está fazendo com a unidade de Cubatão. No caso da indústria automobilística, estamos otimistas que as exportações ganharão massa crítica ao longo de 2016 e isso será positivo para o país no médio e longo prazo. Queremos uma indústria “*made in Brazil*”, mas que tenha produtos competitivos. Empresas como Toyota, Honda ou Jeep produzem produtos de classe mundial, mas já não podemos dizer o mesmo de outras empresas. E isso precisa mudar, porque possuímos uma escala e uma diversidade de fabricantes só comparável a China.

Nos mercados de produtos não duráveis e semiduráveis observaremos uma dura batalha por *market share* e um desafio para a grande maioria das empresas de limitar o repasse de aumentos de custos. É o que já observamos nos balanços de várias empresas listadas. A BRF, por exemplo, indicou que fará o máximo para manter seus preços e isso repercutiu negativamente nas suas ações. Mas talvez seja esse o caminho. A estratégia de repasse automático aos preços vai ser testada de modo crescente. Um setor que acreditamos que possa passar com esta quebra de paradigma é o de educação, que realiza a sua PG (progressão geométrica) anualmente até o momento em que a corda quebra, o que pode estar para acontecer.

Emprego: Pessimista

O ajuste no mercado de emprego ainda tem bastante caminho a andar. As negociações salariais, por exemplo, ainda parecem completamente desconectadas da realidade. Os aumentos ainda estão sendo altos, deveríamos estar observando uma perda real muito maior, da ordem de 5%, em vez das perdas tímidas em negociações como a dos bancários ou dos petroleiros. A bola dos sindicatos ainda precisa murchar bem. A quebra dessa espinha da indexação é fundamental para o sucesso da economia brasileira.

Uma surpresa positiva neste ano é que o processo de aumento do desemprego tem sido menos traumático que o esperado, o que é positivo para a previdência. O que tem sido observado é que o desemprego é crescente mais pela não reposição de rotatividade e de oferta de novas posições, do que pela demissão de pessoas. Assim, a empresa evita gastos com multas e a previdência não paga tanto seguro desemprego. O lado ruim é que a chance de emprego para quem está desempregado é menor do que em outras épocas. Em bom português, cada um segure seu emprego e sorria para seu chefe todo dia!

Governo: Neutro

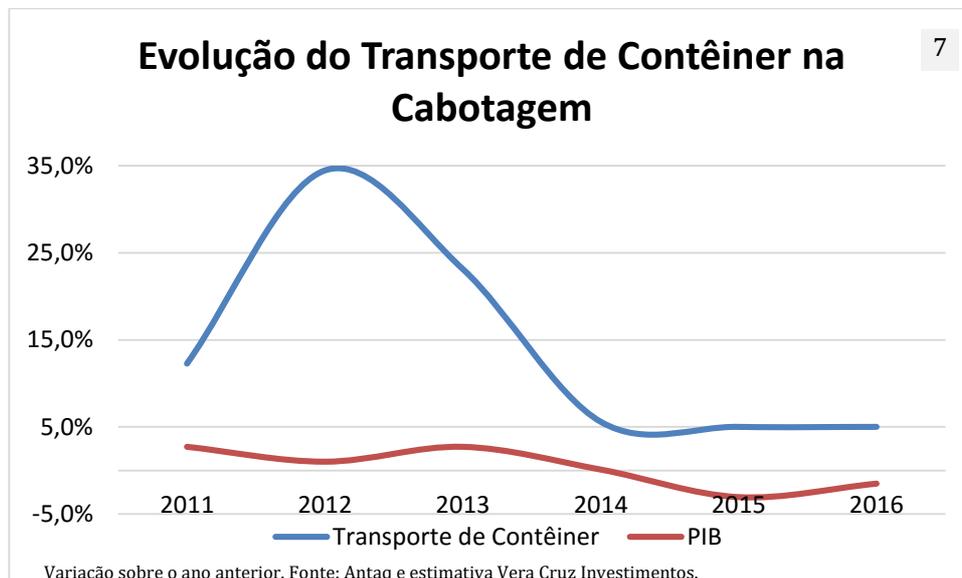
De 0 a 10 dentre os cenários do governo, digamos que os últimos meses foram um 3. Poderia ser pior? Sim, basta ouvir um ex-presidente que diz que a receita é “bombar” o crédito de novo, ou seja, aquele mesmo blá blá blá. É duro quando se tem amadores achando que são bons pilotos porque estão andando rápido em uma Ferrari...

De 100% de ajuste necessário, realizamos apenas uns 20%, então estamos nessa agonia. O aumento do salário mínimo em 2016 deveria ser zero, o aumento dos funcionários zero. Os programas sociais deveriam ser congelados (como propôs o relator, não coloca mais ninguém novo no Bolsa Família) e a reforma da previdência privada (com aumento de idade mínima e convergência das regras da previdência rural para a urbana) e da previdência pública (com limite de aposentadoria e aumento do desconto de funcionários e aposentados). Fora outros ajustes, como regras ainda mais rígidas para seguro saúde, seguro morte seguro desemprego. Sendo realista, diante da atual lambança, a única saída é o PSDB estender uma boia para uma agenda mínima, que basicamente é anti-PT, ou seja, antipopulismo.

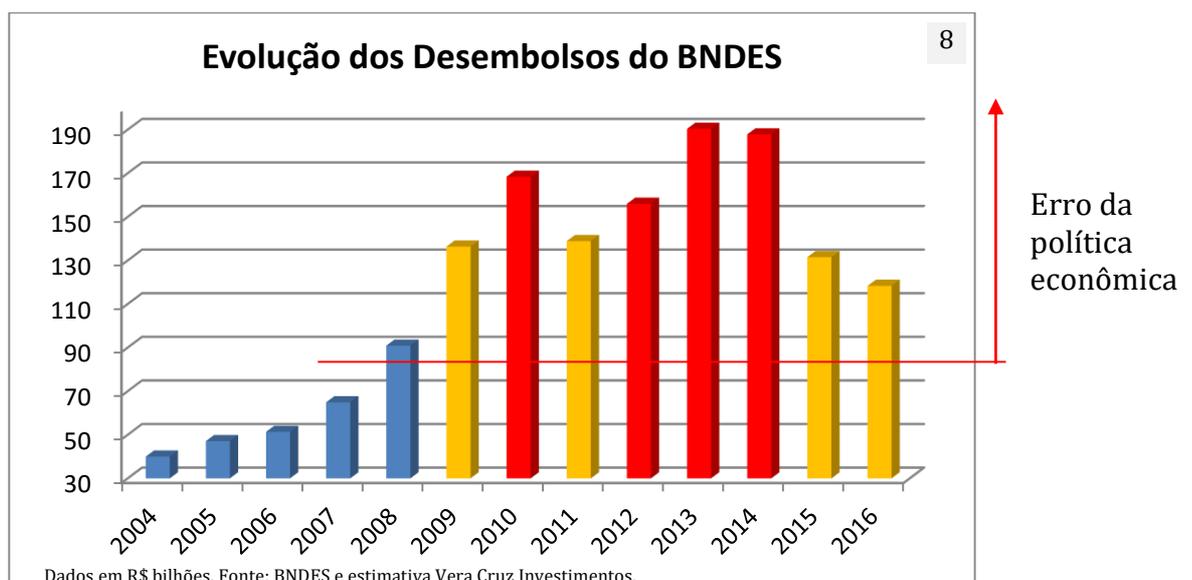
O mais ultrajante é culparem o Levy. Parece até que não há adultos na sala. Ele simplesmente está tentando salvar o país diante da herança maldita da dupla Mantega-Augustin a mando da atual presidente. Como dizemos a nossos clientes, *“don't shoot the messenger”*. Ou seja, o problema já estava lá e agora temos que enfrentá-lo e não há mais saída fácil e populista.

Investimento: Pessimista no CP; Otimista no LP

Como falamos inúmeras vezes, é importante observamos que mesmo diante de árias notícias negativas temos vários pontos positivos se desenvolvendo. Um deles é a navegação de cabotagem que, basicamente, é a navegação via navios doméstica, que tem como destaque a rota Santos-Manaus e rotas Sudeste-Nordeste. Com a pressão adicional de custos, inúmeras empresas estão finalmente migrando ou considerando migrar parte da sua demanda para este modal, que teoricamente deveria ser muito relevante na matriz logística dado que o Brasil tem cerca de 80% da sua população vivendo a até 200 km da costa. Desde 2010 este modal tem atingido um novo patamar, com crescimento de dois dígitos até 2013, muito superior ao PIB do país, conforme observamos no gráfico 7. Diversas empresas estão investindo em forte expansão de capacidade (somente a Log-In está adicionando 4 novos navios em 2 anos) o que, aliado a melhor infraestrutura de portos e à demanda crescente, está dando vazão ao crescimento desse mercado. Mas há muito caminho ainda. Segundo fontes do mercado, o total de contêineres transportados neste modal chega a apenas 2% do total. Ou seja, tem muito caminhão para ser substituído ainda.



Mas no investimento em geral, o cenário ainda é muito ruim, para dizer o mínimo. O grande entrave para novos aportes de capital, além da confiança do empresário “lá no chão”, é a forte restrição de crédito. O BNDES está com freio de mão puxado, ainda mais após a reprovação das contas do governo pelo TCU, que agora está oficialmente proibido de fazer pedaladas (a dívida do governo com o BNDES é de algumas dezenas de bilhões de reais). A queda nos desembolsos do banco de desenvolvimento nos dez meses até outubro foi de 28% e, na nossa opinião, ainda está no meio do caminho. Um volume 50% inferior ao de 2014, quando houve desembolsos de R\$188 bilhões, representaria um nível menos “Frankenstein” para a economia brasileira. Talvez cheguemos neste patamar em 2017 se o governo mantiver a mudança de rumo em curso.

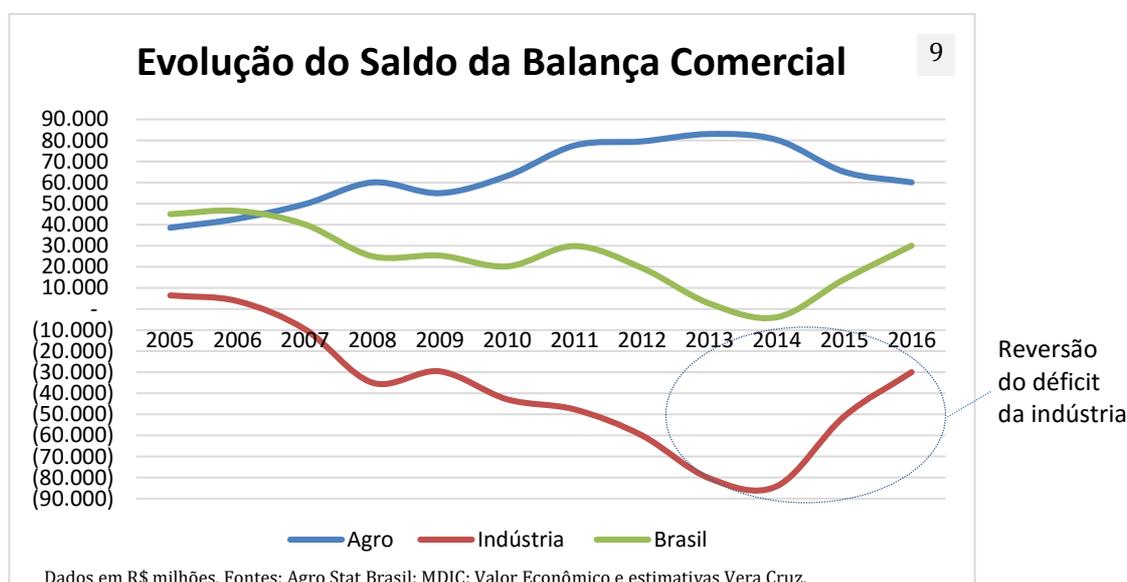


Dentro de todo este cenário, estamos observando uma grande demanda de empresas, inclusive menores (temos clientes com cerca de R\$10 a R\$20 milhões de receita anual), buscando viabilizar seu crescimento com dívida estruturada. É o caminho para o novo normal, conforme temos ressaltado nos últimos relatórios. Por isso, somos muito otimistas no longo prazo, na medida em que tanto os empresários como os investidores se adaptem a ter uma relação de mercado, com taxas e prazos de mercado e o envolvimento de maior governança, como agências de rating.

Setor Externo: Otimista

No início do ano já indicávamos que o saldo da balança comercial seria bem melhor que o esperado pelo mercado financeiro, entre US\$10 e US\$15 bilhões. Devido a maior depreciação do real e à recessão, é provável que 2015 feche até acima dos US\$15 bilhões. Para 2016 a expectativa segundo o Focus é de um novo salto, com saldo positivo de US\$29 bilhões. Enquanto em 2015 o mercado estava errado e conservador, para 2016 já nos parece mais factível, e o risco deve ser para cima. A situação da economia brasileira praticamente obriga os empresários a virarem caixeiros viajantes e voltarem a exportar para compensar a perda de vendas internas. E isto aliado ao ganho de competitividade proporcionado pela perda do real. Um ponto relevante para 2016 é o novo governo argentino, que deverá reverter uma política punitiva aos produtos brasileiros e permitir um aumento das exportações de produtos manufaturados.

O que nós observamos e deve ser a tendência nos próximos anos é de que o enorme déficit da indústria seja substancialmente reduzido, conforme observamos no gráfico 9. Como é demonstrado, o Brasil historicamente apresentou superávit comercial, mas nos últimos anos ele tinha um grande superávit do agronegócio e um grande déficit na indústria que na média dava um superávit razoável. Ou seja, na superfície parecia tudo bem, mas na prática estávamos aniquilando a indústria local. Então, o ajuste na balança comercial é um ajuste da indústria, que recupera parte do seu mercado interno e volta a conquistar mercado principalmente na América Latina e Estados Unidos. Para irmos além disso, precisamos de uma mudança na mentalidade dos empresários e na expansão de empresas globais como Gerdau, WEG e Stefanini.



Nessa linha da recuperação da indústria, o caso do setor automotivo é singular e provavelmente iremos destacar nos próximos relatórios devido à magnitude e à relevância do setor para a economia brasileira. As exportações de automóveis acumuladas até outubro cresceram 17% em número de automóveis e a média móvel de 3 meses está em alta de 33% na comparação anual.

A redução da produção de energia termoelétrica, que consideramos provável em 2016, também terá papel importante na redução da importação de óleo combustível, assim como o impacto da menor demanda de derivados com a redução da atividade econômica.

Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Otimista/Neutro

A venda da divisão de consumo da Hypermarchas para a Coty em outubro por um múltiplo que é o dobro da Coty e da própria Hypermarchas sinaliza como vários ativos estão sub precificados. Outro, no entanto estão em uma situação difícil, no meio do caminho entre barganha e problema de crédito, como é o caso de algumas siderúrgicas. Outro setor com grande stress é o varejo de linha branca, onde diversas empresas não listadas pediram inclusive concordata.

Os resultados do 3º trimestre provavelmente foram o fundo do poço para a ampla maioria das empresas, que sofreram o pesado impacto do dólar nas suas dívidas (o que é negativo). Por outro lado, aquelas que forem exportadoras terão agora o impacto positivo, pois seus custos em dólares caíram. Este é o caso, por exemplo, das empresas de Papel e Celulose. Um setor que tem surpreendido positivamente é o bancário, especialmente os grandes bancos. Mas somos céticos num horizonte de 12 meses, pois a inadimplência irá subir com certeza, ao alinhar alto endividamento com a dívida mais cara em 10 anos, conforme comentamos na seção de juros.

O grande problema para ficar comprado em bolsa é, além dos fundamentos, o custo de carregamento. Com uma taxa de 14% ao ano, mesmo se a Bovespa sair de 45.000 para 52.500, apenas teremos empatado com a taxa livre de risco, ganha sem qualquer stress. Se for para correr risco, que seja garimpando as empresas de segunda e terceira linha, algumas das quais estão negociando a nível de quebra.

Fusões & Aquisições: Otimista

Tanto a quantidade como o valor das fusões e aquisições aparentemente sofreram uma arrefecida nos últimos meses, mas acreditamos que ainda haverá inúmeros negócios. De um modo geral, mais motivados pelo stress financeiro de empresas, como é o caso de companhias ligadas à Lava Jato e negócios de setores que dependem de financiamento ou alavancagem como é o caso de construtoras em geral, varejo de bens duráveis etc. Muitos negócios terão, diante da realidade de crédito mais restrito e caro, que diminuir de tamanho, o famoso “entregar os anéis para não perder os dedos”. É o caso, por exemplo, da OAS, que está vendendo a sua participação na Invepar.

Também teremos uma rodada relevante de concessões, como a renovação de várias hidroelétricas que tiveram o seu vencimento, como é o caso de Jupia e Ilha Solteira. O governo de São Paulo também está lançando um amplo programa de concessões, oferecendo inclusive 2 novas linhas do metrô.

Como teremos ainda pelo menos 12 meses de cenário restritivo, a tendência é de consolidações nos mais amplos setores. Um dos motivadores é a consolidação de mercado diante de eventuais excessos de oferta contando com um cenário mais róseo. Este é o caso do setor hoteleiro, onde há tendência de aceleração do processo de consolidação, através do avanço das grandes redes sobre hotéis independentes via conversão de bandeira. Então, observaremos também nos mais diversos setores de

serviços, uma forte consolidação em busca de maior eficiência e maior escala, permitindo assim menores custos em diversas frentes.

Juros: Otimista/Neutro

Com um salto de 3 pontos percentuais nos juros de longo prazo em apenas 4 meses (de 12,8% em julho para 15,8% em novembro), temos a pior curva de juros em 10 anos. Essa taxa de juros aliada a um comportamento bem conservador dos bancos, a toda a desconfiança da lava jato, e a o impacto negativo do dólar em dívidas corporativas, nos traz a um cenário de tempestade perfeita. É fato que a curva de juros chegou a estar ainda pior em outubro, chegando a quase 17% no auge da crise política, mas a tendência é de que continue pressionada pelo imobilismo de Brasília e o impacto negativo retardado da alta do dólar na expectativa da inflação.

Por outro lado, as taxas já estão bem esticadas e acima da taxa SELIC. Isto indica que se o Banco Central ficar imóvel (o que deve, pois agora só salva a economia a responsabilidade fiscal), a taxa deve naturalmente ceder. Além disso, se tivermos surpresas positivas com aprovação parcial do ajuste fiscal o mercado tende a reagir positivamente. Dentro de muitas incertezas, diríamos que para cada 1pp de risco de alta, há 3pp de risco de baixa.

Dólar: Otimista/Neutro

Com as lambanças de Brasília, o dólar testou novas máximas históricas, rompendo os R\$4,00, valor que atingiu em 2002, quando o mercado financeiro temia que o governo do PT, então favorito, implementasse uma política parecida com a atual – o populismo sem lastro. A percepção de governança do país piorou sensivelmente e o case emergentes como um todo realmente perdeu o elã nos últimos 12 meses. Mas acreditamos que o ápice do movimento “*risk out*” já passou e tanto no dólar como em outros indicadores como CDS já foi precificado um cenário bem negativo para o país, que acreditamos que não deverá se materializar.

Por isso, achamos que o dólar a R\$4,00 ficou no passado e é mais provável buscar o patamar de R\$3,50, que ainda consideramos excessivo, mas é realista diante do risco Brasília no atual momento. Uma vez tendo uma solução do risco Brasília, o dólar poderia buscar os R\$3,00 que, na nossa opinião, eram mais factíveis com os fundamentos da economia em um cenário de rápida recuperação da qualidade das contas externas (como já está ocorrendo, com a forte virada da Balança Comercial para superávit de US\$15 bilhões em 2015 e US\$30 bilhões em 2016).

Crédito Privado: Otimista/Neutro

Como reflexo do mercado de crédito em geral, as condições estão mais restritivas, incluindo as operações de dívida estruturada. Operações que antes rodariam com prazo de 5 anos e um custo de IPCA +8% ao ano, estão conversando com operações de no máximo quatro anos e um a taxa de IPCA +12%. Se for uma operação tradicional com banco, então, o prazo dificilmente passa de 2 anos e o custo explodiu. Em resumo, que tem menos 2% ao mês está no lucro.

Mas observamos diversas empresas que estão buscando novos canais pela primeira vez, com destaque para o setor de construção, onde o financiamento à produção era um “*done deal*” e as incorporadoras primeiro vendiam para depois viabilizar o financiamento. Agora não mais. Mesmo as grandes do setor estão tendo que pensar fora da caixa para levantar *funding* a obras já comercializadas.

Continuamos muito otimistas com a dívida estruturada no longo prazo, pois é uma tendência internacional e na qual o Brasil ainda engatinha. Um dos grandes obstáculos que observamos é a falha nas informações financeiras e contábeis, pois a grande maioria das empresas relega a 5º plano o controle desses dados. Este é o grande desafio que nós da Vera Cruz temos, porque ter os dados em ordem implica em realizar diversas mudanças relevantes, inclusive as culturais. Mas a cada dia encontramos diversas empresas menores e desconhecidas com grande potencial, que continuam investindo e apostando no seu futuro, em vez de aceitar a lamúria coletiva. E para nós é muito gratificante poder colaborar para o sucesso desses “empreendedores teimosos” no médio e longo prazos.

Commodities agrícolas: Sinais divergentes

Dentro da pauta de exportação brasileira, deveremos observar grande divergência no comportamento dos preços das commodities nos próximos 12 meses. A grande vedete positiva tende a ser o açúcar, como já mencionamos em outra seção deste relatório. O mercado de etanol drenou oferta de açúcar, levando o setor ao primeiro déficit (oferta inferior à demanda) em pelo menos cinco anos. A celulose também está em dinâmica positiva, embora siga no seu ritmo próprio (não está sujeito a fortes variações de preço e sim mudanças mensais equivalentes a no máximo 3%). É possível que a soja e o milho também tenham tendência de alta, embora sem espaço para grandes movimentos pois os mercados estão com estoques confortáveis.

Já no mercado de leite e carne é provável uma queda nos preços, refletindo uma estação chuvosa bem superior ao verão 2014/2015. No mercado externo os preços da carne bovina e a carne de frango tendem a ficar limitados pelo preço do petróleo, dado que vários países consumidores como Arábia Saudita e Rússia estão sofrendo com a queda do seu principal produto de exportação. Outros produtos relevantes no dia a dia, como frutas e verduras, tendem a ter preços menores diante de uma boa estação chuvosa nas regiões Sul, Sudeste e Centro Oeste.

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 a partir de R\$1 milhão).



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>.