

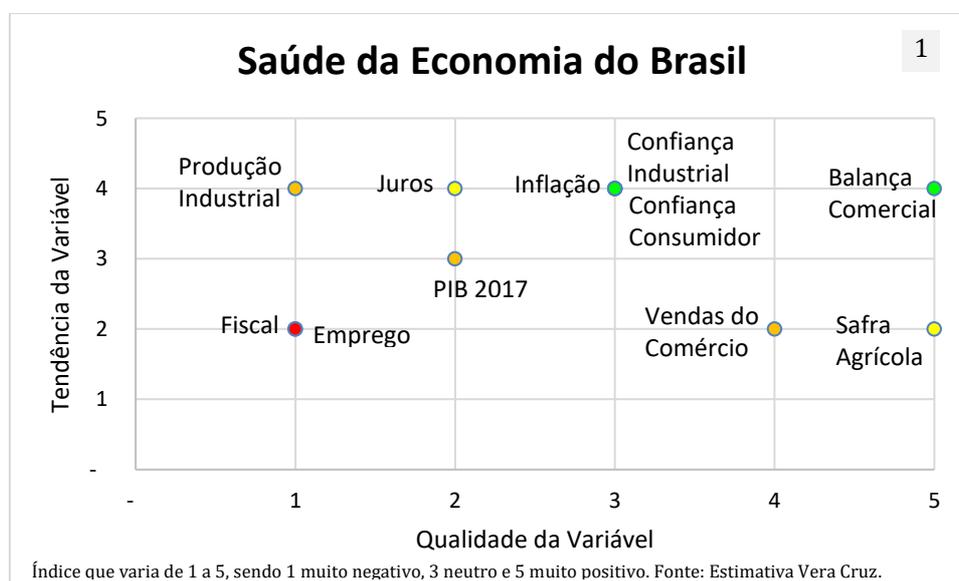
Perspectivas - Dezembro 2016

Cenário Geral: Positivo/Neutro

Governo e população alinhados com compromisso fiscal

As eleições municipais de 2016 foram definitivamente um ponto de mudança na qualidade da escolha política da população, indicando que o eleitor está bem mais antenado do que muitos poderiam supor. Saíram em quantidade relevante populistas e alguns governantes ligados a suspeitas de corrupção, além de muitos governantes de baixa qualidade na sua gestão. Por outro lado, houve uma maior pulverização do poder, o que é negativo no longo prazo, mas só será resolvido com uma reforma política que inclua a cláusula de barreira. O recado foi de mudança, e esta por sua vez em prol da responsabilidade fiscal. Dentro das limitações da realidade do país, diríamos que o povo ganhou uma nota oito. Do lado do governo, as medidas de ajuste fiscal estão sendo implementadas, embora em um ritmo mais lento que o ideal. A aprovação da PEC do Teto é apenas uma de várias medidas necessárias para que o buraco do governo pare de piorar e a dívida pública se estabilize. A reforma da Previdência é imprescindível, assim como uma moratória dos aumentos de salários do funcionalismo público.

Na economia, a retomada da atividade ainda é uma expectativa, algo razoável dado que os gastos do governo estão em contração, assim como o crédito e a renda, impactando negativamente o consumo. O lado positivo tem sido a inflação, que está no menor nível em mais de 3 anos. No mundo, continuamos com um cenário entre neutro e negativo, com muito ruído do Brexit e das eleições americanas, que tiveram um vencedor e milhões de perdedores. Parece impensável, mas o Brasil está evoluindo positivamente na política e na conjuntura econômica, enquanto países desenvolvidos estão regredindo. Em suma, 2017 parece delinear uma transição positiva para o Brasil, em meio a uma economia global com mais incertezas, porém com taxas de juros em níveis baixos e um crescimento econômico razoável.



Check List:

12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

- 1. Inflação.** A inflação continua com forte desaceleração e o mercado já faz modificações relevantes de projeções. Melhor que o esperado.
- 2. Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** Arrecadação ainda continua muito frágil e a surpresa positiva é a repatriação de ativos. Em linha com o esperado.
- 3. Política Monetária do BC.** Início do ciclo indica um BC “pé no chão”, que não vai fazer loucuras com a taxa de juros, garantindo a sustentabilidade no longo prazo. Melhor que o esperado.
- 4. Política Econômica dos EUA.** Eleição do Trump é um desastre em potencial, com impacto para o Brasil e o mundo. Pior que o Esperado.
- 5. Produção Industrial.** Resultados de julho e agosto muito fracos. Pior que o esperado.
- 6. Exportações de Manufaturados.** Crescimento ainda patina. Pior que o esperado.
- 7. Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** Mudança positiva continua, mas em um ritmo mais lento. Em linha com o esperado.
- 8. Rating (risco de crédito) do Brasil.** A percepção de risco Brasil continua melhorando, especialmente com a aprovação da PEC do teto. Em linha com o esperado.
- 9. Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Economia dos EUA mantém o ritmo de crescimento comportado e Fed não sobe os juros. Melhor que o esperado.
- 10. Evolução da Atividade na China.** A economia está em desaceleração mais lenta que o esperado. Melhor que o esperado.
- 11. Petrolão.** A gestão da Petrobrás continua no rumo certo e a empresa já teve até upgrade de rating. Melhor que o esperado.
- 12. Política Cambial do BC.** Atuação do Banco Central ainda discreta. Em linha com o esperado.

Perspectiva Mundo: Neutro

EUA: Pessimista

Black Swan é como alguns economistas se referem a eventos inesperados, que raramente acontecem. Trump é um *Black Swan*, um outsider que se elegeu dentro de um sistema político teoricamente robusto e com base em um discurso radical, populista, com proposições de racismo, xenofobia e protecionismo. Não é à toa que muitos políticos experientes no mundo inteiro nem consideraram o seu cenário, por ser além de ruim, improvável. Assim com os experimentalismos da equipe da Dilma deram no que deram, os experimentalismos de Trump, se colocados à risca de boa parte das promessas, não tendem a trazer bons frutos.

Para explicar melhor o temor de muitos analistas, é importante entender um pouco a essência dos Estados Unidos e de onde vem o seu “mojo”. A economia americana é a mais forte do mundo por inúmeros aspectos, mas vamos tentar simplificar nos seguintes: 1) sistema político bem estabelecido, com vários contra balanços; 2) forte defesa da livre iniciativa; 3) forte estímulo à meritocracia; 4) economia aberta, com grande comércio exterior com praticamente o mundo inteiro; 5) excelentes centros universitários; 6) grande influxo de imigrantes do mundo inteiro continuamente, estimulados pelo ambiente fértil. Como tudo nesta vida, cada coisa tem seu lado bom e seu lado ruim. Os Estados Unidos se beneficia de modo relevante com os imigrantes, contribuindo positivamente para empresas como a Apple, mas por outro lado uma indústria como a têxtil é quase inexistente, além do fato da própria Apple não ser uma indústria, mas uma desenvolvedora de produtos e tecnologia que fabrica seus produtos com terceiros na Ásia. Se a Apple for obrigada a produzir seus telefones nos EUA, ela vai em um primeiro momento empregar mais americanos, mas terá que optar por menores margens ou um produto mais caro, reduzindo a sua competitividade. E se os estrangeiros se sentirem menos atraídos para morar nos EUA, o país perderá parte da sua capacidade de criar empresas e riqueza. Em resumo, não há milagre: na meritocracia vencem os melhores no longo prazo e aqueles que não forem tão bons ficam pelo caminho. São esses, que muitas vezes nunca saíram dos Estados Unidos, que acham o país não é o centro do mundo, mas o próprio mundo, que depositam as suas esperanças no Trump.

Parece absurdo isso, mas por incrível que pareça os ideais do Trump (pelo menos os da campanha) são muito semelhantes aos ideais de partidos de esquerda do Brasil. Enquanto um quer reduzir a competição econômica com estrangeiros e criar mais empregos para os incompetentes, o outro quer reduzir a competição intelectual através de cotas, quer criar empregos públicos ou reservas de mercado de emprego privado, dar auxílio financeiro para mais e mais pessoas, criando verdadeiras castas. Parte-se de pontos teoricamente opostos para chegar nos mesmos erros e resultados.

Ainda é cedo para ver o quanto de dano os EUA terão, mas o racional é bem simples: quando se tem um medíocre em um governo, se sair algo bom é por sorte, pois o dificilmente com os *inputs* errados você obtém um bom produto. Não existe *short cut*. Existe autoengano e ganho de tempo para uma colheita de desastre depois, como estamos observando no Brasil.

Com esta visão colocada, a grande questão que nos interessa é: qual será o impacto para o Brasil? O impacto mais relevante se dará pelo aumento da instabilidade internacional, com um aumento da

aversão ao risco. Pelo que foi sinalizado pelo candidato, haverá uma tentativa de medidas expansionistas, como a redução de impostos (já realizada no governo Bush) e investimentos em infraestrutura, dentre outros. Com isto, a situação fiscal dos Estados Unidos deverá piorar e a demanda de juros maiores por sua vez tende a subir. Este raciocínio explica em parte por que a taxa de juros longa subiu no Brasil pós eleição americana.

Mas a percepção de que a alta da taxa de juros nos EUA será diretamente negativa para os emergentes, nos parece um raciocínio simplista. No médio e longo prazo, significa que o risco relativo do Brasil ante os EUA deve melhorar, tanto pela piora na política econômica dos EUA, como pela melhora da política econômica do Brasil. Se fôssemos gestores de uma multinacional com uma decisão de investimento em iguais condições entre Brasil e EUA antes das eleições americanas, certamente estaríamos propensos a decidir por realizar o investimento no Brasil após os últimos fatos, pela simples razão de uma sinalização negativa nos EUA e uma sinalização positiva do Brasil.

Outro ponto importante é o risco de protecionismo. Como o Brasil tem uma balança equilibrada e não tão relevante com os EUA, que são responsáveis por menos de 13% das nossas exportações, o impacto negativo de eventuais sobretaxas seria limitado, atingindo setores específicos como o siderúrgico. Mas para o México, definitivamente pode ser um “soco no estômago”, pois 84% das suas exportações são para o NAFTA (Estados Unidos e Canadá). Somente as exportações de veículos e caminhões do país somaram US\$43 bilhões em 2015, em sua quase totalidade para os vizinhos do norte, enquanto no caso do Brasil essas exportações foram de míseros US\$3,4 bilhões. O Brasil poderia sofrer um pouco mais via China, se ela sofrer sanções e tiver a sua capacidade de exportação limitada, mas é algo mais distante de acontecer, visto que ela não tem as regalias que o México tem via NAFTA.

Europa: Neutro

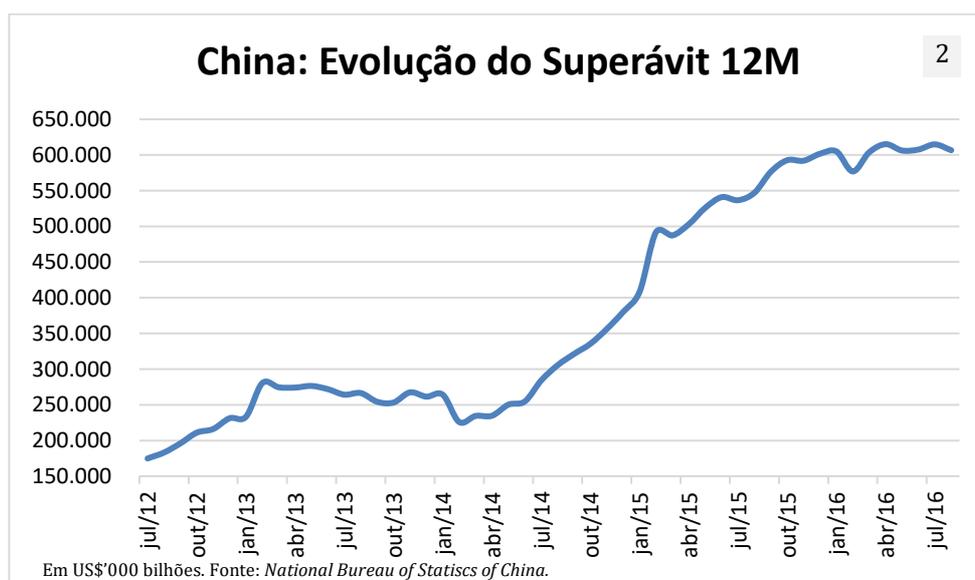
A economia europeia tem apresentado um desempenho razoável, com projeção de crescimento de 1,5% em 2017 segundo o FMI, mas com vários ruídos. O Brexit, os atos terroristas, a crise bancária ainda não resolvida. Dentro deste caldeirão, a questão da imigração provavelmente é o que mais chama a atenção de todos, pois envolve de modo claro milhares de pessoas, com dezenas de fatalidades por afogamento, para citar uma das causas de mortes. É uma situação difícil, mas o povo europeu em geral tem sinalizado que não quer uma imigração irrestrita, como a Merkel chegou a sinalizar em 2015. O controle de fronteiras e da imigração é um conceito básico para a preservação da segurança e do planejamento econômico de um país. Pelo contrário, muitos países desenvolvidos utilizam a política de imigração para atrair novos cidadãos com um nível intelectual e financeiro maior que a média da sua população. E a União Europeia, depois de “idas e vindas”, fechou a porteira para não comprometer os dois pilares mencionados, a segurança e a economia.

Geopoliticamente, a Europa possui três problemas relevantes para resolver: 1) a Grã-Bretanha, que além de sair do bloco pode passar por uma desintegração, com as saídas da Irlanda e da Escócia; 2) a Turquia, com um governo que flerta cada vez mais com uma ditadura e com decisões questionáveis do ponto de vista de direitos humanos; 3) a Rússia, que volta a acrescentar incertezas diante de possíveis mudanças dos EUA na política externa, que sinalizam menos apoio à Otan, dentre outras medidas. Em meio a tudo isso, há um risco crescente de crescimento da extrema direita em diversos países, com destaque para a França através do *Front National* e de Marine Le Pen, que lidera pesquisas com quase 30% de intenções de voto na eleição de maio de 2017.

China: Pessimista

O crescimento de 6,4% do PIB chinês no 3º trimestre só reforçou a desconfiança de que há uma maquiagem nos números oficiais, dado que pelo terceiro trimestre consecutivo a variação anual é idêntica, algo “bonito de mostrar”, mas estatisticamente difícil de explicar. O que se observa via outros dados é um enfraquecimento da economia, com a desvalorização do yen e a queda das exportações e importações, que ocorre desde o início de 2015.

Outro ponto de grande preocupação é o nível de endividamento das empresas. Algumas das transações de M&A no qual empresas chinesas adquiriram empresas estrangeiras ocorreram de modo nebuloso, gerando situações onde uma empresa chinesa altamente endividada compra uma estrangeira pouco endividada a vista em dinheiro. Como é que em uma situação normal a entidade insolvente consegue dinheiro para comprar a entidade saudável? Enfim, a China tem muitos movimentos que talvez não busquemos as respostas pois não vamos gostar delas... É torcer para que a bomba ou não exploda, ou que seja uma explosão controlada...



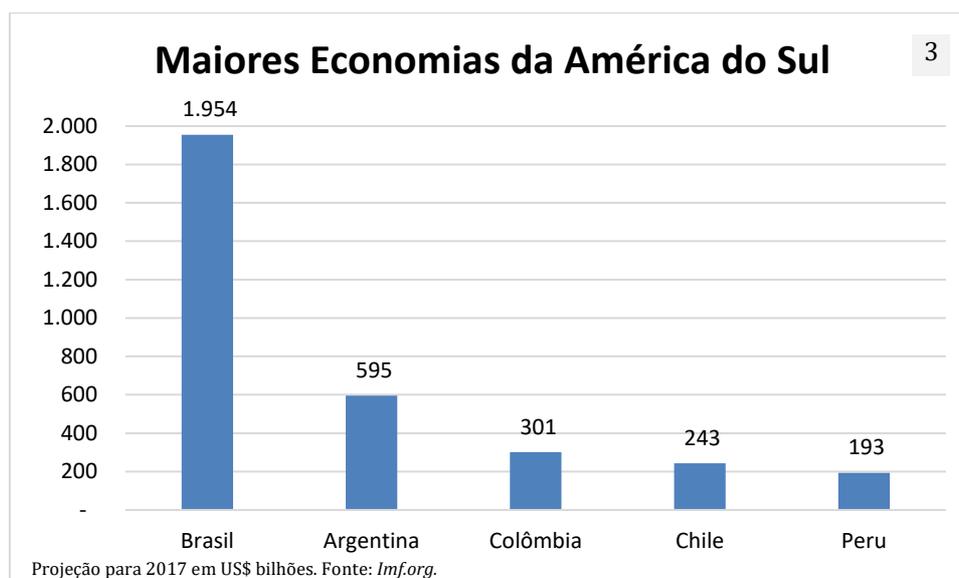
América Latina: Otimista

Após mais de uma década com governos populistas e uma gestão sofrível (à exceção de Chile e Colômbia), a América Latina parece mudar o rumo dos seus governos para uma visão pró mercado, com menos subsídios, menos estado e menos protecionismo. As únicas exceções são a Venezuela e o Equador. Segundo o FMI, a região deve crescer 1,6% em 2017 após uma retração de 0,6% em 2016 puxada pelo Brasil, já refletindo em parte um pouco das mudanças para melhor na gestão da economia nos diversos países.

A Argentina saiu da moratória da dívida em abril e o novo governo, empossado em dezembro de 2015, está recolocando as tarifas públicas em condições de mercado. Para ter uma idéia do antigo descalabro, algumas tarifas foram elevadas em até 700%! O Paraguai, por sua vez, está se consolidando como uma plataforma de baixo custo de produção, atraindo em especial várias empresas brasileiras. O país tem a

vantagem de um custo de energia muito baixo devido à usina de Itaipu, na qual o Paraguai detém 50%, e de uma estrutura tributária simples. Recentemente, o país está aprofundando a cooperação com o Brasil na área da segurança, combatendo redes de tráfico de armas e drogas. Se houver uma boa evolução nesta parceria, o país poderá dar um salto de desenvolvimento, pois a insegurança e o contrabando talvez sejam os grandes fatores de percepção negativa do país e inibição de investimentos do setor privado estrangeiro.

A Colômbia, por sua vez, está resolvendo seu impasse final com as FARC, trazendo fim a um conflito de 52 anos. Há a expectativa de um mini boom da economia puxado pela reconstrução de parte do país, aumento do turismo e ampliação de investimento estrangeiro, especialmente fora do setor de petróleo e mineração. Já o Peru, quinta economia da América do Sul, tem um governo recém-eleito que indica uma direção positiva para a sua economia, com propostas de incentivar investimentos, flexibilizar leis trabalhistas e aumentar a arrecadação por meio do combate à informalidade segundo a Folha de São Paulo. Mesmo o Chile, que possui um governo de esquerda, pelo menos tem uma visão mais progressista e com menos retórica. A América do Sul tem, então, uma chance única de avançar na integração dos seus países, deixando de ser apenas uma grande plataforma de fornecimento de commodities.

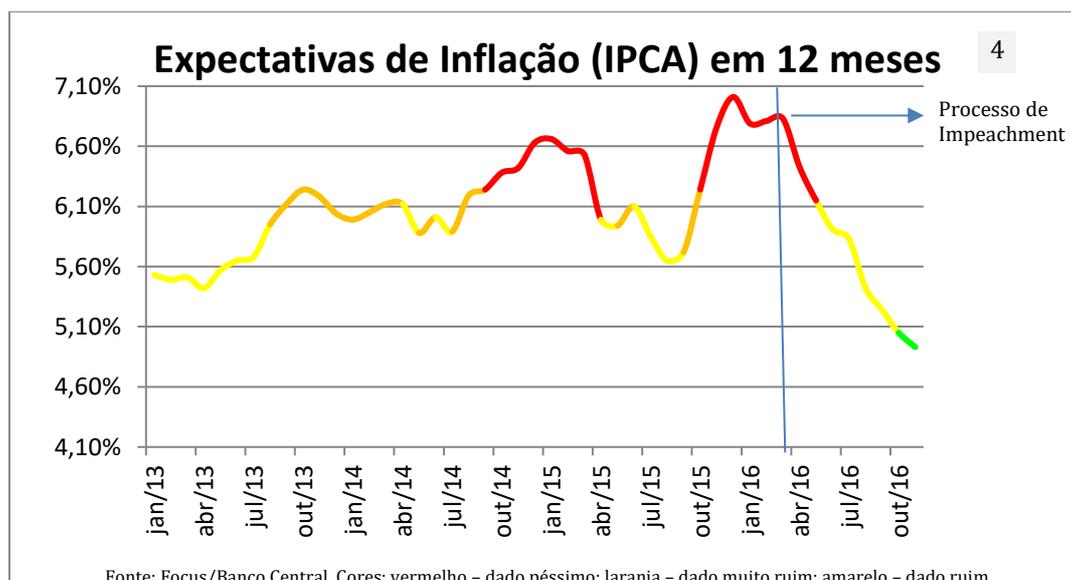


Enfim, talvez não tenhamos tido um alinhamento tão positivo nas principais economias do continente em várias décadas. Apesar dos países vizinhos representarem quase o equivalente ao PIB do Brasil (vide gráfico 3), a região representou apenas 16% das exportações do país, sendo que Colômbia e Peru representaram apenas 3%. A nossa baixa taxa de exportação de produtos manufaturados está diretamente ligada a isso: a baixa penetração nos países vizinhos. Assim como o baixo número de turistas estrangeiros, dado que a grande maioria dos turistas tende a vir de países vizinhos, como é o caso do México, onde os EUA e Canadá representam 70% dos seus visitantes. Em 2015, o Brasil foi apenas o quinto maior exportador para a Colômbia, sendo responsável por apenas 4% das importações daquele país, atrás de países como México, que exportou o dobro do Brasil e da Alemanha. Pelo peso regional o país, o Brasil deveria ser responsável por no mínimo 20% das importações de seus vizinhos. Enfim, temos muito chão pela frente. Para os grandes grupos econômicos brasileiros que ignoram os vizinhos, quem sabe a agora seja o momento de rever conceitos e aproveitar as oportunidades.

Perspectiva Brasil: Otimista

Em linha com o que esperávamos, na seara da economia a inflação tem sido a melhor notícia do Brasil no segundo semestre. E as expectativas para 12 meses continuam melhorando e já se aproximam da meta de 4,5%, que é o principal objetivo do Banco Central com base no regime de metas de inflação. Como já colocamos algumas vezes, é possível que tenhamos finalmente um ciclo inflacionário positivo, e não descartamos uma inflação anual próxima a 4% em algum momento nos próximos 18 meses. O câmbio é favorável, a capacidade ociosa da indústria é favorável, o alto desemprego é favorável. Precisamos aproveitar este cenário duro para quebrar a inércia inflacionária. A tradicional política de repasse de custos não funciona mais. Em vários mercados estamos observando líderes sendo massacrados por diversos motivos. Uma das maiores empresas de produtos de higiene e beleza do Brasil apresentou queda de 22% na quantidade de produtos vendidos no 3o trimestre após um forte reajuste de preços (em torno de 15%). Em outro mercado, uma grande montadora de automóveis está sendo massacrada por apresentar carros desatualizados e caros (além de alguns problemas com fornecedores). Mesmo a cervejaria líder de sempre tem perdido mercado há mais de dois anos e já não pode se dar ao luxo de colocar seus preços onde bem entender. Uma grande empresa de alimentos foi criticada por analistas do mercado financeiro por absorver custos, mas no atual cenário é preciso pensar a longo prazo e não apenas no resultado do próximo trimestre.

A dinâmica do país está mudando. Não tem mais dono do pedaço, amigo do rei. Até mesmo o mercado bancário, que infelizmente está passando por uma concentração de mercado inexplicável do ponto de vista de ameaça à concorrência, vai ter que se adaptar de uma forma ou de outra. As *fintechs*, como o Nubank (cartão de crédito virtual) e os novos bancos de digitais vão atrair uma nova competição aos atuais players dominantes. E a mudança de governo reforça esta diretriz, além da sinalização da sociedade de que quer a redução de relações questionáveis entre o setor privado e o setor público.



Se por um lado a inflação tem trazido notícias positivas, por outro a atividade ainda está em trajetória aquém do ideal. Precisamos de um cenário ainda mais benigno da inflação e de um ritmo mais acelerado

da implantação de medidas fiscais que permitam ao Banco Central acelerar a queda de juros e tragam uma consolidação da confiança do investidor, permitindo que a máquina volte a andar. O fato é que o governo anterior fez tantas medidas brilhantes, que estamos lidando a cada semana com um novo esqueleto – são os concessionários quebrados, é o buraco do setor elétrico, são os estados e municípios quebrados... A lista é grande.... Contudo, considerando todas as variáveis, observamos que a percepção de risco do Brasil está em clara trajetória de queda, o que é importante no longo prazo, apesar de ainda estar em nível superior ao de 3 anos atrás.



Atividade: Neutro/Otimista

Os dados dos últimos meses têm indicado que a retomada da economia será bem mais difícil que em outras ocasiões. O crédito continua uma draga e nem se a taxa de juros voltar a 1 dígito vamos observar uma melhoria relevante, pelo menos não em um horizonte de 12 a 18 meses. A renda também está patinando e o desemprego continua subindo, embora em ritmo mais lento. E como inúmeros estados e municípios estão quebrados, o saco de maldades vai bater pesado no funcionalismo público, que outrora foi um dos últimos bastiões de consumo (tiveram aumentos espetaculares de renda nos últimos 15 anos) e do crédito através do financiamento consignado (que foi criado há 13 anos atrás). Ou seja, o consumo das famílias advindo de funcionários públicos vai ser um elemento contracionista num horizonte de pelo menos 24 meses.

Sem crédito e sem renda, um dos motores que nos restam é o setor agrícola, que sofreu a maior quebra de safra em 2016 e caminha para um crescimento superior a 10% na safra 2016/2017, que começará a ser colhida em março/abril do ano que vem. Mas mesmo neste segmento, se por um lado teremos mais quantidade, por outro o preço da soja no mercado internacional está mais fraco devido à grande safra dos EUA e o real valorizou, resultando em um preço em reais cerca de 10% a 20% inferior ao apresentado no início de 2016. Por outro lado, indica preços de alimentos mais comportados no futuro. Tudo considerado, a agricultura sozinha deve crescer mais de 5% em 2017 e contribuir com cerca de 0,5% no crescimento final do PIB.

A tábua da salvação, como já colocamos inúmeras vezes, precisa vir das exportações, com a reinserção do Brasil no mercado internacional, via maior foco das indústrias nas exportações e um maior foco do Itamaraty em novos acordos comerciais. Neste sentido, no mês de novembro a Argentina recebeu a maior missão de empresários brasileiros dos últimos 20 anos, com 115 empresários. Este é o caminho. Em 2017 o cenário na Argentina pode ser positivo para o Brasil, dado que o governo local tende a colher uma parte dos ajustes fiscais realizados e a economia deve voltar a crescer.

Contudo, no curto prazo as exportações ainda patinam e, mesmo no setor de automóveis, observamos uma estagnação, com a média de 3 meses até outubro crescendo apenas 7%. E este setor, que é o grande empregador da indústria, continua em patamares de venda e produção preocupantes. A ociosidade roda em torno de 50-55%! Quase todos torcem para o Salão do Automóvel ser um ponto de virada nesta conjuntura.

Governo: Otimista

Conforme esperávamos, o PSDB foi o grande vencedor das eleições, com o melhor desempenho qualitativo da sua história e da história recente do Brasil. O PT, por outro lado, foi ainda pior do que eles mesmos imaginavam, virando tecnicamente um partido nanico, principalmente em número de grandes prefeituras. Só para efeito de comparação, o PPS, que possui uma bancada de 8 deputados, conquistou 6 grandes cidades, enquanto o PT com seus 58 deputados conquistou 1 grande cidade, Rio Branco (AC).

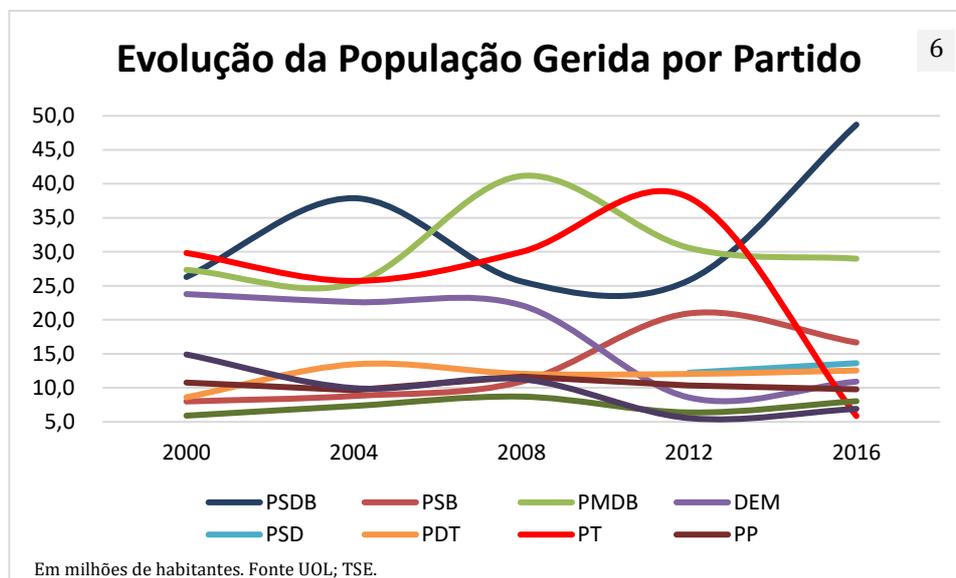
O PSDB conquistou cerca de 25% da população do Brasil – 49 milhões de habitantes (vide gráfico 6) - e 29 dos 93 municípios mais relevantes, contando com quase metade do eleitorado do estado de São Paulo, 3 das cinco maiores cidades do Rio Grande do Sul e 7 capitais, com destaque para São Paulo, Porto Alegre (pela primeira vez na história), Manaus e Belém. A grande frustração ficou por conta de Belo Horizonte, onde Aécio Neves sofreu sua terceira derrota consecutiva (governo de Minas e votação para presidente em 2014 foram as anteriores). Com esta vitória retumbante é factível vislumbrar uma bancada em torno de 100 deputados para as eleições de 2018, tornando o partido o único de primeiro nível em termos de tamanho de bancada e horário eleitoral.

O PMDB foi um perdedor marginal, tendo como grande derrotado o PMDB do Rio de Janeiro, que perdeu a capital e caminha ladeira abaixo de mãos dadas com a crise do governo do estado e as acusações de corrupção. Mas considerando todos os poréns e o fato de ter sido o principal sócio do PT, diríamos que está no lucro e caminha para ser a segunda maior bancada em 2018, mas com um patamar de 60 a 70 deputados.

As eleições sinalizam que teremos um terceiro pelotão com partidos de segundo nível no que tange ao tamanho, com bancadas entre 30 e 50 deputados, onde se encaixarão PSB, PSD e PP, com o DEM e o PT no patamar de baixo deste intervalo. Dentre esses partidos, o DEM teve um resultado marginalmente positivo, enquanto o PSB alinhado ao PSDB de São Paulo teve resultado exitoso.

Abaixo deste grupo, o cenário depende das reformas que forem aprovadas, como o fim das coligações proporcionais – hoje é possível fazer um grupo PSDB-PSB de deputados federais e eleger um deputado do PSB mesmo votando em um do PSDB – e a cláusula de barreira. Os partidos mais feridos de morte num cenário otimista de reformas (cláusula de barreira de 2% em 2018) serão os nânicos e vários de esquerda, como PV, PC do B, PSOL, PCB e Rede. Se no final for aprovado a reforma que já passou no

Senado, podemos assumir que os partidos restantes terão um acréscimo de 20% nas suas bancadas, sendo o PSDB e o PMDB os grandes beneficiários.



Com o resultado das eleições, que fortaleceu de modo relevante a base do governo federal e massacrando o PT, a agenda de reformas ganhou impulso. A PEC do Teto é o primeiro passo, com aprovação completa até o final de 2016. A reforma da Previdência deve iniciar após a aprovação da PEC do Teto e o governo já vem trabalhando em vários pontos: 1) idade mínima de 65 anos para homens e mulheres; 2) convergência das regras da previdência pública para a privada; 3) fim de aposentadorias especiais, com exceção dos militares, que ainda devem ter um regime de previdência diferenciado, embora com novos ajustes. Dentro do setor público, um consenso crescente é o aumento da alíquota máxima de contribuição de 11% para 14%. Na reforma trabalhista, do outro lado, temos uma solução simples, que é a aprovação da terceirização da atividade fim, mas dependemos da boa vontade de um congressista para colocar o tema em votação no Senado, pois já foi aprovado na Câmara.

Além desses pilares, há diversas medidas administrativas ou leis complementares que podem reduzir as despesas. A primeira revisão de cadastro do Bolsa Família já reduziu em 10% a base de beneficiários; a revisão de pensão por saúde tem mostrado até 80% de fraudes e a lista vai aumentando. Se alguém tem dúvida de que dá para reduzir dezenas de bilhões do gasto padrão PT com uma gestão mais competente e menos ideológica, sem contar os aspectos heterodoxos, não tenha dúvida. Mas a qualidade de gestão ainda tem uma avenida para melhorar. O governo reduziu poucos ministérios, não fechou quase nenhuma autarquia e os únicos passos de privatização estão ligados à Infraero e a promessa de venda de subsidiárias da Eletrobrás. Não adianta só comemorar que parou de piorar, temos que colocar o governo num *spa* geral e quebrar as regras. É como o novo prefeito de São Bernardo, Orlando Morando, anunciou que vai fazer: cortar todos os carros e motoristas é uma das primeiras medidas. Se fôssemos estender o mesmo para os poderes executivo, legislativo e judiciário, imagine quantos bilhões de reais não seriam poupados!

Investimento: Neutro/Otimista

Segundo o BNDES, os pedidos de financiamento atingiram um fundo do poço no final do terceiro trimestre e já há a expectativa de uma demanda anualizada em torno de R\$100 bilhões. Este nível é bem abaixo do pico de R\$190 bilhões em 2013, mas ainda é um volume mais elevado que os R\$60 bilhões pré anabolizantes do governo petista. De qualquer forma, o governo tem mudado substancialmente o mix de custo, adicionando linhas em CDI em detrimento da TJLP, que está atualmente em 7,5% ante 14,00% da SELIC após a primeira redução de juros em outubro. Aliás, do ponto de vista fiscal, a queda da SELIC tende a trazer uma queda importante nas despesas do governo, que sagra bilhões ao emprestar a 7,5% enquanto capta a 14%.... Fazendo uma conta simples, o BNDES tem uma carteira de empréstimos de R\$647 bilhões (base jun./16). Considerando o diferencial da TJLP e assumindo que 100% dos empréstimos seja em TJLP, somente o BNDES pode estar gerando um prejuízo anual de R\$42 bilhões, o que alguns jocosamente denominam bolsa-empresário. Como tivemos nos últimos anos linhas ainda mais generosas como o PSI, com taxas abaixo de 5%, é provável que a conta esteja em R\$50 bilhões/ano. Cada redução de 1% na SELIC permite reduzir em R\$6,5 bilhões esta conta. É importante, do ponto de vista fiscal, que o CMN mantenha a TJLP congelada em 7,5% para que a SELIC convirja a ela, reduzindo esta distorção.

No geral, os grande motores para a recuperação do investimento em 2017 estão ligados à 2 pilares principais: 1) indústria do petróleo, que depende de um petróleo em torno de US\$50, além da venda de ativos da Petrobrás e da sua saída como operadora de vários campos; 2) concessões de aeroportos, rodovias e ferrovias, que dependem por sua vez de renegociações de algumas concessões já existentes e de uma ambiente externo favorável que atraia novos operadores estrangeiros e que não envolva as construtoras da Lava Jato. Mesmo em concessões já existentes, há um caminho neste sentido, como a provável saída da Odebrecht do aeroporto do Galeão. Outro pilar que deve ganhar relevância, mas tende a impactar mais o segundo semestre, é a privatização de empresas ligadas aos estados e municípios, com destaque para o setor de água e esgoto, que pode passar pela maior mudança em pelo menos uma década.

Setor Externo: Otimista/Neutro

A quebra de safra está pesando nas exportações do Brasil neste segundo semestre e é provável que o superávit de 12 meses fique entre US\$40 e US\$45 bilhões, abaixo dos US\$50 bilhões anteriormente esperados por nós. A exportação de produtos manufaturados também está aquém do esperado, com um crescimento ainda baixo. No setor automotivo, por exemplo, as exportações chegaram a pouco menos de 25% da produção e estão estagnadas abaixo desse patamar. O principal mercado, a Argentina, ainda passa por ajustes com o novo governo, que realinhou os preços de tarifas públicas, causando um salto da inflação nos últimos meses, impactando negativamente na demanda de produtos.

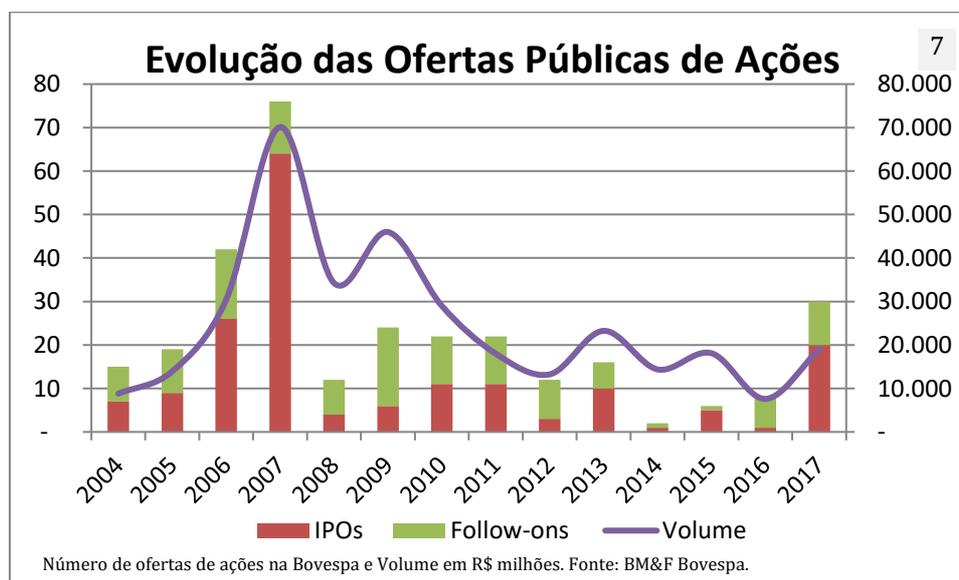
No entanto, considerando o cenário para o ano que vem, teremos um novo salto nas exportações de soja e, principalmente, milho. Outras commodities continuam na média com bom desempenho de preços. No minério de ferro, que chega a representar 7% das exportações do Brasil, houve um salto nos preços que para muitos analistas é difícil de explicar, atingindo patamar superior a US\$65/tonelada, 30% acima do nível considerado ideal (dentro do atual cenário) de US\$50. E isso em meio a entrada do maior e melhor projeto do mundo, a expansão de Carajás. A Vale, então, está com o comando na mão. Se o cenário continuar muito positivo, pode acelerar um pouco mais o *ramp up* da produção.

Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Otimista/Neutro

Conforme havíamos destacado no relatório anterior, a bolsa tende a entrar em uma nova fase, com uma grande quantidade de aberturas de capital. Uma das empresas que mencionamos, a Alliar, uma rede de laboratórios, inaugurou a fila. As operações de ações anteriores foram *follow-ons*, pois as empresas já tinham listagem na bolsa. Assumindo que os IPOs superem 20 empresas em 2017, o próximo ano será o melhor para bolsa desde 2007 e o terceiro melhor da história, conforme o gráfico 7. Além da entrada de novas empresas aumentar a atratividade do mercado, a queda do risco Brasil e da taxa de juros também devem estimular um maior fluxo para a bolsa, especialmente de investidores estrangeiros. Com isto, será consolidado um ciclo virtuoso que esperamos continuar pelos próximos 5 a 10 anos.

Além disso, do lado do investidor local, também há um grande potencial. Nos fundos de investimento, a fatia de renda variável está nas mínimas em 15 anos, abaixo de 10%. Já em 2007, com a bolsa no seu auge, esse percentual chegou a 22% segundo a BM&FBovespa e a ANBIMA. Considerando então 10% do patrimônio dos fundos, teríamos um potencial para R\$315 bilhões de fluxo, ou 14% do valor de mercado da bolsa. Os fundos de pensão, por sua vez, também estão abaixo da sua exposição histórica em renda variável, com apenas 18% do total do seu patrimônio, contra uma média nos últimos 15 anos superior a 30% segundo a BM&FBovespa e ABRAPP. Neste caso, também assumindo uma migração de 10%, teríamos um fluxo potencial de R\$73 bilhões (a conta só não é direta porque parte do patrimônio dos Fundos de Pensão pode estar nos Fundos da ANBIMA).



Por outro lado, a bolsa já antecipou bastante as melhorias e mercado na média (considerando o Ibovespa) deve render até 15% em 12 meses, considerando um cenário otimista. Fazendo uma conta simples, com o nível de 60.000 pontos, uma rentabilidade 15% já levaria o mercado a quase 70.000 pontos, chegando perto da máxima histórica de 73.516 pontos. Para a bolsa ter uma alta sustentável, que permita superar essas máximas, é fundamental a recuperação dos lucros das empresas, algo que

ainda estará em transição no ano de 2017. Uma das poucas empresas que vislumbra ter um salto de resultados é a Vale, após o minério de ferro atingir um patamar superior a US\$60. O setor financeiro, que historicamente é resiliente, pode ser uma surpresa, assumindo que voltem a repor parte da carteira de crédito e que as provisões para devedores duvidosos recuem após o impacto da piora da economia e de vários casos ligados à Lava Jato, como a Sete Brasil.

Para a economia geral, o impacto da bolsa em 2017 pode ser relevante e positivo dependendo do volume de recursos envolvido. Como o crédito ainda está travado, a captação de recursos permite ao mesmo tempo que as empresas obtenham recursos, reduzam a alavancagem e o dinheiro de alguns fundos de *private equity* sejam reciclados, como já mencionamos em relatórios anteriores. Se chegarmos ao nível de R\$30 bilhões, entre IPOs e *Follow Ons*, o impacto pode ser até 3 vezes (assumindo a alavancagem), ou cerca de 1,5% do PIB que podem ser convertidos em investimentos, gastos etc.

Juros: Otimista

Nos últimos 3 meses a curva de juros não apresentou uma mudança muito relevante, pois o mercado já havia precificado um cenário otimista. Isto foi verdade até a eleição americana, quando o mercado antecipou o risco de maior inflação nos EUA e, conseqüentemente, maior taxa de juros devido à política expansionista proposta pelo Trump. Para se ter uma ideia do impacto negativo dessa eleição, a taxa de 1080 dias subiu de 11,41% ao ano em 4 de novembro (véspera da eleição) para 12,32% em 14 de novembro (uma semana após a eleição). Na nossa visão, este impacto negativo terá vida curta, pois a inflação continua surpreendendo positivamente e o governo está avançando em boa parte das reformas propostas.

A grande mudança que o novo governo dos EUA deve impactar é que o Banco Central provavelmente fará a redução da taxa de juros a um ritmo de apenas 0,25% por reunião (são 8 reuniões por ano), pelo menos num horizonte até abril, quando teremos um quadro mais claro de quais medidas bizarras o futuro presidente americano conseguirá impor, e uma taxa de inflação em 12 meses próxima a meta de 4,5%.

Dólar: Neutro/Otimista

Com a dinâmica positiva do risco Brasil, a recuperação de preços de commodities, a evolução positiva da política externa e a volta das aberturas de capital na bolsa, é difícil acreditar que o dólar suba num horizonte de 12 meses. A alta recente refletiu o nervosismo com a eleição americana, mas acreditamos que o cenário deverá ser uma banda entre R\$3,30 e R\$3,00. Na média, teremos então um dólar neutro para o país, no que tange ao impacto na inflação e nas dívidas das empresas em dólar. Após o soluço do mercado com o Trump, é provável que o Banco Central zere a sua posição de swaps, que já está inferior a US\$35 bilhões. Vale ressaltar que esta posição chegou a US\$108 bilhões. No dia a dia das empresas, sugerimos um menor gasto com hedge então, pois o juro interno ainda será bem superior vis a vis o risco de desvalorização.

M&A: Otimista

Com a mudança de governo e a grande quantidade de ativos à venda no mercado, o número de transações no país voltou a crescer, em linha com a nossa expectativa. Segundo a *Trasaction Track Record*, o número de transações de janeiro a outubro já passou para um leve crescimento, tendo como destaque os meses de setembro e outubro. E o aquecimento da bolsa via ofertas de ações só corrobora este cenário. Um exemplo é a Linx, que fez uma captação em setembro (via *follow on*) e anunciou uma aquisição em novembro. Dentre os setores, TI em geral tende a continuar em primeiro lugar com grande vantagem em relação aos demais. Este setor tem tido um comportamento invejável, com inúmeras operações envolvendo empresas pequenas (receita inferior a R\$50 milhões), ao contrário do resto da economia. Não temos um Vale do Silício, mas a dinâmica do setor é definitivamente um ponto fora da curva dentro da burocracia que é o Brasil. Enquanto boa parte dos outros setores “dá sono” porque poucos se mexem, aqui os negócios estão acontecendo, e quem sabe em breve o Brasil terá seus Unicórnios (empresas não listadas que valem mais de US\$1 bilhão) vindo para a bolsa.

Crédito Privado: Neutro

O cenário é mais do mesmo: aumento das taxas de juros e redução do saldo das operações de crédito. Em algum momento os bancos serão forçados a voltar a emprestar, sob pena de ter uma queda da receita vis a vis seus custos fixos. Talvez a recuperação das operações de crédito ocorra entre o primeiro e o segundo trimestre de 2017, mas até lá a situação ainda é negativa. Se os problemas com a Lava Jato estão começando a se resolver, está claro que o consignado deverá ser um dos focos de preocupação nos próximos 12 meses. Conforme colocamos no Blog do Analista, imagine um servidor público do RJ que tinha comprometido 30% do seu salário com consignado e tinha um desconto de 11% para a previdência. Ou seja, ele já tinha comprometido 41% do salário. Aí vem um pacote fiscal que aumenta para 14% o desconto da previdência e tem ainda um adicional de 16% temporário. O comprometimento vai de 41% para 60%! Algum ajuste vai ocorrer e é muito provável que o problema caia no colo dos bancos. Na dúvida, os bancos devem ter pisado no freio com todos os consignados, pois tanto os funcionários públicos como os aposentados vão pagar a conta do ajuste fiscal. Portanto, mais uma das turbinas do avião está falhando...

Imóveis: Pessimista

Mesmo com muita boa vontade, é difícil ser otimista com o mercado imobiliário em geral. Temos uma tempestade perfeita em que o tempo, além de não ajudar, não existe para a grande maioria das construtoras e dos investidores. A Poupança, grande fonte de recursos, está estagnada, com saques que têm sido compensados pela rentabilidade. A confiança do consumidor, embora tenha melhorado, deve refletir positivamente em bens não duráveis ou bens duráveis mais baratos, como um celular ou uma TV.

Se a demanda não tem uma boa perspectiva, o distrato agrava ainda mais o quadro. Para quem não é do ramo, o distrato é a devolução do imóvel pelo comprador para a construtora, que tem seu pico quando ocorre a “entrega das chaves”. Isto se dava historicamente por questões de restrição de crédito, por exemplo, quando há o repasse da dívida do cliente para o banco financiador do imóvel. Mas na atual conjuntura, o comprador que tem problema de crédito se soma ao comprador com medo do futuro e

com o investidor frustrado pela queda ou estagnação dos preços dos imóveis. E esta taxa tem atingido as alturas, batendo no caso de algumas empresas listadas na bolsa um nível de até 50% de devolução de imóveis. Então nós temos uma equação onde $\text{Estoque Final} = \text{Estoque Inicial} + \text{Estoque finalizado} + \text{Distratos} - \text{Vendas}$. Se as vendas já não estariam no mesmo nível do número de unidades finalizadas, imagine isso adicionado aos distratos. Para colocar isto em números, uma das empresas do setor na bolsa teve vendas de R\$158 milhões no 3º trimestre de 2016, mas teve distratos de R\$138 milhões, ou seja, os cancelamentos corresponderam a 87% das vendas!

Outro complicador para os imóveis é a falta de transparência nos negócios, dado que não há uma bolsa de imóveis e há milhares de produtos diferentes. Com isto, ao contrário da bolsa de ações ou de futuros, onde o preço de um ativo pode cair ou subir e não há um dono do mercado, nos imóveis o dono assume que uma casa vale R\$1 milhão e não há ninguém que marque isto a mercado, pelo menos não no balanço das pessoas físicas. E observamos um pouco deste fenômeno no índice Fipe ZAP, que tem o grande mérito de jogar luz no setor, trazendo uma estatística confiável e de boa qualidade. Se observarmos os dados até outubro, o preço dos imóveis no Brasil está estagnado (alta de 0,33% em 12 meses), quando na verdade deveriam ter caído para refletir as novas condições de mercado. Como os preços não caem, o mercado não se ajusta. Se nada mudar, quem sabe fazer conta e costuma investir vai ficar longe do mercado ainda por muitos anos.

Commodities Metálicas: Otimista/Neutro

Com a eleição americana, o mercado financeiro internacional fez o seguinte raciocínio: 1) com o Trump os EUA vão entrar em uma política expansionista, seja através de mais gastos em infraestrutura, seja na redução de impostos; 2) os EUA deverão ter mais inflação; 3) este cenário será positivo para commodities metálicas. Com isto, os preços de algumas commodities tiveram um desempenho excepcional e difícil de acreditar. O minério de ferro, por exemplo, saltou de US\$58 por tonelada em 28 de outubro, para US\$73 por tonelada em 11/11, num movimento de 26%! (valor para contratos negociados na NYMEX). Na nossa visão, é provável que boa parte desta alta seja devolvida, senão será o que chamamos de o “rabo abanando o cachorro”. Como a demanda de aço não subiu, a economia ainda não teve uma melhoria relevante e nem há esta expectativa de modo concreto, então o preço precisará conversar com este cenário. Mesmo que os EUA aumentem o investimento em infraestrutura, que por sua vez aumentaria o consumo de aço, a demanda do país não é tão relevante, por incrível que isto pareça. Segundo a *World Steel Association*, a demanda aparente de todo o NAFTA (Estados Unidos, Canadá e México) será de 137 milhões de toneladas em 2017, ou 9% da demanda global. Se houvesse um aumento de 10% desta demanda, ainda assim o impacto global seria de apenas 1%. A Vale e o Brasil, no entanto, agradecem esta reação do mercado.

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>.