

Perspectivas – Jun 2013

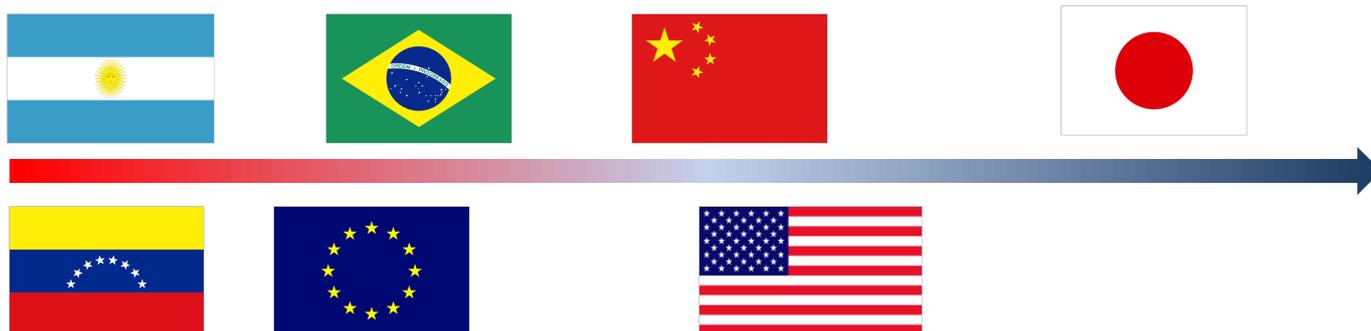
Cenário Geral: Neutro

A turma do fundão continua em sintonia

Em um ponto não podemos reclamar: Brasil, Argentina e Venezuela são países extremamente consistentes, com políticas modernas para três décadas atrás, que desafiam a lógica do bom senso e da racionalidade econômica consonante com o desenvolvimento sustentável de longo prazo. Talvez agora que observamos inúmeros sinais de esgotamento do modelo e as pressões por mudanças são crescentes, possamos ver uma evolução que compense em parte o grave desvio de rota dos últimos anos. No resto do mundo, ainda assistimos a uma evolução pouco inspiradora. A Europa continua sangrando um pouco a cada dia, e há um crescente apelo por um abrandamento fiscal. Os EUA estão em uma situação mais benigna, mas sofrendo com o aperto fiscal mais forte a partir de março. Da Ásia temos uma boa surpresa, com a recuperação da economia japonesa após uma guinada na política econômica sem precedentes, que permitiu uma expansão do consumo interno e uma desvalorização do iene em 20% contra o dólar, estimulando as exportações do país. Já na China, os dados voltaram a apresentar uma desaceleração e pode ser que observemos um crescimento do PIB em 2013 inferior a 2012.

Termômetro Relativo dos Países

1

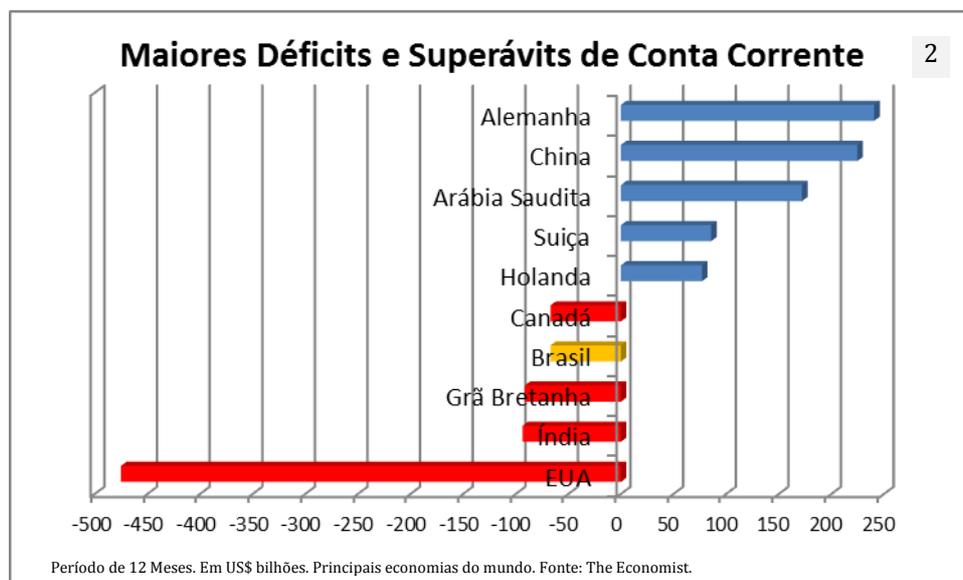


Fonte: Estimativa Vera Cruz Investimentos.

Perspectiva Mundo: Neutro

EUA: Otimista/Neutro

Os Estados Unidos continuam na sua posição de liderança, com um crescimento razoável este ano (cerca de 2%), a despeito do “*sequester*”, uma medida de corte linear das despesas do governo federal devido ao não acordo no congresso (o de janeiro foi só parcial). Uma das razões para o otimismo é, como já colocamos aqui no relatório anterior, a revolução do petróleo e gás. Este ano a produção segundo o DOE está aumentando 8%, além de uma evolução esperada de mais 7% em 2014. Basicamente 70% do aumento global na produção de petróleo em 2013 e 2014 virá dos EUA! Não só o gás de xisto, mas outras técnicas, como o *carbon dioxide-enhanced oil recovery* (técnica com a injeção de CO₂ para retirar petróleo em campos maduros), estão mudando o mapa energético global. Talvez daqui a uns 5 ou 10 anos a China seja o país mais preocupado com o Oriente Médio. Com o baixo custo de energia, deveremos observar uma re-industrialização do país e um grande corte no déficit externo, uma das fontes de desequilíbrio global. Para quem não acompanha, tradicionalmente os EUA e o Reino Unido são os grandes déficits em conta corrente do mundo, com os outros países, especialmente a China, sendo os beneficiários (vide gráfico 2).



Europa: Pessimista

Muitas medidas no mercado financeiro normalmente devem ser interpretadas pelo oposto do que elas buscam gerar. No caso da Europa, a redução da taxa de juros para 0,5% indica que o continente ainda está agonizando, mesmo após toda a inundação de recursos que o BCE colocou em 2012. A volta da recessão no primeiro trimestre, com nova queda de 0,1%, só reforça que há fogo. A novela do continente está longe de se resolver, e possui uma lógica perversa, pois os bancos não estão ganhando dinheiro como gostariam e as empresas não conseguem captar a um custo competitivo. Setores como o de automóveis estão em estado lamentável e refletem o quão grave a região se encontra. As vendas caíram 10% no primeiro trimestre de 2013, sobre uma base que já havia caído 8% no primeiro trimestre de 2012. Na lista de piores negócios do mundo atualmente, este deve estar entre o top 5...

China: Neutro

A China está caminhando vagarosamente para o “*new Normal*” que já mencionamos no Vera Cruz Perspectivas de dezembro. O crescimento do primeiro trimestre voltou a desacelerar, para 7,7%, decepcionando o mercado, que esperava um nível de 8%. Vários economistas já estão revisando para baixo o resultado do ano e acreditamos que possa até ficar em um intervalo de 7,0% a 7,5%, muito aquém dos 8% inicialmente imaginados. O país está se tornando caro, não há mais nova oferta de mão de obra, e o Japão 20% mais barato pode também contribuir para esta desaceleração. Para o Brasil, é uma notícia ruim/neutra no curto prazo, pois isto significa que as commodities se manterão ainda em bons patamares de preço - não há queda de demanda e sim menos crescimento. Um setor que particularmente está pedindo S.O.S neste cenário é o de Siderurgia, pois a China está com 160 milhões de toneladas de excesso de capacidade (5 vezes a produção brasileira). Com isto, este setor também deve estar no top 5 de pior negócio do mundo, especialmente se for no Brasil.

Perspectiva Brasil: Pessimista/Neutro

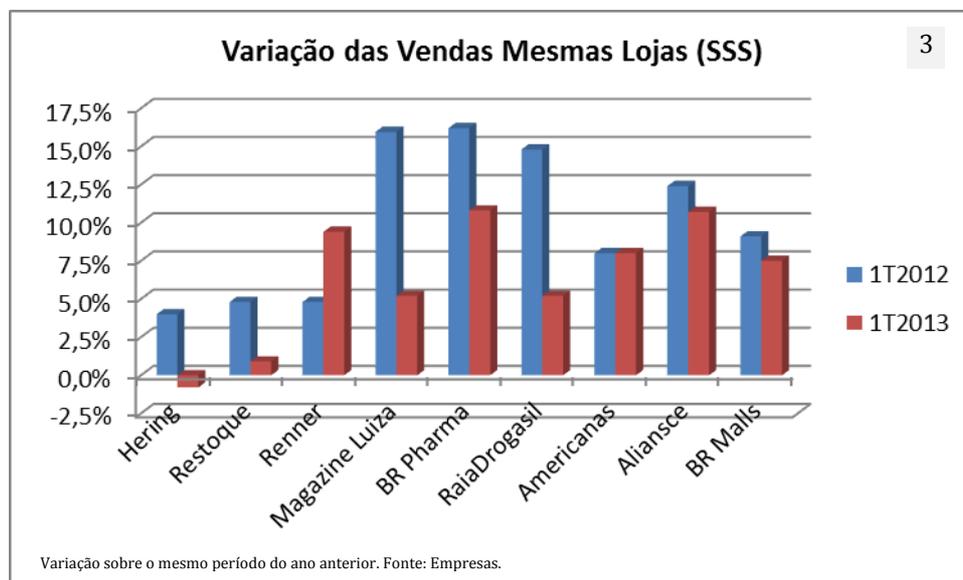
Conforme havíamos colocado no Vera Cruz Perspectivas de março, caminhamos para um PIB de 2% em 2013. O mercado (projeção Focus) esperneia, reluta, mas vai caminhando nesta direção, partindo do crescimento utópico de 4%. Quando vemos os resultados da brilhante e consistente política econômica, nos vem à cabeça a seguinte expressão: “*here, there, everywhere*” (conforme colocamos em um dos nossos *posts*). Está difícil esconder a total falta de sincronia e lógica, e isto vai virando misto de piada e tempo perdido para o país. E vamos andando com os remendos de esparadrapo até onde der... Para quem quiser se inspirar, sugerimos uma música dos Beatles que usam a mesma expressão mas com sentido totalmente oposto...

<http://letras.mus.br/the-beatles/284/>

Atividade: Neutro

Com o monstro da inflação voltando a nos rondar, estamos sentindo pela primeira vez em 10 anos uma desaceleração mais consistente do consumo. O crescimento das vendas no primeiro trimestre sazonalmente ajustado foi zero, indicando que o apetite e a capacidade de alavancagem do consumidor estão no mínimo “dando um tempo”. O mercado de cerveja, por exemplo, sofreu uma queda relevante de 7%, indicando que o brasileiro já não está aceitando mais aumentos de preços mesmo em bens essenciais. Um dos poucos mercados que teve bom desempenho pelo menos até abril foi o automotivo, mas a custa de “anabolizantes”. Um risco crescente está no segmento de shoppings, que vai ter expansão 5 vezes superior ao histórico pré 2008, conforme já colocamos no relatório de março. Estamos assistindo a um menor apetite de crescimento das grandes redes (vide evolução de SSS no gráfico 3) e temos dúvidas de quanto os pequenos varejistas estão perdendo com a competição crescente dos novos centros de compra. Nos parece que 2013 e 2014 serão bons anos de consolidação, com muitas empresas mais focadas em redução de custos e ganhos de eficiência, além de aquisições menos emotivas, enquanto quem já estava sob pressão pode “jogar a toalha”. Nossa sensibilidade é que o consumo deve crescer 2% a 4% reais, ante 8% em 2012, basicamente limitado pela combinação de inflação ainda em níveis desconfortáveis e atitude conservadora dos bancos em

novos empréstimos (até o Banco do Brasil está desacelerando seu ritmo de crescimento da carteira de crédito).



Emprego: Pessimista

Com a aceleração da inflação no final de 2012, começamos a observar uma perda maior do salário real (descontado a inflação), que está crescendo a um patamar bem mais modesto. A massa salarial real cresceu apenas 1,6% em março ante o mesmo período do ano anterior (em dezembro era +6,5%). A limitação de competitividade, o menor crescimento da economia e a própria inflação tendem a manter o salário real sob pressão. Com o menor crescimento, diversas empresas também serão obrigadas a buscar melhorias operacionais – leia-se aumentar a produtividade, fazer mais com menos inputs – máquinas, pessoal etc. Portanto, além do menor crescimento da renda, já observamos uma criação de empregos mais débil. No 1º trimestre foram criados 306 mil postos de trabalho formal, uma queda de 20% vis a vis 2012, e estamos em 12 meses com uma criação de apenas 1,097 milhão de postos, metade do ritmo de 2008 a 2011.

Governo: Pessimista/Neutro

O governo continua desesperadamente procurando acertar, o que é um alívio pela intenção, mas que continua produzindo cenas de tragicomédia como no caso da MP dos Portos (que certamente trarão desdobramentos políticos negativos). Aos poucos, com muita resistência, a agenda neoliberal está sendo reimplantada. Em janeiro de 2012 foram as privatizações de Guarulhos, Viracopos e Brasília. Neste setor virão em setembro de 2013 novas privatizações. No setor de petróleo, após 5 anos, veio novo leilão de campos de petróleo, com participação mais discreta da Petrobrás. Na área portuária nos parece que haverá uma evolução, com maior competição de terminais, após 10 anos com praticamente nenhuma nova concessão.

O lado negativo é que o balanço do governo está deteriorando de modo relevante e os gastos com custeio, ou seja, despesas correntes, continuam rodando a uma taxa de 2 dígitos, completamente

incompatível com a realidade atual. O Orçamento, com projeções mirabolantes, é uma peça de ficção. Nossa sorte é que há um impacto positivo com a mudança no patamar de juros, mas continuamos a gastar mal o dinheiro. Outro sinal de fumaça é que os secretários executivos dos principais ministérios (Fazenda, Planejamento, Casa Civil) estão saindo, indicando que está havendo muito atrito entre a lógica política e a lógica de racionalidade econômica.

Investimento: Neutro

Os dados do 1º trimestre indicam que o investimento parou de piorar. Fatos como a forte demanda na captação da Petrobrás também demonstram que está sobrando dinheiro para financiar parte desses investimentos se for necessário. Algumas áreas do governo, que estavam paralisadas, como o DNIT (devido ao escândalo da Delta), parecem estar voltando a um curso normal pelo que observamos com alguns clientes. O caminho é longo e tortuoso, mas temos pressa para compensar o nosso atraso na infra-estrutura básica. Temos a demanda, podemos levantar pelo menos parte do dinheiro e só falta o governo atrapalhar menos. O cenário mais provável é que os investimentos voltem a avançar acima do PIB nos próximos anos, mas em um ritmo bem mais lento que o ideal devido à falta de compreensão e bom senso do é necessário para ativar o “espírito animal” do empresário.

Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Pessimista/Neutro

A temporada do 1º trimestre está mostrando que até as empresas ligadas à demanda interna estão começando a sofrer de dois males: 1) uma economia desajustada e em desaquecimento, e 2) as dores do crescimento. Existem várias empresas que vieram ao mercado como case de crescimento e tornaram-se case de turnaround. Não vamos citar nomes, mas a lista é grande. Por outro lado, nomes que já estavam sofrendo há mais tempo, como Petro e Vale, começam a dar sinais de melhoria. Ainda estamos pessimistas, acreditando que os resultados em geral deverão piorar antes de melhorar. Para ganhar dinheiro na bolsa é necessário um *stock picking* criterioso, buscando empresas que dependem mais da sua dinâmica própria do que da dinâmica de mercado. Uma Ambev, como já citamos em um dos nossos *posts*, é um exemplo de empresa de consumo que tende a sofrer em um mercado de menor crescimento, pois possui um market-share tão grande (quase 70%) que mimetiza o mercado como um todo. É hora mais do que nunca das *small caps* e de analisar com carinho as novas ofertas de ações, pois o plantel atual da Bovespa não está inspirador.

Juros: Neutro

A inflação continua em patamares incômodos e a pressão da sociedade e do mercado financeiro é ensurdecadora. Para um governo que segue as pesquisas de opinião, certamente o tema está tirando o seu sono. A tentativa de conciliar o inconciliável tem risco crescente de sobrar para os juros e o ciclo ser um pouco pior que o esperado por nós e pelo mercado inicialmente. O grande problema é que hoje a única política expansionista é a dos gastos do governo e a dos empréstimos dos bancos públicos, ou seja, nada que o Banco Central possa atuar. Os bancos privados já vêm tendo uma postura conservadora no crédito há pelo 1 ano. O ciclo de alta, que inicialmente seria de 1 pp, pode ser de até

2pp, além de haver algumas outras medidas (compulsório etc.). Neste ambiente, nos parece que há muito mais volatilidade do que retorno e por isso preferimos ficar com baixa exposição.

Dívida Privada: Perspectiva positiva

Com o estresse na curva de juros, alguns investidores institucionais (os grandes tomadores do mercado) passaram a demandar maiores taxas. Outro motivador é que como estão tendo rentabilidade inferior ao esperado na carteira, querem compensar na dívida privada, quando deveria ser exatamente o contrário: uma das formas dos investidores obterem maior retorno é correndo mais riscos e tendo uma parcela maior dos seus investimentos em ativos de dívida privada, onde há taxas maiores que nos títulos públicos. Ainda estamos passando pelo processo de negação de que o mercado mundou, quando um investidor dizia que era conservador tendo 12% ao ano de rentabilidade com risco zero (nos títulos públicos). Como este mundo chegou ao fim, ainda vamos ter alguns meses e anos de mudança no perfil de investimentos no Brasil, especialmente dos institucionais, que possuem foco de longo prazo. Continuamos, portanto, muito otimistas com o mercado de dívida privada e observamos uma demanda crescente de empresas para debutar neste mercado com o objetivo de obter *fundings* de longo prazo, além de diversificar a sua base de dívida para fora dos bancos, onde a disposição a crédito costuma ser inversamente proporcional à necessidade (“banco só empresta para quem não precisa”).

Dólar: Neutro/Perspectiva de alta no longo prazo

Conforme já havíamos colocado no relatório de março, pela lógica que estávamos antecipando, o dólar deveria subir. Este tema já está entrando na ordem do dia, mesmo após grandes operações que captaram recursos externos, como a abertura de capital da BB Seguridade e a mega captação de dívida da Petrobras. Como temos o problema da inflação e dado ao enorme poder de fogo do Banco Central, nos parece que apesar dos ruídos crescentes, o cenário ainda é da banda de R\$2,00 a R\$2,10 ainda no médio prazo (3 a 6 meses). Considerando isso, salvo cotações próximas da “banda”, não observamos nenhuma oportunidade relevante de ganho.

Imóveis: Neutro (Rio-SP-DF)/ Tendência de Alta (ex Rio-SP-DF)

No mercado imobiliário temos mais do mesmo, com mercado menos aquecido em Rio e São Paulo e um mercado com bom dinamismo em várias outras regiões. Em São Paulo, particularmente, já observamos várias construtoras fazendo feirões com descontos para desovar imóveis de prédios já concluídos. Os lançamentos continuam fracos e as compras de novos terrenos bem mais seletivas. Segundo o índice Fipe/ZAP, a evolução de preço em 12 meses é de apenas 11,9%, menor patamar dos últimos anos, com destaque para queda anual (0,5%) em Brasília e desempenho ainda saudável de 14% no Rio e em São Paulo. Continuamos achando que imóvel como investimento não é algo mais tão interessante visto o problema de liquidez e por acreditarmos em um desempenho mais próximo da inflação ou até abaixo dela, principalmente nos centros mais caros num horizonte de 12-24 meses.

Commodities agrícolas: Perspectiva de alta no médio/longo prazo

A performance das commodities agrícolas tem sido muito boa nos últimos meses, considerando que esperávamos uma queda relevante devido à forte safra brasileira e o início da safra americana. A soja está com queda inferior a 5% no ano, tendo devolvido o ganho do segundo semestre de 2012, que havia sido um exagero mesmo. Já o milho sofreu um pouco mais, com queda de quase 10% no ano, mas em patamar ainda superior ao mesmo período de 2012. Todos os olhos agora estão voltados para os Estados Unidos e a sua safra. Como os preços já cederam bastante, o risco está, na nossa opinião, mais para uma alta dos preços.

Commodities metálicas e petróleo: Tendência de queda

Conforme colocamos aqui no último relatório, era muito provável uma queda do preço do minério de ferro, que cedeu da máxima de \$154/tonelada em fevereiro para \$137 em abril (-11%), mas ainda há um espaço para nova redução até o patamar de \$120. Com atividade mais comedida da China, as commodities metálicas em geral estão sofrendo e possuem espaço para piora. O cobre, um dos mais sensíveis à atividade econômica do país asiático, está no menor preço desde agosto de 2010, enquanto o níquel está na menor cotação desde junho de 2009. Definitivamente, o cenário para essa classe de ativos é negativo, com oferta crescente estimulada por preços altos no passado, pois os projetos de mineração possuem um atraso de 3 a 7 anos entre a decisão e o início das operações de uma mina. O único estímulo para uma melhoria de preço seria a alta dos custos de produção. Por enquanto o excesso de oferta está comandando e as mineradoras estão sofrendo uma forte compressão de margens. A Freeport McMoRan, por exemplo, maior produtora de cobre do mundo, teve uma queda de 22% na sua geração operacional (EBIT) no primeiro trimestre em 1 ano e de 54% em 2 anos.

Sobre a Vera Cruz Investimentos

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



Disclaimer

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