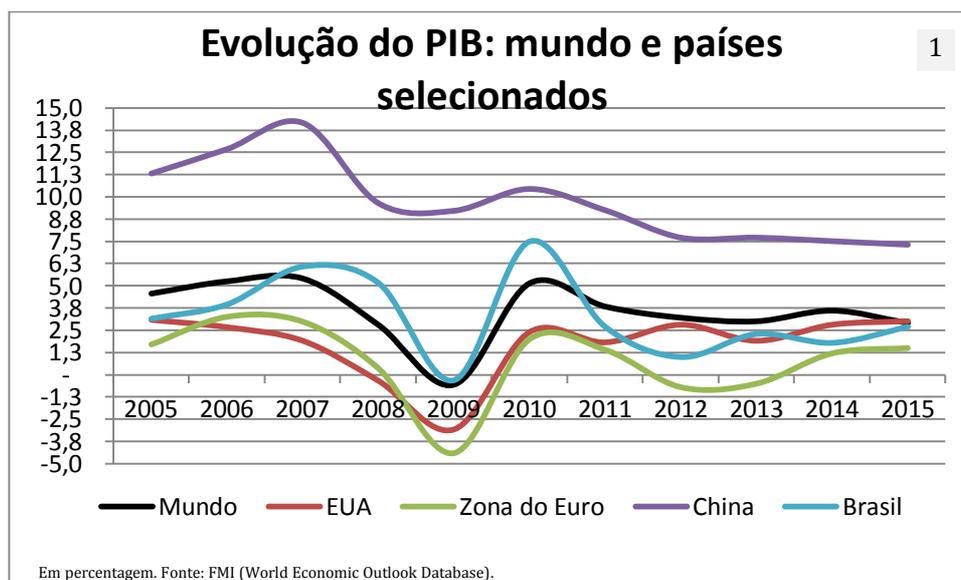


Perspectivas - Jun 2014

Cenário Geral: Neutro/Pessimista

Uma luz no fim do túnel... a mudança de governo

Nos últimos meses tivemos a confirmação de um cenário de inflação pior, com estouro do teto da banda (6,5%) pela primeira vez desde a criação do sistema de metas de inflação, que é o coração da credibilidade macroeconômica do Brasil. Tudo gira em torno do Banco Central regular com juros a economia para manter a inflação dentro da meta e o governo controlar (ou não) seus gastos. Além disso, o período de chuvas passou e o nível dos reservatórios indica necessidade de realizar um racionamento, mesmo que brando (6 a 8% segundo consultorias especializadas). Do lado externo, o mercado ficou mais calmo e o fluxo de investimento em renda fixa (que aparentemente é de caráter especulativo) teve uma forte entrada nos últimos meses, surpreendendo positivamente a nós e ao mercado. Da China temos indícios de uma maior desaceleração e vários mercados emergentes passam por turbulências que de alguma forma já refletem um cenário menos benigno: Turquia, Ucrânia, África do Sul, Tailândia. Muitos governos e/ou políticas de governo estão mudando em um mesmo ano. A grande novidade no Brasil é que o cenário político ganhou o centro das atenções muito antes que o esperado. A foto das últimas pesquisas é muito ruim para o atual governo, pois o sentimento de mudança é grande (mais de dois terços da população) e a inflação em alta atinge em cheio a população mais pobre, a grande eleitora da situação. Mas é bom deixar claro que muita água vai rolar e um cenário de mudança de governo ainda é muito mais um desejo do mercado financeiro do que uma realidade concreta.



Check List:

12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

- 1. Racionamento de Energia (nível dos reservatórios em 30 de abril inferior a 40% no sistema SE/CO). Fechou em 38% e o governo decidiu ignorar os riscos.**
- 2. Desmontagem da Política de QE do Fed, Banco Central dos EUA. Redução de US\$10 bilhões por reunião, melhor que o esperado.**
- 3. Redução de Rating (risco de crédito) do Brasil. Ocorreu em março. Dado positivo foi a perspectiva, que mudou para estável.**
- 4. Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil. Pior que o esperado. Estimula inflação alta.**
- 5. Política Cambial do BC (até que volume vão os swaps, se haverá venda de reservas). Sem alterações.**
- 6. Política Monetária do BC (até onde vão os juros). Mais fracas que o necessário. É cenário que estimula inflação alta.**
- 7. Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto). Pararam de piorar em abril.**
- 8. Resolução (ou não) da Política Fiscal (impostos e gastos) e Limite de Endividamento dos EUA. Já resolvido, o que é positivo.**
- 9. Evolução da Atividade na China. Desacelerando.**
- 10. Eleições no Brasil (só vão ganhar importância após a Copa). Ganharam importância antes. Queda nas pesquisas do candidato da situação.**
- 11. Teste de Stress dos Bancos Europeus. Ainda por acontecer.**
- 12. Ações na justiça sobre a correção da poupança nos planos econômicos. Bancos continuam perdendo ações (última no STJ), mas a decisão final é no STF e será política. Se o STF for a favor dos poupadores, causará uma hecatombe nos bancos (potencial de perdas ao redor de R\$340 bilhões).**

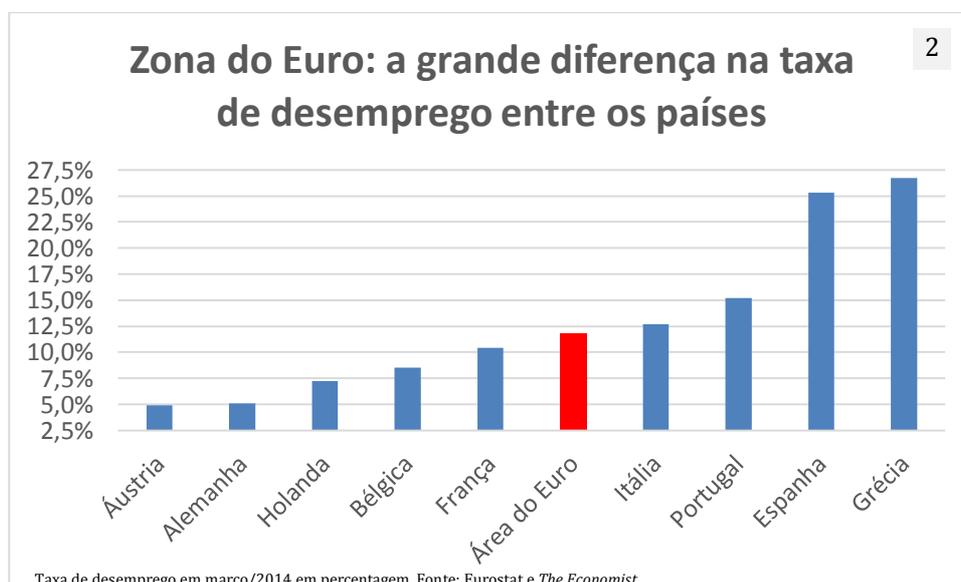
Perspectiva Mundo: Neutro

EUA: Otimista

O Fed continua com a mesma política, com reduções de US\$10 bilhões no ritmo de recompra de títulos a cada reunião, que ocorrem a cada 45 dias. Neste ritmo, o *Quantitative Easing* (QE) deve ser encerrado até dezembro de 2014. A nova presidente do Fed, Janet Yelen, que assumiu em fevereiro, demonstra boa capacidade de administrar expectativas, o que é bem relevante para deixar o mercado financeiro mais calmo e a volatilidade menor. Ela tem indicado que protelará aumentos de juros, mas em algum momento ainda em 2014 esta medida precisará ficar mais clara. A atual política, com juros de curto prazo limitados a 0,25% e uma taxa nos títulos de 10 anos em torno de 2,6%, não é sustentável. O período de juros baixos precisa ficar no passado pelo bem da economia, e a taxa de 10 anos precisa retomar um patamar de 3 a 5% nos próximos 12-24 meses.

Europa: Neutro

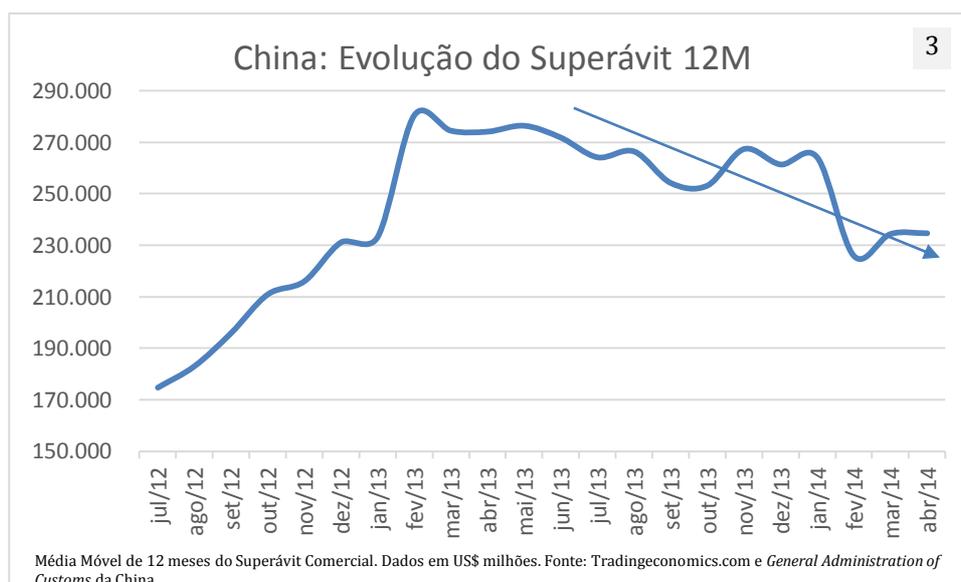
No velho continente o cenário continua semelhante, com tendência de melhora nas economias periféricas, os chamados PIIGS. Como o mercado global está mais tranquilo e a nova presidente do Fed está lidando bem com as expectativas até o momento, as taxas de juros nesses países estão em níveis mais aceitáveis, apesar de na ponta final – empresas e consumidores – a taxa de juros ainda ser significativamente maior que em países como a Alemanha. O grande risco é o da deflação causado pelo excesso de capacidade produtiva, colocando o continente em um cenário parecido com o Japão dos anos 90, que se manteve estagnado, reforçando o cenário de uma economia deprimida. O dado recente de crescimento de apenas 0,2% do PIB da zona do Euro no 1º trimestre de 2014 vem a reforçar essa preocupação. E como podemos observar no gráfico 2, a Zona do Euro ainda possui grandes distorções econômicas como a diferença de desemprego e há um longo caminho (ou seja, vários anos) até esses problemas serem minimizados.



A grande novidade nos últimos meses foi o agravamento da crise na Ucrânia e a tensão com a Rússia, que está causando uma perturbação desnecessária que pode acarretar em problemas no fornecimento de energia na Europa e em uma recessão na Rússia, além de uma escalada pior para uma guerra, algo que deveria ser improvável, mas não deve ser descartado dado a estratégia agressiva da Rússia de restabelecer antigos domínios de União Soviética.

China: Pessimista

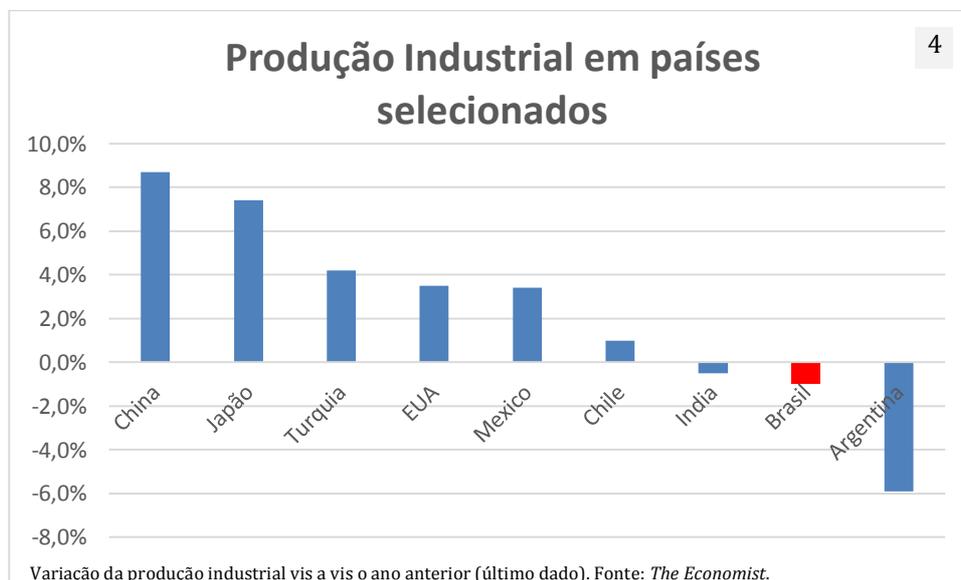
A China está definitivamente desacelerando e mudando de patamar de crescimento. Dados como o PMI, vendas ao consumidor e comércio exterior apontam para uma economia que perde força tanto no consumo doméstico como no setor externo, onde há uma tendência de queda no superávit comercial (vide o gráfico 3), indicando a queda no crescimento do setor exportador e uma economia puxada pelo consumo doméstico. O país já não tem mão de obra abundante, a infraestrutura já sofreu avanços muitos relevantes e o crédito está estável, após várias medidas do governo para evitar a bolha imobiliária e a bolha de investimento dos governos locais. O crescimento anualizado de empréstimos em março de 2014, segundo o *Wall Street Journal*, chegou a apenas 13,4%, o menor nível desde 2005 (para efeito de comparação o crédito no Brasil cresceu 13,7% no mesmo período). Dentre os grandes temores de uma desaceleração da economia chinesa há um aumento do *default* com uma crise imobiliária e o aumento do *default* do *shadow banking*, ou um conjunto de empresas que emprestam recursos à margem do sistema financeiro. Segundo a *The Economist* e a OECD, o *shadow banking* já representa quase 8% do PIB e quase 30% do sistema financeiro formal. Refletindo os pontos anteriores, a OECD rebaixou no início de maio a perspectiva de crescimento da China para 7,4%, um pouco abaixo dos 7,5% esperados pelo FMI na sua publicação de abril (e abaixo dos 7,7% de 2013).



Perspectiva Brasil: Neutro/Pessimista

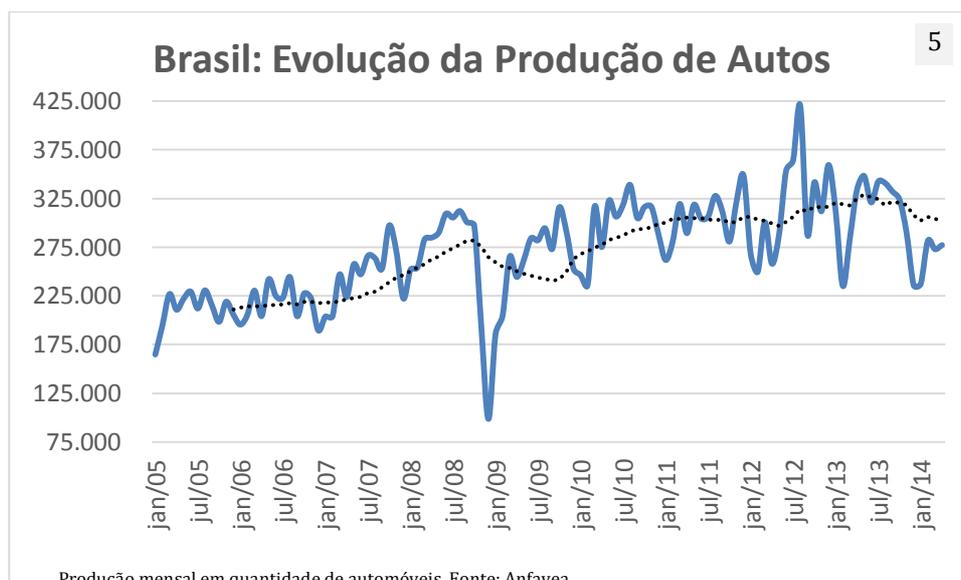
O Brasil continua com uma dinâmica negativa, com queda do consumo em alguns setores, perda de dinamismo em outros e forte redução dos investimentos em ampliação das empresas. O grande ponto positivo é o início da maturação/inauguração de alguns investimentos relevantes (novo terminal de Cumbica e Brasília, novos terminais portuários) e o início de investimentos em infraestrutura que terão impacto no longo prazo, como as rodovias e aeroportos que foram privatizados nos últimos meses. O fato é que continuamos patinando a despeito do resto do mundo estar razoável. Até o Japão está com desempenho melhor que o nosso, conforme podemos observar no gráfico 4.

A única certeza que temos diante de vários pontos de interrogação é que iremos piorar antes de melhorar. A Copa será, para o comércio e a atividade em geral, um período difícil dentro de um ano difícil. Somente a partir de agosto é que teremos uma sinalização mais clara se haverá mudança de governo, o que é desejado por mais 90% dos empresários segundo sondagem recente do jornal Valor Econômico. Como temos colocado para vários de nossos clientes, como não controlamos a macroeconomia, temos que trabalhar “da porteira para dentro”, focando ganhos internos de eficiência. A cada novo projeto que analisamos fica claro que a dinâmica na média é perversa, com custos crescentes e em ritmo superior ao da receita. Por outro lado, fica cada vez mais claro que há muitas oportunidades de ganhos, alguns até com baixíssimo investimento, só mudando algumas estratégias “vaca sagrada”, que existem há muito tempo mas ninguém nunca parou para questionar.



Atividade: Pessimista

Os dados mais recentes de atividade não são positivos, com queda de 0,5% nas vendas do comércio em março de 2014 vis a vis fevereiro (já com ajuste de sazonalidade) e de queda de 1,1% na comparação anual. É uma resposta clássica de consumo a uma taxa de juros maior, além de uma atitude mais restritiva de crédito dos bancos. Os setores de bens duráveis devem sofrer muito mais que os setores de bens semiduráveis. O mercado automotivo é o grande destaque de queda e esperamos para 2014 uma redução até superior a 10%, que no acumulado já está em -5% (vide gráfico 5 os dados mensais de produção). A Copa só tende a agravar o desempenho do comércio, com inúmeros feriados devido aos jogos da seleção ou a jogos nas cidades-sede. Muita empresa deve estar rezando para agosto chegar e poder voltar a “tocar a vida”. Para quem tem exposição a shoppings, voltamos a reforçar nossa recomendação de segurar investimentos para negociar melhor no início de 2015. Tem muita administradora com lojas queimando na mão e o tempo corre a favor dos locatários para conseguir uma queda expressiva das luvas e aluguel. Mesmo assim, sugerimos um maior conservadorismo nos planos de negócio, pois há oferta demais para demanda de menos. Estamos à disposição para aqueles que quiserem reduzir o risco de investimentos mal sucedidos.



Emprego: Neutro/Pessimista

A taxa de desemprego continua em níveis historicamente baixos, em boa parte pelas distorções de redução da PEA, conforme temos colocado nos últimos relatórios. De janeiro a abril foram criados 458 mil empregos formais, um número estável (+1,1%) vis a vis os quatro primeiros meses de 2013. Com a redução da atividade econômica capturada pela indústria, a tendência é de começarmos a observar uma contaminação negativa nos números. Abril de 2014 foi um dos piores meses dos últimos anos para este segmento, com redução nos empregos na indústria, que sazonalmente deveria estar em alta. Tudo colocado, este ainda é o principal pilar positivo da economia, com aumentos reais na renda apesar da baixa atividade econômica e da alta inflação. Na nossa opinião continuaremos a observar uma leve deterioração nos próximos meses e provavelmente uma maior deterioração em 2015 quando o novo governante tomar algumas medidas de correção de rumo.

Governo: Neutro/Otimista

A grande razão para algum otimismo com o governo é a mudança de governo. O atual já foi formalmente demitido pelo mercado financeiro e continua contando a mesma piada 100 vezes com a expectativa de encontrar algum desavisado para rir da história. Pelo contrário, dado que a dinâmica das pesquisas é negativa, há mais incentivo para medidas populistas, com consequente piora fiscal. As medidas de 1 de maio refletem bem isso: aumento de despesas (reajuste do Bolsa Família) e redução de receitas (correção da tabela do IR). Em 2014 nada muda neste sentido. A grande questão é a política para 2015-2018. É muito provável que tenhamos várias mudanças relevantes, independente do vencedor, mas para nós é claro que as mudanças com o atual governo seriam mais brandas, enquanto as mudanças com a oposição seriam maiores e mais pró mercado. A seguir, elencamos alguns pontos fundamentais na nova política de governo nos próximos anos:

1. **Redução dos subsídios ao consumo:** aumento de preços na gasolina, diesel e GLP; redução dos incentivos a compra de automóveis e linha branca; forte aumento da energia entre 2014-2016 (mais de 50%);
2. **Manutenção de incentivos no mercado imobiliário,** com foco na baixa renda;
3. **Forte redução da política de campeões nacionais;**
4. **Forte redução dos estímulos para fiscais** via BNDES, Banco do Brasil e Caixa, com destaque para a redução de novos empréstimos pelo BNDES;
5. **Evolução do programa de privatização,** seja via concessões, seja via venda de empresas ineficientes como a Infraero, além da abertura de capital de empresas como os Correios;
6. **Limitação da política de correção automática de salários e limitação dos programas sociais** (é possível que se coloque uma regra de saída deles, acabando com esse ciclo vicioso em que o apoio temporário virou “pseudo emprego”);
7. **Redução da estrutura do estado,** com menos ministérios e limitação de novas contratações e reajustes salariais;
8. **Novas reformas na previdência,** com intuito de redução na dinâmica do déficit, seja via aumento da idade média, seja via aumento na contribuição.

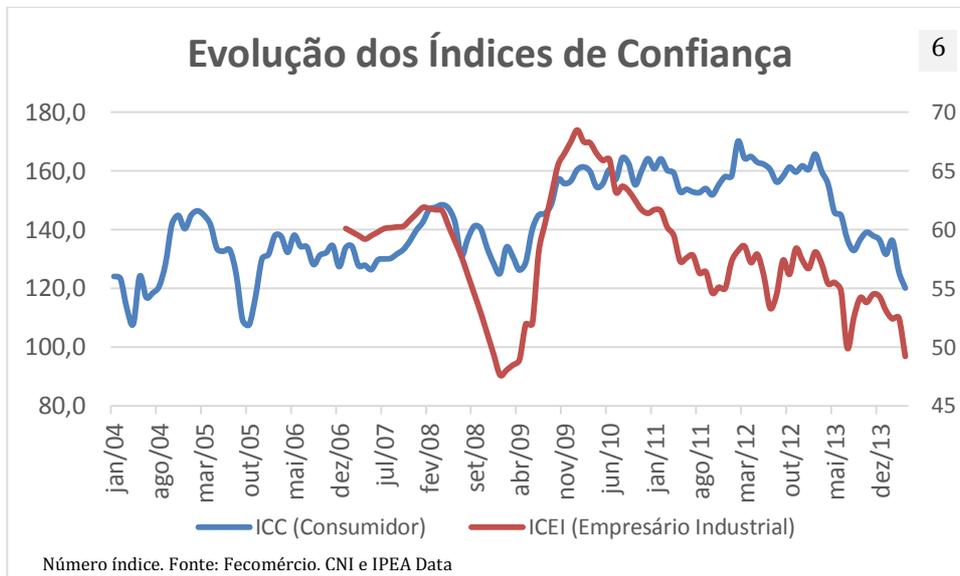
Resumindo a nova pauta, o governo terá uma atitude contracionista nos próximos anos, ao contrário da política adotada desde o segundo mandato do governo Lula, quando as ações tornaram-se expansionistas. É um mundo novo, onde alguns vencedores de ontem tornar-se-ão perdedores no amanhã e vice-versa.

Investimento: Neutro/Pessimista

A queda na venda de caminhões superior a 10% nos quatro primeiros meses de 2014 dá o tom dos investimentos neste ano. Outro indicador muito relevante é o índice de confiança do empresário, no menor nível em 4 anos e com tendência de queda desde 2010, conforme o gráfico 6. Com baixa confiança, o empresário não investe em ampliação, no máximo em otimização de processos.

Do lado do governo, o BNDES apresentou forte alta nos desembolsos no 1º bimestre (dados disponíveis até o momento), com alta de 35%, mas tem reforçado o discurso de que os novos empréstimos serão menores que 2013. Como já colocamos diversas vezes, o atual ritmo de novos empréstimos do BNDES não é sustentável considerando atual o patrimônio do banco, o que força o governo a realizar aumentos

de capital, numa medida que o mercado financeiro se refere como para fiscal, pois é uma forma do governo estimular a economia sem piorar o resultado fiscal (em um primeiro momento).



Setor Externo: Neutro/Pessimista

Após uma forte deterioração em 2013, com grande aumento do déficit de Conta Corrente, o Brasil parece seguir em 2014 uma trajetória menos negativa, com leve piora nos números. Outro ponto positivo é a entrada de capital externo para renda fixa que, apesar de ser de curto prazo, indica uma melhora no humor do investidor estrangeiro. Por outro lado, o fato do dólar ter caído do nível de R\$2,40 para R\$2,20 tende a manter os números negativos sob pressão, estimulando ampliação do déficit da conta de viagens, que teve novo recorde em abril, com -US\$2,34 bilhões (+12% versus abril de 2013). Em resumo, a tendência é de piora, mas o ritmo é decrescente.

Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Neutro/Pessimista

Após um início de ano muito negativo, a bolsa se recuperou na medida em que as pesquisas indicaram uma piora no índice de voto do governo atual. Como boa parte da má performance da economia deve-se à má gestão, trocando-se o governo o cenário tende a melhorar substancialmente. Este é o raciocínio do mercado financeiro. Além disso, se houver uma gestão nas estatais alinhada com um maior profissionalismo, a mudança nos resultados é brutal, especialmente na Petrobrás. A empresa tem sido utilizada com instrumento de política governamental, com subsídio de produtos como combustíveis e GLP, além de um management com a capacidade de gestão questionada pelo mercado. Como nada mudou nos fundamentos, continuamos com a mesma visão, de bolsa para baixo. A mudança de governo, se vier, será tema apenas para agosto (dia 19 para ser mais preciso), quando começa a propaganda eleitoral.

Juros: Neutro

Com nível de 11,25%, o mercado considera que o ciclo de alta está próximo do final mais por razões políticas do que por razões técnicas do regime de metas de inflação. Pelo contrário, caminhamos para estourar o teto da meta pela primeira vez em 10 anos e os riscos para 2015 indicam uma possibilidade de retomada da alta após as eleições. Estamos, então, em um dilema: se o governo atual permanecer, a tendência é de alta de juros; se houver mudança poderemos ter uma forte melhora na curva longa se o novo presidente indicar uma mudança relevante na política fiscal, algo que é esperado dos dois candidatos mais fortes da oposição.

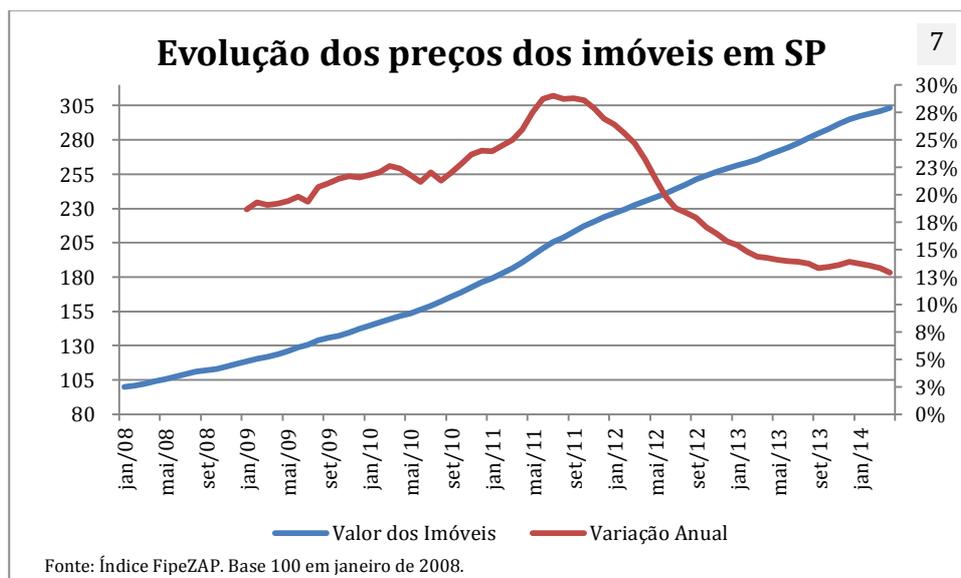
Dólar: Perspectiva de alta

Com a melhora no humor externo, houve forte entrada de investimento em renda fixa com foco no curto prazo, aproveitando o diferencial de taxa de juros (SELIC de 11% ao ano versus U.S. *treasury bills* com até 0,25% ao ano). Se por um lado é um ponto positivo, por outro, aumenta a vulnerabilidade, pois é um fluxo que pode rapidamente se inverter, o que deve acontecer nos próximos meses quando o mercado voltar as atenções para a alta de juros nos EUA. Do lado do Brasil, um fluxo mais forte na exportação de soja no início de 2014 também teve contribuição positiva, mas deveremos assistir a um fluxo menor nos próximos meses (houve basicamente antecipação de exportação). Tudo colocado em conjunto com o desempenho consistente do governo, é para comprar dólar ou reduzir a exposição cambial nos atuais níveis entre R\$2,20-R\$2,25.

Imóveis: Pessimista

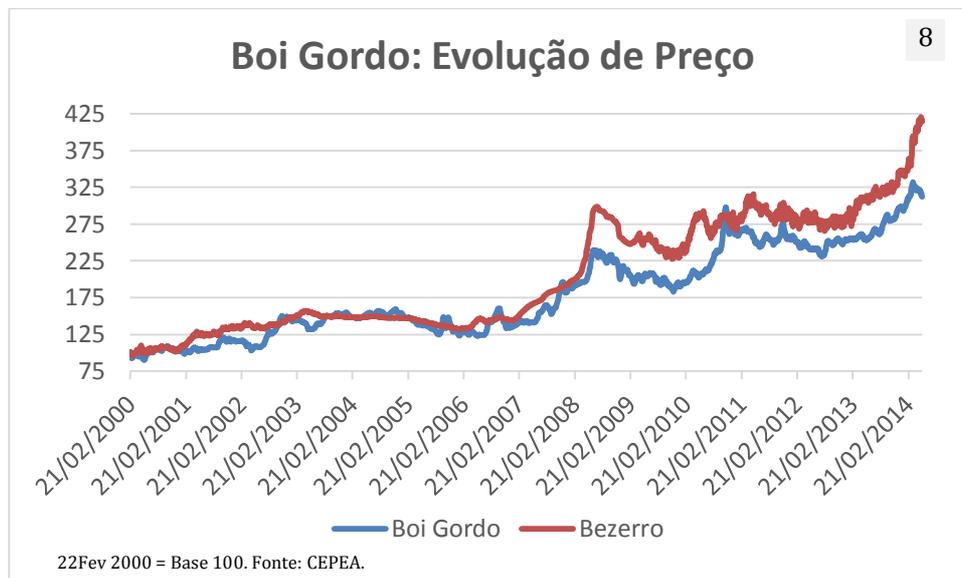
Para quem busca imóveis como investimento, temos colocado há vários trimestres que a tendência é dos preços perderem da inflação e até caírem. Os primeiros meses de 2014 indicam finalmente uma inflexão da forte alta que ocorre há quase uma década e acreditamos que deve se consolidar uma estagnação de preços em vários mercados e uma queda de 10% a 20% nos preços em mercados que

tiveram um exagero nas valorizações, como Brasília e Rio de Janeiro. Não deve ser um movimento brusco, mas como a liquidez é um problema, sugerimos a realização de quem estiver imobilizado o quanto antes. É muito provável que este novo cenário de estagnação nominal ou até queda nominal de preços perdure por, digamos, os próximos 5 anos, até que os patamares de preço devolvam parte do exagero. Só para colocar em perspectiva, o preço dos imóveis aumentou 200%! (vide gráfico 7) em apenas 6 anos em SP.

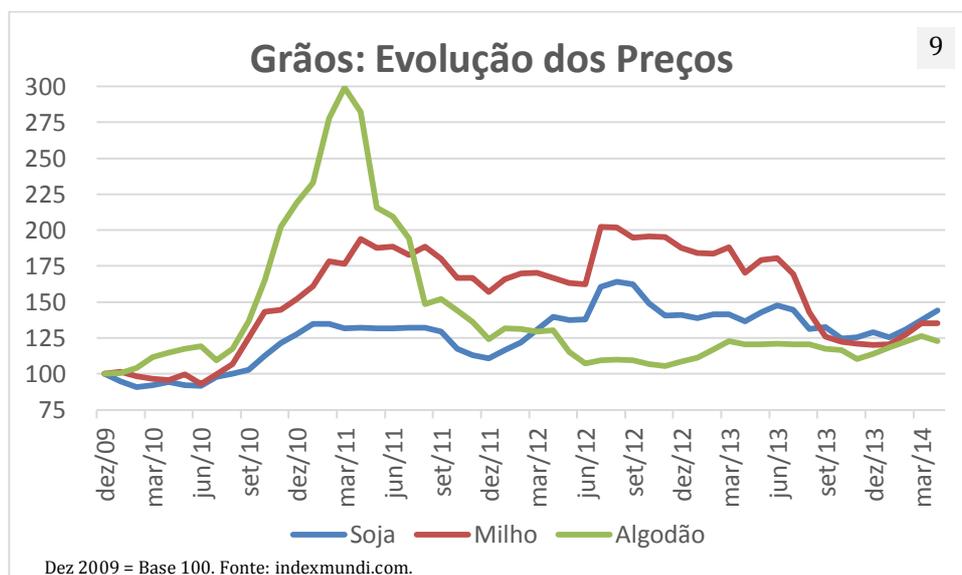


Commodities agrícolas: Otimista

Com a seca no Brasil, o preço do boi gordo atingiu nova máxima histórica e o leite continua em níveis muito atrativos. No caso do boi gordo, vale destacar que o preço do bezerro também atingiu nova máxima histórica, como podemos observar no gráfico 8, indicando que falta animal e que o ciclo de alta ainda é muito favorável por pelo menos 18 a 24 meses (tempo que um bezerro vira boi gordo). Salvo o setor de açúcar e etanol, que continua com suas margens deprimidas, todo o resto do complexo agro está tendo mais um ano muito bom. E é um setor que merece, especialmente por estar fazendo bem o seu dever de casa. Em poucas áreas observamos um investimento e um foco tão grande em aumento de eficiência e produtividade. Os grandes produtores de agro do Brasil encontram-se em pé de igualdade com seus *peers* de outros países, ao contrário de outras indústrias onde o custo no Brasil é muito superior ao custo em países como Estados Unidos (com uma das energias mais baratas do mundo) e Ásia (mão de obra equivalente a até 30% da brasileira).



Em relação aos grãos, a tendência também é positiva, mesmo com a expectativa de uma grande safra nos EUA. Segundo o relatório WASDE do USDA (*U.S. Department of Agriculture*), a expectativa é que os estoques finais da safra 2014/15 sejam levemente superiores para os grãos que a safra anterior e 11% superiores para a soja. Mesmo com uma relação oferta-demanda equilibrada, no ano de 2014 até 30 de abril, a soja já subiu 12%, enquanto o milho subiu 13%. Não estão em patamares excepcionais, como 2011 e 2012 (conforme observamos no gráfico 9), quando houve quebra na safra americana e outros eventos climáticos relevantes, mas são níveis que garantem uma boa rentabilidade, até porque o dólar saiu de R\$1,60 em 2011 para os atuais R\$2,20. O grande risco que paira no cenário de commodities agrícolas é uma forte desaceleração da China, algo que não contemplamos no médio prazo. O mais provável no país asiático é uma estagnação ou queda no consumo de commodities metálicas (ligadas a investimento de infraestrutura) e um aumento contínuo no consumo de commodities agrícolas devido ao *trade up* de consumo da nova classe média.



Sobre a Vera Cruz Investimentos

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



Disclaimer

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