

Perspectivas - Junho 2015

Cenário Geral: Otimista/Neutro

A Mudança de Rumo Avança; o Crédito Público Subsidiado Está Reduzido

Em meio ao inconformismo com as graves denúncias e confissões de grande corrupção envolvendo o governo federal, algumas mudanças relevantes já acontecem. O Congresso na prática já desmonta a agenda do atual governo, ampliando a terceirização, reduzindo a maioria penal, implementando o voto distrital para vereadores e uma pequena reforma na Previdência (esta, no entanto, é mérito do Levy). No mundo real, observamos várias empresas com um dinâmica diferenciada, colhendo as boas decisões de anos anteriores – redução de custos, negociações de aluguéis e outros produtos e serviços a melhores termos, substituição de importações.

Mas, talvez a mudança mais profunda, seja a forte redução do crédito público e/ou subsidiado. O BNDES, que no passado financiou até 90% de um projeto, vai reduzir as linhas subsidiadas para apenas 25%. A Caixa, por sua vez, já avisou que não tem recursos para novos projetos imobiliários no curto e médio prazo. É um mundo novo, onde o mercado de dívida estruturada deve explodir, dobrando ou triplicado de tamanho num horizonte de três anos. O Brasil finalmente volta ao rumo de ser um país normal em vez de uma republiqueta bolivariana. O lado ruim é que a recessão em 2015 pode ser pior do que nós esperávamos, pois, as mudanças em questão foram, assim como boa parte do modus operandi, simplesmente comunicadas, sem nenhum planejamento.

No resto do mundo, a economia na média ainda está com um crescimento lento, mas as distorções estão sendo resolvidas. A Europa é, disparado, a grande surpresa positiva, enquanto a China é o grande ponto de preocupação.

Termômetro do Brasil e as Principais Variáveis

1

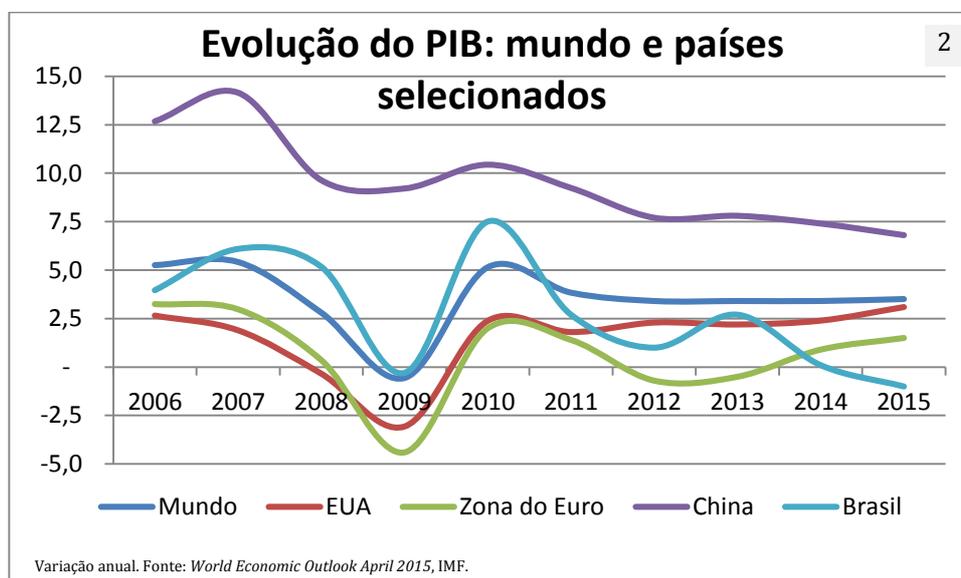


Check List:

11 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

- 1. Petrolão.** As apurações avançam e continua o desgaste no dia a dia e as primeiras condenações já acontecem. As Construtoras da Lava Jato estão asfixiadas e assim deve continuar. Ruim no curto prazo, ótimo no longo prazo.
- 2. Racionamento de Energia.** O realismo tarifário em conjunto com a recessão, estão reduzindo o risco de racionamento, mas vamos terminar 2015 em estado crítico, rezando para Deus. Melhor que o esperado.
- 3. Petróleo.** Apesar da produção estar em alto patamar e os estoques de petróleo no mais alto nível da história, os preços tiveram recuperação de \$15/barril na média nos últimos meses. Pior que o esperado.
- 4. Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** A recessão e o realismo das pedaladas, além de uma negociação mais difícil no Congresso estão impactando em resultados mais fracos. Pior que o esperado.
- 5. Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** O mês de abril apresentou forte entrada de capitais e a safra de soja está começando a ganhar ritmo recorde. Em linha com o esperado por nós, melhor que o esperado pelo mercado.
- 6. Evolução da Atividade na China.** Desaceleração um pouco mais forte que o esperado.
- 7. Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** O dólar forte está se voltando contra a economia dos EUA e o Fed está impossibilitado de elevar as taxas de juros. Melhor que o esperado.
- 8. Redução de Rating (risco de crédito) do Brasil.** O Levy está conseguindo retomar a credibilidade e o ajuste está ocorrendo aos trancos e barrancos. As agências em geral estão dando um voto de confiança. Melhor que o esperado.
- 9. Política Cambial do BC.** Redução gradual do volume de swaps cambiais, o que é positivo pois significa a redução da interferência do BC. Melhor que o esperado.
- 10. Política Monetária do BC.** A alta de juros está maior que o esperado, o que deve pressionar mais a economia, mas é necessário para restabelecer a confiança. Melhor que o esperado.
- 11. Saldo da Poupança.** Com queda de 5% no saldo total apenas no 1º quadrimestre, acendeu uma luz amarela. Possível espaço para stress bancário. Pior que o esperado.

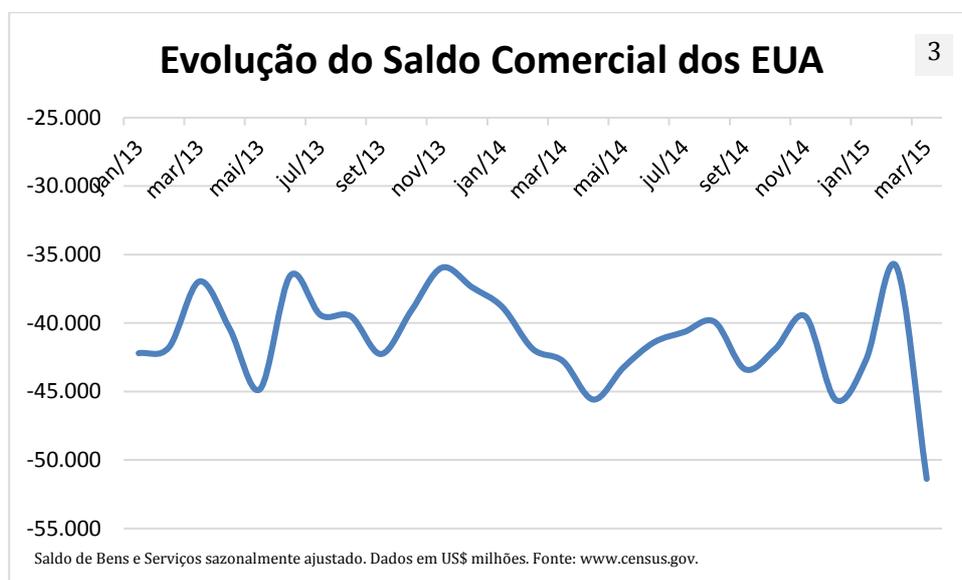
Perspectiva Mundo: Neutro/Otimista



EUA: Neutro/Otimista

Como nada nesta vida é de graça, o dólar forte começa a ter seu custo. A competitividade que os Estados Unidos ganharam com o gás natural mais barato do mundo, dentre outros, está sendo perdida por uma valorização da sua moeda superior a 14% ante as outras moedas do mundo nos últimos 6 meses, segundo o *dollar index spot*. Com isto, parte do crescimento do país será drenado para o resto do mundo (vide gráfico com expectativa de crescimento dos países) via aumento de importações e a Europa é um dos grandes beneficiários. Não é à toa que o fluxo de investimento para as bolsas americanas está mais baixo, enquanto tem se mostrado forte para o mercado europeu. O dado concreto é o déficit comercial de março (último dado disponível), que saltou 43% na comparação anual para US\$51,4 bilhões e é o maior desde outubro de 2008 (vide gráfico 3).

Qual é o impacto disso para o Brasil e o mundo? O impacto é positivo, pois havia um excesso de otimismo com os EUA e um medo do impacto da alta de juros no país para os mercados emergentes. E isto estava gerando uma distorção. É provável que o país cresça bem menos do que o esperado em 2015 e, com isso, o dólar devolva parte dos seus ganhos, o desemprego fique mais estabilizado e o Federal impossibilitado de elevar os juros. É um reforço daquele "New normal", com baixas taxas de juros. Com isso, é provável uma aceleração da entrada de capitais no Brasil, buscando aproveitar o enorme diferencial de taxa de juros, que já tratamos no Perspectivas de março.



Europa: Otimista

A Europa, quem diria, está ressurgindo das cinzas. O Choque do petróleo trouxe ao continente (excluindo a Noruega) um impacto positivo de US\$380 bilhões anuais segundo estimativas da BNEF (vide quadro 4). Além disso, o Euro perdeu 15% ante o dólar e 14% ante o renminbi da China nos últimos 6 meses, graças à política monetária do BCE, que está com uma nova rodada de *Quantitative Easing*. Ou seja, os produtos do continente estão 15% mais baratos. A Europa está conseguindo uma combinação de países com produtos de médio e alto valor agregado com custo bem competitivo. E a China é a grande perdedora no médio prazo, pois perde mercado na Europa e ganhar um concorrente renovado principalmente em bens de capitais – vide a fusão em discussão da Nokia com Alcatel-Lucent, que é uma ameaça à gigante chinesa Huawei.

Petróleo - quem ganha e quem perde (em US\$ bilhões/ano)

4

Ganhadores		Perdedores	
Ásia	393	Oriente Médio	357
Europa	300	Rússia e Ásia Central	218
EUA	180	África Subsaariana	89
		Norte da África	62
		América Latina	60
		Noruega	53
		Canadá	40
Total	873		879

Fonte: Bloomberg New Energy Finance.

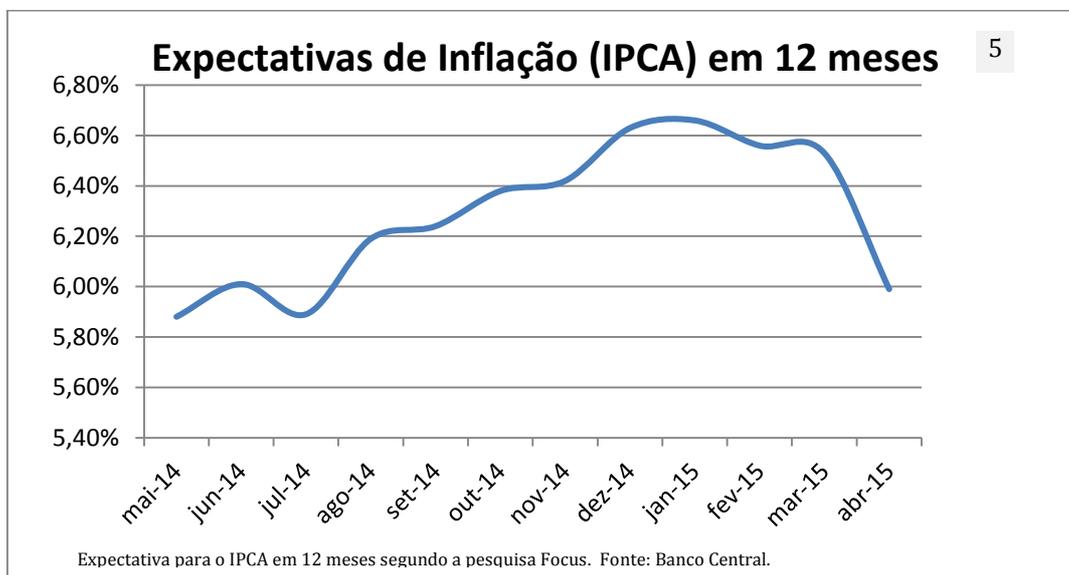
China: Neutro/Pessimista

A China é a grande dúvida da economia global nos próximos trimestres. A desaceleração do crescimento é clara. Se pudermos resumir o racional em uma frase, a China está virando um país caro. O país e o grande perdedor do dólar forte. Seguindo a lógica macroeconômica, o país deveria em algum momento ter uma grande queda no seu saldo comercial externo, refletindo menores exportações e maiores importações do resto do mundo, dado que seu crescimento agora é interno e o país está se tornando menos competitivo. Fora a questão de combate à poluição, aumentos salariais etc., que reduz a concorrência “desleal” do país versus o mundo. Outro ponto relevante é o excesso de investimento em imóveis, infraestrutura e alguns setores industriais, além do fato da dívida geral do país ser altíssima, indicando um risco de calotes. Aliás, a dívida bancária está virando tema recorrente nos fóruns do mercado financeiro. Já há previsão de provisões recordes este ano pelos bancos chineses. E há um medo muito grande desta conta. Ou seja, há espaço para um grande reconhecimento de perdas do setor bancário em empréstimos para projetos ruins. Tirando o fato da China hoje ter a liderança nos investimentos de energias renováveis, não conseguimos enxergar grandes notícias boas para frente.

Perspectiva Brasil: Neutro/Otimista

O efeito do diferencial de taxa de juros que destacamos há três meses já começa a ser sentido. É uma questão bem matemática. Taxa soberana de 13% conversa com Grécia, não com o Brasil. A nossa economia é muito mais complexa e estruturada, com leis em boa parte consolidadas, além de um dos 10 maiores mercados de consumo do mundo. Não tenham dúvida de que vai entrar muito dinheiro aqui. Na conversa com fundos de *private equity*, há uma clara intenção de colocar o dinheiro para trabalhar, comprando empresas a preço justo e internalizando a um dólar de R\$3,00, com 30% de economia em 12 meses.

Na realidade, acreditamos que até o final de 2015 há um risco relevante do Banco Central ser obrigado a reduzir os juros porque no nível atual eles podem atrair um volume massivo de recursos, valorizar novamente o real etc. Para a conta fechar, precisamos observar um recuo relevante da inflação. Na nossa visão, faz todo sentido a economia real pagar a conta dos preços regulados, provendo uma briga pelo consumidor que está com menos dinheiro no bolso. Mas isso ainda não está sendo observado de modo relevante e o índice de difusão do IPCA (percentual dos itens com preços subindo) ainda é muito alto, superior a 70% (o ideal é este índice ser abaixo de 60%). Mas vai ter que vir. O cabelereiro não pode sair de R\$50 para R\$100 para R\$500. Senão vai ter gente viajando para Miami no fim de semana só para fazer chapinha. De qualquer modo, a expectativa de inflação nos próximos 12 meses já começa uma tendência de queda conforme o gráfico 5:



O remédio colocado pela equipe do Joaquim Levy, em conjunto com a pauta “conservadora” (diríamos progressista), vai continuar amassando mais o brasileiro no dia a dia no curto prazo, mas é o preço a se pagar pela farra de dinheiro distribuído muitas vezes de modo amador, sem qualquer planejamento. Mas tudo é válido para manter o grau de investimento do país, algo que acreditamos já ter passado o ponto de inflexão. Após o reconhecimento das pedaladas no primeiro quadrimestre, deveremos observar uma tendência positiva no saldo de gastos do governo, uma redução gradual da inflação olhando os 12 meses seguintes e por aí vai. Estamos saindo de um ciclo perverso, a caminho do

precipício, demos o giro de 180 graus e agora começamos a nos distanciar deste precipício. Parando para pensar friamente, foi até bom o atual governo vencer, porque fica claro a todos de quem é o filho...

Outro desafio que teremos é a forte redução do crédito direcionado, como BNDES e Caixa, que coloca um novo desafio às empresas e que o mercado de capitais em geral não conseguirá suprir tão rapidamente no curto prazo. Para quem fez conta de retorno do projeto a TJLP +2%, sugerimos refazer a conta. Uma boa projeção no cenário atual é, mais do que nunca, a diferença entre ganhar ou perder dinheiro.

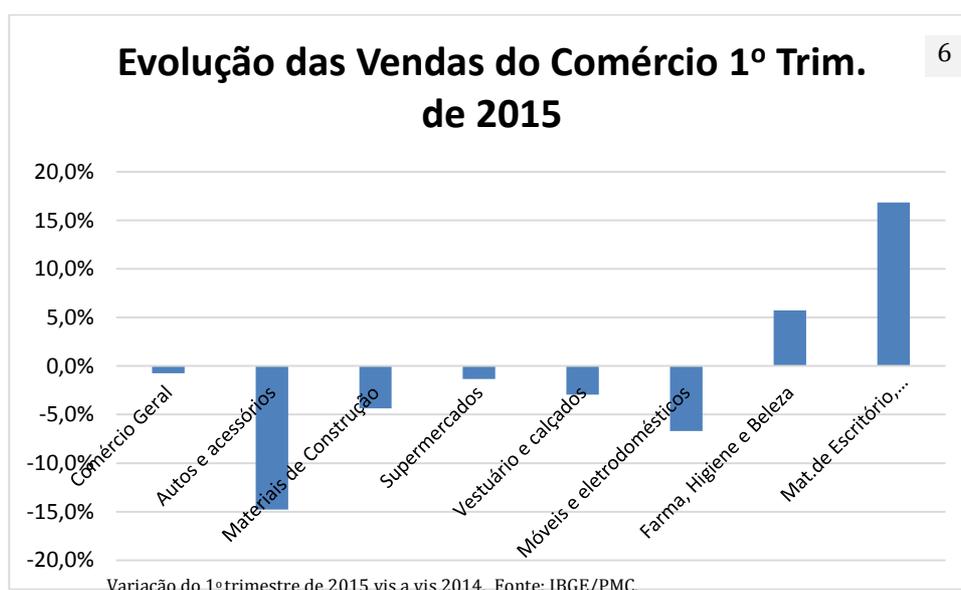
No que tange à uma das grandes preocupações do ano, o racionamento de energia, temos uma boa e uma má notícia. A boa é que as chances de racionamento foram reduzidas. A má é que boa parte disto se deve a um baque maior que o esperado na economia, que está resultando em queda no consumo (lembrem-se que comentamos anteriormente que um racionamento traria redução de 1 a 2 pontos no PIB? Não estamos neste caminho?). O realismo tarifário, que consideramos positivo, também está sendo relevante na racionalização do consumo. Mesmo com esta redução de consumo, que é bem-vinda, acreditamos que o governo ainda está assumindo um grande risco sem campanhas mais fortes pela redução de consumo e, com isto, indo para o tudo ou nada (quem já tem só 13% de aprovação não vai querer fazer racionamento...), com terço na mão rezando para o período de seca e o próximo período chuvoso serem clementes com o Brasil, afinal todos sabemos que Deus é brasileiro...

Atividade: Neutro/Pessimista

É muito provável que a queda do PIB no primeiro trimestre de 2015 seja maior que o esperado e o PIB em 2015 fique próximo de -1,5%, o que é abaixo da expectativa média do mercado que há algumas semanas estava entre -0,5% e -1,0%. Ou seja, a forte queda no consumo está dada e não haverá salvação em 2015, pois continuará a restrição de crédito, a inflação está alta e não haverá redução de impostos – pelo contrário, estes subiram principalmente nos combustíveis. Com isto, o grande motor para melhoria da atividade (pelo menos do ponto de vista da indústria), será a substituição de importações, que deveremos sentir de modo crescente ao longo do ano. Uma parte relevante disto será indireto, via insumos para produtos finais, como embalagens e outras matérias primas. Mas, mesmo neste aspecto, muitas empresas precisam reaprender a comprar localmente produtos que muitas vezes eram quase totalmente importados. O aumento das exportações, que também deve ajudar à atividade, é algo que terá um atraso maior, provavelmente a partir de 2016, pois é necessário todo um esforço comercial para uma venda posterior.

Enquanto o alívio externo não vem, as vendas de bens de consumo duráveis (vide gráfico 6) devem seguir em forte queda. Segundo as nossas estimativas, pode-se esperar uma queda para a venda de automóveis entre -15% a -20%, e em televisores uma queda em torno de 25% (o dado até março de produção é -35% segundo a Sufrema, mas tem um pouco de efeito Copa do Mundo). A alta dos juros não ajuda, pois, a parcela aumenta mesmo se o preço do produto financiado se mantiver estável. Não há muito milagre aqui: é reduzir custos a fórceps, reduzir margens, e repassá-los ao consumidor. O lançamento do HR-V da Honda deixa claro que um bom produto a um preço melhor se torna campeão de vendas.

Dentre os custos que deverão ser ajustados à nova realidade, além do emprego (vide item a seguir), temos os aluguéis de salas comerciais e shoppings, que passarão por uma nova rodada de redução. No caso das salas comerciais no Rio de Janeiro e em São Paulo esse ajuste já ocorre há uns 3 anos. Já nos shoppings, temos notícias de varejistas entrando em empreendimentos de primeira linha sem pagamento de ponto e com aluguéis até 50% abaixo do que seriam há um ou dois anos atrás. Enquanto para uns é crise, para outros é oportunidade. Quem esperou um pouco conforme vínhamos recomendando, está aproveitando agora para fechar ótimos negócios de locação.



Dentro de todo este contexto, com contração geral de vendas, observamos uma grande diferença de performance das empresas e uma tendência clara de maior consolidação de mercado, algo que já estava ocorrendo há vários anos. As 5 grandes de vestuário - Renner, C&A, Guararapes, Marisa e Hering, já saltaram de 10,5% em 2010 para 14,3% do mercado em 2013 (segundo a Lojas Renner), numa tendência meio secular. Mas este processo continua ainda mais forte, e, no primeiro trimestre, contra toda a lógica, a Renner cresceu 24%! versus 2014, enquanto a média do segmento foi de 2,0% segundo o IBGE para o mesmo período (em vendas nominais). Ou seja, os pequenos varejistas estão sendo espremidos por mais competição, menos crédito, menores vendas e maiores custos e a taxa de inadimplência em alguns shoppings já começa a refletir isso. É uma típica versão empresarial do *"survival of the fittest"*. Outro dado também corrobora este cenário. Segundo a Confederação Nacional do Comércio (CNC), o número de varejistas ativos no Caged (ou seja, que estão empregando alguém), caiu pela primeira vez em 10 anos (-2,6%), indicando o fechamento de milhares de empresas. Se por um lado é um cenário muito difícil para muitos pequenos, para as médias e grandes empresas que estejam bem estruturadas, é uma oportunidade única de obter pontos de venda interessantes e adquirir cadeias menores a preços atrativos.

Para contrapor o cenário desafiador, vale ressaltar um setor que tradicionalmente sempre foi muito competitivo no Brasil, mas está ganhando uma musculatura invejável: o setor de papel e celulose. O crescimento de capacidade nos últimos anos e os investimentos anunciados são realmente assustadores para a concorrência em outros países e só reforçam que este setor é uma das grandes estrelas para os próximos 10 anos. Nenhum outro país do mundo é páreo para a produção de celulose de fibra curta,

utilizada em papel higiênico e de imprimir e escrever. Só para citar os eventos mais recentes e relevantes, tivemos a entrada da unidade da Suzano no Maranhão (1,5 milhão de toneladas) em 2014, nova unidade de da CMPC no Rio Grande do Sul (1,3 milhão de toneladas) em 2015, expansão da Klabin no Paraná (+1,5 milhão de toneladas) em 2016, unidade II da Fibria em Mato Grosso do Sul (+1,75 milhão de toneladas) e a unidade II da Eldorado Celulose no mesmo estado (+2,0 milhões de toneladas) para 2018. Ou seja, no espaço de 6 anos a produção brasileira de celulose saltará pelo menos 53%, de 15 milhões de toneladas em 2013 para 23 milhões. Após este processo de crescimento, o Brasil terá 4 dos 6 maiores produtores do mundo de celulose de mercado. Para quem acha que o Brasil é somente soja e minério de ferro, temos um ótimo exemplo de outro setor relevante em que somos imbatíveis.

Emprego: Pessimista

O dado mais relevante do emprego em 2015, além da alta da taxa de desemprego é a primeira queda de renda real desde 2004. O impacto disso é consumo de poupança em um primeiro momento – já vimos literalmente uma queda inédita do saldo da poupança - uma forte redução do consumo de bens mais supérfluos, como bens duráveis e, acima de tudo, um *trade down*, com a troca da marca premium pela marca de combate. Além disso, haverá uma briga maior entre os diferentes produtos pelo dinheiro do consumidor: “viajo ou compro carro novo?”, serão dúvidas mais frequentes, principalmente da classe média emergente (classe B-, C e D), a que mais tende a sofrer no atual cenário.

Quanto ao mercado de trabalho em si, consideramos que o custo do emprego é uma das variáveis que estão “fora da ordem” e, portanto, devem sofrer ainda uma forte correção. Segundo matéria de O Estado de São Paulo com base em dados do Caged, já está ocorrendo uma queda salarial relevante, que pode ser observada na diferença de 12,8% entre o salário médio de pessoas desligadas e o salário médio de pessoas contratadas em março (há um ano atrás esta diferença era de 9,8%). Em bom português, estou demitindo o de 100 e contratando um de 87. A taxa de desemprego, por sua vez, deve saltar para dois dígitos até a metade de 2016, em um efeito onde parte é o aumento no número de pessoas que perderam o emprego e uma parte mais relevante é o número de pessoas que voltará a procurar emprego (sabem aqueles não trabalham e não estudam que falamos algumas vezes?).

Dentro deste cenário, uma notícia positiva no médio e longo prazos. A minirreforma da previdência, apesar de ter sido limitada, contribui para uma redução da distorção vigente. Certamente a rotatividade, especialmente em empregos menos qualificados e de novos trabalhadores, deve reduzir. E isto tem que ser comemorado.

Um desafio relevante para os setores de pessoal das empresas serão as negociações com sindicatos. Certamente teremos uma tensão entre a realidade do Brasil e do mercado de trabalho e a “realidade paralela” dos sindicalistas. Observamos isto mais claramente nos sindicatos ligados ao setor público, como é o caso das universidades de SP, que estão no momento com quase 100% do orçamento comprometido com salários, o que é um claro absurdo, inaceitável, e observamos os sindicatos com “faca nos dentes” querendo aumentos de salários absurdos. Porém no geral, após muita pirotecnia dos sindicalistas, cairemos em uma dinâmica de reajuste salarial com perdas relevantes para a inflação e, no caso de setores como o automotivo, estaremos falando quase em redução salarial em troca da manutenção de emprego.

Governo: Otimista

Conforme comentamos no Perspectivas de março, temos o Congresso mais conservador e diríamos progressista dos últimos 12 anos, além de ter um grande sentimento anti-PT. Com isso, estamos observando um comportamento inédito do Congresso, mas notadamente da Câmara dos Deputados, que está pela primeira vez na história recente implantando uma pauta própria, muitas vezes antagônica ao do governo incumbente. É uma desmontagem da filosofia do PT em todas as áreas: redução da maioria penal, ampliação da terceirização, implantação do voto distrital para vereador (pauta muito cara ao PSDB) e até ameaça de fixar o número máximo de ministérios em 20, forçando uma redução de 50% do número atual. Para aqueles que apostavam que o Congresso ficaria travado por meses após a lista Janot, a surpresa é a melhor possível. O Brasil não só não está paralisado, como está começando a fazer algumas reformas relevantes e com impacto no médio e longo prazos. Vamos pegar o exemplo do voto distrital: atualmente, um vereador disputa votos em toda a cidade de São Paulo, investindo em material para 9 milhões de habitantes. Com o voto distrital, terá que focar em um dos 55 distritos, ou seja, apenas 160.000 pessoas. O custo vai cair absurdamente e a política de antigamente corpo a corpo volta a ganhar relevância. Além disso, o representante passa a ter muita mais “*accountability*” – ele representa aquele distrito, no qual mora inclusive (salvo o Tiririca...). Para deputados, é provável que se evolua para um sistema distrital misto, onde parte dos deputados é eleito no distrito e parte é pelo sistema atual. Mas é assunto para ser deliberado após as eleições de 2016.

Se estamos otimistas no médio e longo prazo, no curto prazo o governo estará pagando as pedaladas de anos anteriores e pisando no freio de modo muito forte. Temos observado nos jornais reclamações de atrasos nos pagamentos em todos os lados e o governo está precisando cortar ainda mais gastos devido à frustração na receita e a deterioração da previdência social com o maior nível de desemprego. No caso das linhas de financiamento em geral – seja BNDES, seja Caixa, seja FIES – a tônica é forte queda nos desembolsos e custos bem mais altos nos novos pedidos. Acreditamos que o ajuste será realizado por bem ou por mal, e estamos menos preocupados se será atingido os 1,2% do PIB de superávit primário (receita menos despesa antes das despesas financeiras) pretendidos pelo Levy e mais focados na sinalização manutenção de uma gestão mais responsável. Fatos como a negativa inicial de reduzir o compulsório da poupança, por exemplo, são relevantes, pois seria uma decisão contrária à elevação dos juros. Por outro lado, como houve uma ruptura, talvez o governo faça algumas concessões neste caso.

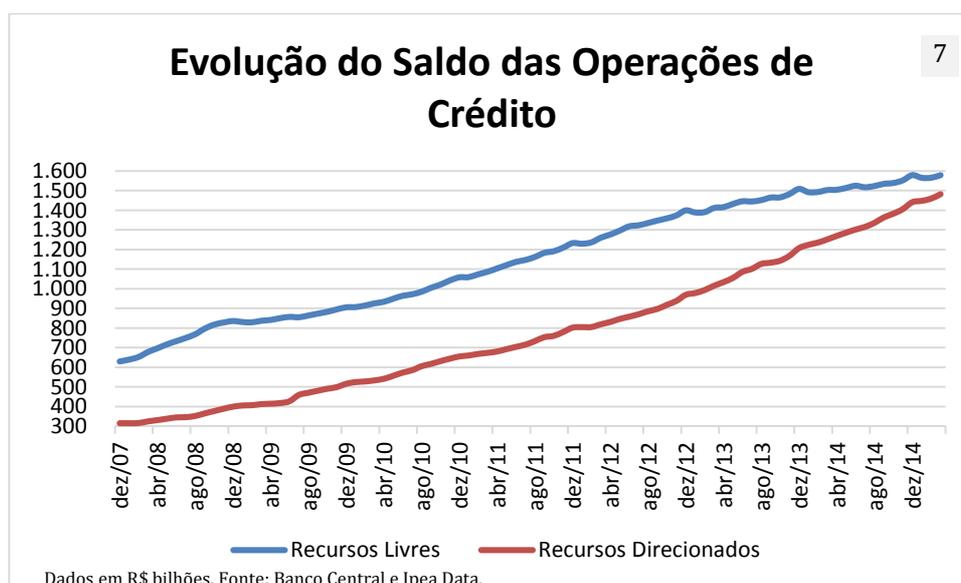
Após as discussões do pacote fiscal, no geral as mudanças aprovadas foram benéficas, com exceção da mudança no fator previdenciário, que é potencialmente uma tragédia e de uma ingenuidade profunda (para colocar de um modo mais ameno). Para nós analistas, nos irrita discussões completamente tolas como essa: acabar com os direitos trabalhistas blá blá blá... a questão correta é: queremos pagar por isso? Porque não há milagre: hoje nós pagamos mais impostos nos produtos em geral, por exemplo, para bancar o auxílio desemprego e a aposentadoria do vizinho, enquanto em países como o Chile, que é referência mundial neste quesito, as pessoas, já fazem a sua previdência pessoal e, quanto mais contribuírem, mais tendem a receber na sua velhice. E deve ser simples assim. Precisamos parar de ser o país da meia entrada, onde uns pagam R\$50 e os outros R\$500 para compensar.

Investimento: Pessimista no CP; Otimista no LP

O crédito direcionado, que representa desde BNDES até linhas de crédito agrícola, que são oferecidas por bancos públicos e privados com algum subsídio ou regra pelo governo, atingiu a impressionante taxa de 48% do crédito total em março de 2015. Este percentual era de apenas 33% em 2007 (vide gráfico 7). Teve uma alta de impressionantes 5 vezes no período! É o melhor retrato da bomba que precisamos desmontar ao longo dos próximos 5 a 10 anos. Metade do mercado recebe empréstimos subsidiados e metade do mercado paga a conta. Empréstimos do BNDES e imobiliário da CEF cairão de modo acentuado, algo como 50% no caso do BNDES, principalmente em linhas menos prioritárias, como financiamento de caminhões, enquanto investimento em infraestrutura tende a perder menos.

No mercado imobiliário, como estamos chegando próximo da utilização dos recursos da poupança, as linhas de crédito serão cada vez mais via mercado de capitais, sem subsídio. Mais preocupante que isso, a Poupança perdeu aproximadamente 5% do seu saldo no 1º quadrimestre e temos um risco potencial de descasamento de prazos, pois os bancos emprestam para receber em vários anos e os poupadores podem sacar a poupança a qualquer momento. Uma luz no fim do túnel é o governo reduzir o compulsório da Poupança, de 30%, liberando mais recursos, mas certamente as condições de financiamento serão mais restritivas.

Enfim, temos um mundo novo, onde há uma exigência muito maior e custos mais realistas, ditados pelo mercado. As empresas precisarão cada vez mais de assessores como a Vera Cruz para se relacionar com esses investidores, que estão acostumados a uma abordagem muito além do kit banco e que possuem uma grande concorrência pelo seu tempo, pois são gestoras com equipes reduzidas e bilhões para gerir. Mas esta será uma relação de ganha-ganha, pois costumamos dizer que acessar um mercado mais exigente faz com que as empresas melhorem seus controles, suas análises de projeto e, conseqüentemente, tenham melhor noção do risco que estão incorrendo e melhorem o retorno dos acionistas.



E quanto tende a ser a participação dos créditos direcionados no futuro? Sinceramente, no máximo 20%. Em um país normal, salvo a poupança para financiamento focado na construção, linhas agrícolas subsidiadas exclusivamente para pequenos e médios produtores e o BNDES focado em financiar parcialmente a infraestrutura, não enxergamos espaço sem romantismos e idealismos partidários para outras linhas. A saída é, decididamente, ter uma abordagem profissional.

Setor Externo: Otimista

Já estamos observando uma etapa inicial do choque positivo da desvalorização do real. As exportações de manufaturados para os EUA já subiram 5% em abril e podemos esperar uma evolução muito maior. A recessão interna só reforça o cenário e as empresas terão que colocar a pastinha debaixo do braço e buscar clientes fora do país, ou reduzir drasticamente a sua produção. Outro fator relevante é a substituição de importações. Já observamos em alguns clientes um forte impacto na sua demanda desta ordem. Em um caso específico as vendas de uma linha de um cliente estão até 40% superiores a 2014 e as expectativas são as melhores possíveis. Acreditamos que, nesta linha, o desempenho será crescente (para melhor) ao longo de 2015.

Outro ponto relevante é que, ao contrário de 2014, a safra está sendo exportada tardiamente e deveremos observar a partir de maio um grande saldo nas exportações principalmente de soja vis a vis 2014. Uma parte deste fluxo já está sendo antecipado pela movimentação financeira (o exportador, pode, por exemplo, fechar um ACC antes de exportar). Segundo o Banco Central, em abril o Brasil teve um saldo de fluxo positivo de US\$13,1 bilhões, o maior desde de julho de 2011. Destes, US\$3,1 bilhões foram relativos à conta comercial, que está diretamente ligada à Balança Comercial.

Com a melhora expressiva no fluxo, o Banco Central começa a desmontar parte dos swaps que construiu nos últimos anos, que já representam cerca de 30% das reservas internacionais. Nas últimas semanas, o BC tem rolado em torno de 80% dos seus contratos, o que na prática significa que está “comprando” 20% da sua posição em dólares, se contrapondo à forte entrada. Com o dólar à R\$3,00 e a taxa de 13%, o investidor estrangeiro que tem horizonte de longo prazo está sedento por aproveitar as oportunidades e comprar ativos baratos e aplicar a uma taxa altíssima e baixo risco (no caso dos títulos públicos).

Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Neutro

Enquanto nós brasileiros ficamos atados ao nosso pessimismo com a economia real, investidores estrangeiros aproveitaram o dólar acima de R\$3,00 para ir às compras. No total, o fluxo até abril foi de R\$17,5 bilhões, dos quais R\$7,6 bilhões apenas em abril. É um bom indicativo de que os investidores estão, apesar de tudo, apostando na virada da economia com o efeito Levy e um congresso mais pró-mercado. Agora entre esta melhoria de humor e novas aberturas de capital, ainda teremos um longo caminho. Pelo menos até setembro, quando os estrangeiros voltam das suas tradicionais férias de verão (agosto é clássico mês de não fazer operações de mercado de capitais por causa disso), a chance de IPOs é mínima. Na realidade, o modo está mais para o contrário, com fechamento de algumas empresas, como é o caso da Souza Cruz (aqui já mencionado) e da Br Properties (esta operação ainda com vários questionamentos). Nas empresas de segunda e terceira linha, conhecidas como *small caps*, o “massacre nos preços foi bem relevante, refletido na perda de 16% para o Ibovespa em 2015 e de -24% em 12 meses considerando o início de maio. Consideramos que há dinheiro na mesa neste universo.

Juros: Neutro/Leve alta

O Banco Central vem aumentando de forma agressiva a taxa de juros e já há quem aposte em 14%. É o preço a se pagar para provar que o mau aluno agora está disciplinado. Por outro lado, a inflação dos preços livres precisa cair de modo relevante. Simplesmente não faz o menor sentido alta inflação em um período de recessão. E os serviços continuam sendo os grandes vilões. De salões a restaurantes, domésticas a pintores, todos continuam na média rodando a 8%, o que é um absurdo. Alguns setores já estão com tendência de acomodação, como é o caso do setor hoteleiro, onde a forte expansão na oferta, especialmente de hotéis econômicos, já está causando reduções de preços, especialmente em cidades como Belo Horizonte, que foram inundadas com mais ofertas.

Tudo isso posto, acreditamos que os juros podem ser a grande surpresa do final de 2016. Se o dólar cair abaixo de R\$2,80 e o fluxo de entrada de dólares continuar forte, acreditamos que o Banco Central deverá acelerar o desmonte da sua posição de dólar (o que significa, de modo indireto, compra de dólar no mercado) e também uma redução da taxa de juros. Em uma situação normal, com superávit superior a 2% em 2016, podemos pensar em uma taxa de juros de um dígito para 2017, especialmente se considerarmos que a grande pressão da inflação é o baixo desemprego, que está subindo a galope.

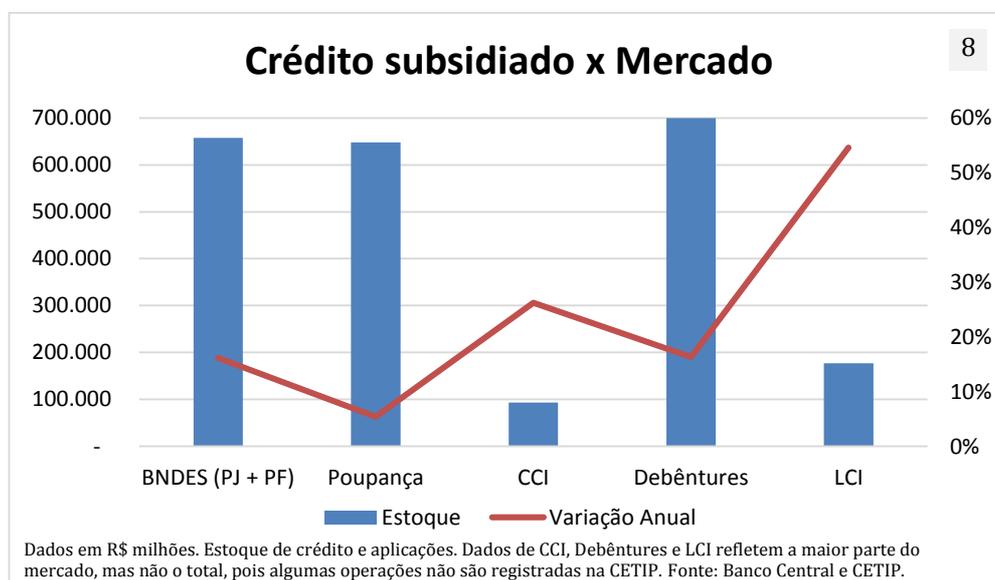
Dólar: Neutro/Perspectiva de baixa

Assim como parte do mercado, tomamos uma “virada” do dólar, que juntou um movimento global de apreciação da moeda dos EUA com um ceticismo exagerado em relação à economia brasileira. Por outro lado, conforme havíamos colocando no último Perspectivas, era só uma questão de tempo para ficar claro que os ajustes fiscais estão sendo feitos e que a nossa taxa de juros é irresistível, estimulando a entrada expressiva de investidores estrangeiros e, com eles, os dólares. Como o Banco Central está desmontando a sua montanha de swaps (rolando algo como 80% da posição), a moeda está conseguindo se manter próximo a R\$3,00. No atual cenário, achamos razoável apostar em uma banda entre R\$2,80 e R\$3,10, com risco de romper o R\$2,80 se o governo mostrar superávit fiscal relevante,

houver forte aumento do superávit comercial (maio já está subindo neste quesito) e a taxa de juros permanecer demasiadamente alta por muito tempo. Em um cenário de Brasil “normal”, os 13% ou mais de SELIC são uma bomba de estímulo a fluxo externo que precisaremos conter no futuro, sob pena de voltarmos ao cenário de 5 anos atrás, com real excessivamente valorizado, indústria deprimida e o governo bancando juros altos enquanto mantém reservas a taxa zero.

Crédito Privado: Otimista/Neutro

No curto prazo, assim como boa parte da economia, o mercado de crédito privado estruturado teve uma redução nos volumes, mas acreditamos que a forte restrição de crédito direcionado permitirá a este mercado dar um novo salto, principalmente no limiar de 2016, quando teremos uma trajetória de juros decrescentes e a limitação de crédito subsidiado continuará limitada pela nova política econômica do Levy. A prioridade do governo federal em termos de gestão de dívida é a redução da dívida bruta, o que significa reduzir o tamanho do BNDES e de linhas direcionadas. Por isso, mas do que nunca, o governo deve ser entusiasta de títulos como o CCI e CRI (imobiliário), o CRA (agrícola) e as Debêntures. Dentre essas, vale destacar as de infraestrutura, um mercado que ainda precisa decolar no Brasil e é um substituto direto das linhas do BNDES, pois possui um tratamento tributário diferenciado para reduzir seu custo. Conforme podemos observar no gráfico CCC, os produtos de mercado já estão com um desempenho bem superior ao mercado em geral (estoque CCI com alta de 26% e Debêntures 16%) e entrarão na sopa de letrinhas dos empresários.

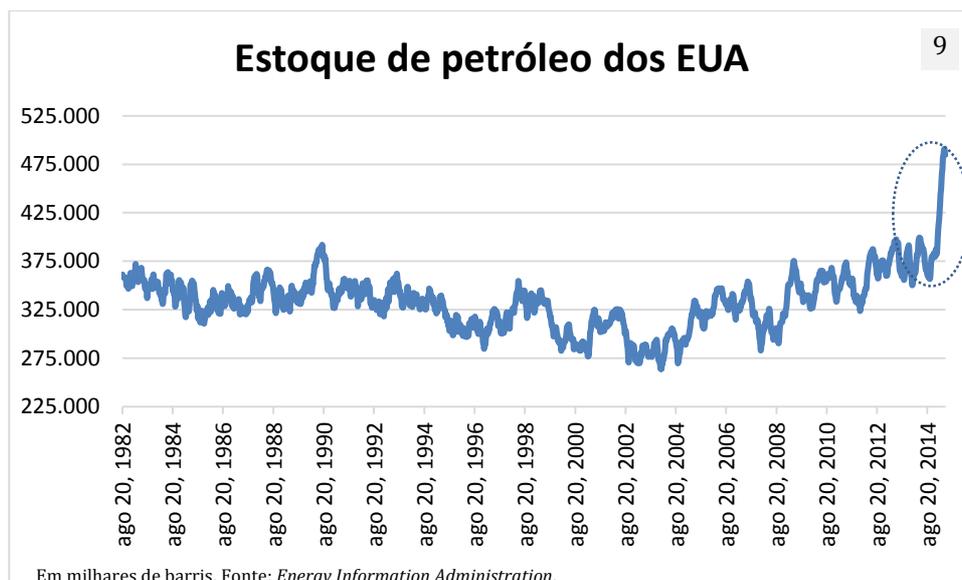


Commodities metálicas e petróleo: Neutro

De um modo geral as commodities metálicas e petróleo atingiram um fundo do poço em março de 2015 e sofreram uma importante recuperação ao longo de abril. Aparentemente pelo menos já atingimos o fundo do poço, conforme havíamos colocado em relatórios anteriores, mas é difícil ser otimista no médio e longo prazo. A regra básica de preço para commodity é o desbalanceamento entre oferta e demanda e a variável que podemos nos referenciar é o estoque. No caso do petróleo, por exemplo, esta

variável “explodiu” nos últimos meses (conforme o gráfico 9 com série desde 1982) atingindo um patamar de quase 500 milhões de barris, quase 100 milhões acima do ano passado (ou mais 20%). Para se ter uma ideia da relevância do movimento, vários players do mercado já estavam com medo que toda a capacidade de estocagem dos EUA fosse preenchida e os preços tivessem um colapso. É fato que muitos países estão aproveitando para recompor seus estoques estratégicos e isto tem permitido a absorção do excesso da produção de petróleo, estimada em 2 milhões de barris/dia. Mas, assim como nos EUA, uma hora estes estoques estarão cheios e voltamos ao ponto inicial, que é a redução da produção. Um fato relevante que deve ser negativo para o preço do petróleo é o fim das sanções ao Irã, que está em vias finais de negociação. Isto deve trazer mais 1 milhão de barris/dia ao mercado.

Em outros mercados estamos observando o fechamento generalizado de minas não competitivas e uma tendência de concentração da produção na mão dos produtores que detêm o que a Vale costuma chamar “ativos de classe mundial”. No caso do minério de ferro, em especial, a dinâmica é ainda mais dura para os pequenos. Vale, Rio Tinto e BHP (as três grandes), em conjunto com a Fortescue, estão inundando o mercado com minério de ferro de baixo custo e alta qualidade e estão massacrando a mineração de ferro da China (que deve sumir sem subsídios do governo) e minas menos competitivas mundo afora.



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>.