

# Perspectivas - Junho 2016

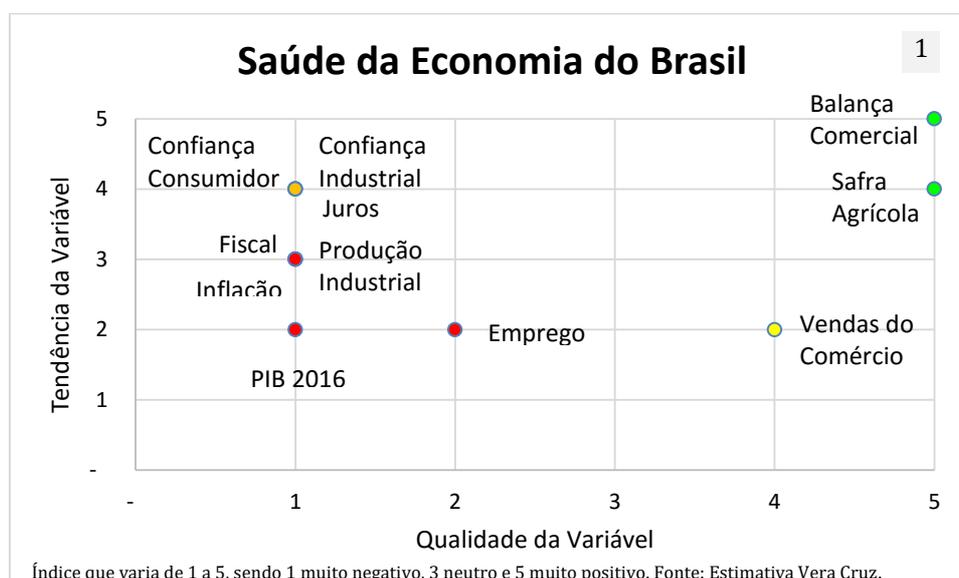
## Cenário Geral: Positivo

### Giro positivo de 180 graus na economia, mas muito caminho a percorrer

Quando tudo parecia perdido, o instinto de sobrevivência da população e de inúmeras lideranças deram enfim o apoio necessário para a mudança de um governo desastroso, que nós e boa parte do mercado financeiro vínhamos criticando há anos. Chegou ao fim as saídas fáceis, os experimentalismos, o “patrimonialismo”. Este é o lado bom. O lado ruim é que a herança deixada pelo governo anterior é muito negativa e pesada e vai levar tempo o processo de despetização e desburrização do governo e da sociedade. Segundo algumas estimativas, poderemos levar mais uns 5 anos apenas para voltar ao superávit primário, algo duramente conquistado no governo FHC.

Mas nos parece que o fundo do poço já foi atingido e a mudança de governo aliada com algumas evoluções positivas tendem a fazer a economia se reerguer nos próximos meses, com provável crescimento do PIB no 3º e 4º trimestres vis a vis o período imediatamente anterior. Um elemento muito importante que deve ajudar o país na sua recuperação é a melhoria nos preços das commodities, especialmente as agrícolas. Setores como o de açúcar e etanol terão seu melhor ano em quase uma década, por exemplo.

Na economia global continuamos com um cenário meio lento, sem derrocada da China e com expansão mais moderada dos Estados Unidos. Na média, é um cenário neutro/positivo para o Brasil, especialmente após o mercado precificar uma catástrofe em janeiro, quando os preços das commodities em geral chegaram a um quase colapso.



## **Check List:**

### **12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses**

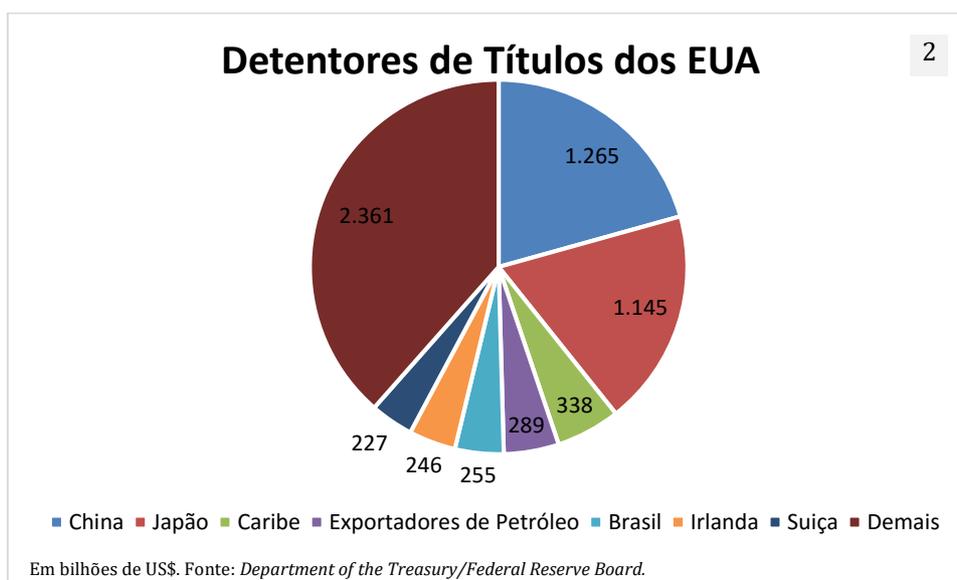
1. **Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** Déficit de R\$170 bilhões tem o mérito da transparência, mas escancarou a gestão temerária e condenou o país a anos de pé no freio. Pior que o esperado.
2. **Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** Mudança avassaladora. Resolvemos em 2 anos o que normalmente seria resolvido em 4 ou 5. Este déficit está totalmente equacionado em 2016. Muito melhor que o esperado.
3. **Exportações de Manufaturados.** Tendência positiva continua. Melhor que o esperado.
4. **Redução de *Rating* (risco de crédito) do Brasil.** Perda do grau de investimento sela um cenário restritivo de fluxo para o Brasil. Pior que o esperado.
5. **Evolução da Atividade na China.** Desaceleração continua, evidenciado por um PMI abaixo de 50 (queda de atividade) desde julho de 2015. Em linha com o esperado.
6. **Petrolão.** O grande fator positivo das investigações no longo prazo está na tendência de redução da corrupção e dos custos de obras. No curto prazo os fornecedores do setor público enfrentam um colapso no financiamento. Em linha com o esperado.
7. **Política Monetária do BC.** O novo governo com mensagem positiva no fiscal e a queda da inflação abrem espaço para redução de juros no 2º semestre. Melhor que o esperado.
8. **Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Fed vai aumentar bem lentamente os juros. Melhor que o esperado.
9. **Racionamento de Energia.** Deus é brasileiro e está nos salvando. Os preços de energia no mercado livre desabaram. Muito melhor que o esperado.
10. **Petróleo.** Preço internacional voltou a se recuperar e atingir US\$50. É um cenário positivo, pois permite baixos preços sem destruir diversos países. Em linha com o esperado.
11. **Política Cambial do BC.** Forte redução dos swaps. Melhor que o esperado.
12. **Saldo da Poupança.** Continua a saída de recursos. Pior que o esperado.

## Perspectiva Mundo: Otimista/Neutro

### EUA: Otimista/Neutro

O colapso dos preços do petróleo no início do ano, para níveis em torno de US\$30, e a manutenção de preços em torno de US\$50, tendem a ter um forte impacto negativo no setor petrolífero americano e na produção industrial do país, além de causar centenas de bilhões em concordatas e perdas com empréstimos. Vale lembrar que os EUA adicionaram mais de 5 milhões de produção diária nos últimos 5 anos, ou o equivalente a quase 2 vezes a produção brasileira de petróleo e cerca de 6% da produção global. Commodities como o petróleo e a mineração possuem um ciclo de investimento muito longo e isto faz com que o mercado se autoflagele por vários anos. Entre a decisão de investir e o início de uma operação, temos 5 anos ou mais. O cenário mais provável e que já estamos observando é uma queda ao longo de 2016 e 2017 na produção americana, refletindo a redução do número de sondas utilizadas para perfurar novos poços e a queda natural de produção de poços existentes. Por outro lado, o Irã seguirá como o destaque de aumento de produção após o fim do embargo econômico, mantendo a oferta global em níveis ainda superavitários ou próximo do balanço de equilíbrio.

O dólar forte também tende a pesar negativamente, tornando a indústria do país cara, especialmente quando comparada a países emergentes não atrelados ao dólar, como a Ásia ex-China e a América Latina, além da Europa. Outro ponto de perda de competitividade é o alinhamento dos preços do WTI e do Brent, que tira parte da vantagem de petróleo e gás natural mais baratos nos EUA vis a vis o resto do mundo.



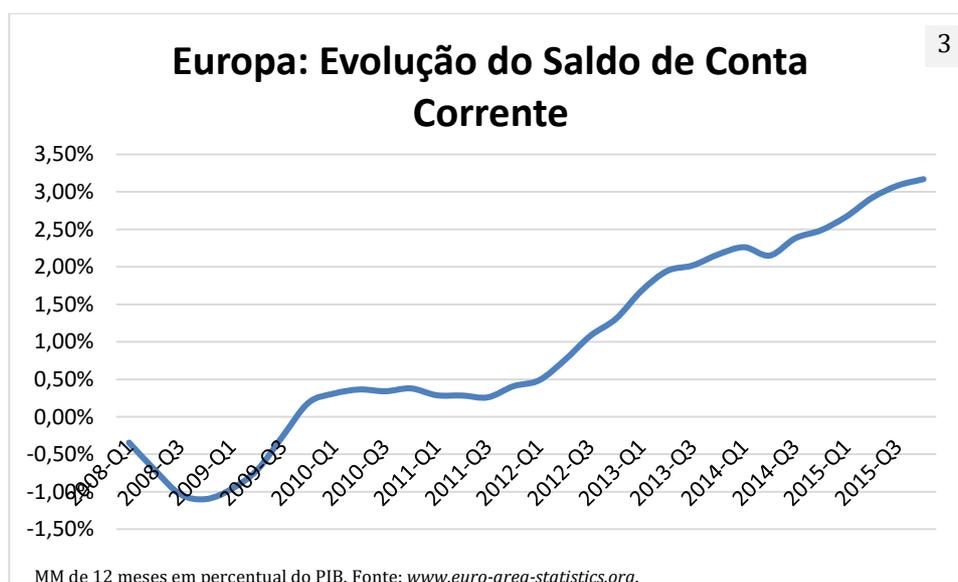
De resto a economia continua em excelente estado e se o consumo não cresce tanto quanto se esperava é porque o americano está reduzindo as suas dívidas e porque as empresas americanas continuam resistindo a internar seus ganhos, deixando seu caixa “estacionado” em outros países, com o é o caso da Apple e do Google. Outro ponto positivo é que na medida que a China vende seus títulos do tesouro

(vide o gráfico 2) para pagar o capital que está saindo do país, os EUA não estão sofrendo nenhuma crise, como muitos temiam há anos atrás. Em 12 meses o volume da Bélgica, que muitos atribuem à China, reduziu quase US\$200 bilhões, “conversando” com 40% da queda de US\$500 bilhões nas reservas chinesas. De novo, mais uma das distorções globais está sendo resolvida.

## Europa: Otimista

Grande beneficiário da queda do petróleo, a Europa não tem do que se queixar nos últimos meses. Até a Grécia está dando sinais de recuperação e países como a Espanha estão em uma situação que o Brasil torce para estar em 2018 ou 2019 porque fizeram um pesado ajuste fiscal, cortando vários benefícios esdrúxulos que observamos em todos os lados no Brasil. É através da porrada que governos populistas cortam as benesses insustentáveis e restabelecem o equilíbrio de uma economia. Por isso países como a Espanha estão em uma situação completamente diferente de 4 anos atrás, após cortar salários de funcionários públicos, a burocracia e o peso do estado.

O Euro desvalorizado também reforça o turismo no continente, o que favorece países dos PIIGS como a Espanha, a Itália e a Grécia e as exportações, favorecendo principalmente a Alemanha. Podemos observar no gráfico 3 que a tendência de longo prazo tem claramente refletido uma melhora no saldo de transações correntes. Um outro efeito que tende a ser positivo no médio prazo é o fim das sanções comerciais ao Irã, que é a maior economia do mundo a entrar no mercado global desde o fim da União Soviética segundo o Financial Times. Só a demanda imediata de aviões é de quase 150, que deverão ser fornecidos quase totalmente por empresas europeias. Além disso, o Irã é fornecedor preferencial do petróleo consumido na Europa, o padrão Brent, que era negociado nos últimos anos com prêmio de 10% a 20% sobre o WTI (dos EUA) e que agora estão negociando ao par ou até com desconto do petróleo americano. Neste particular o grande beneficiário dentro da Europa é a França, dado as suas relações históricas com o país. A tecnologia da maior produtora de automóveis do país é, por exemplo, em boa parte da Peugeot.



O grande ponto de interrogação recente foi a invasão de refugiados, que passaram de 1 milhão em 2015 e afogaram a estrutura de amparo social dos países do continente. Se num segundo momento até a Merkel abriu os braços para recebê-los (no primeiro estava resistente), no terceiro momento os países estão encarando o realismo de que cidadãos da Síria estão alguns níveis abaixo de cidadãos europeus, seja em qualificação, seja em respeito às leis ocidentais, seja em capacidade de adaptar à sociedade e deixarem de ser um peso ao governo. Se não tomar cuidado, o alemão não precisará mais vir ao Brasil para matar saudade de uma bucólica favela, pois vai ter algumas ao seu redor. Portanto, a nova temporada primavera-verão tende a ser de tensão crescente não só para barrar milhões de refugiados como também para eventualmente expulsar pessoas já acolhidas, mas que não se adaptaram ao respeito às leis e costumes ocidentais.

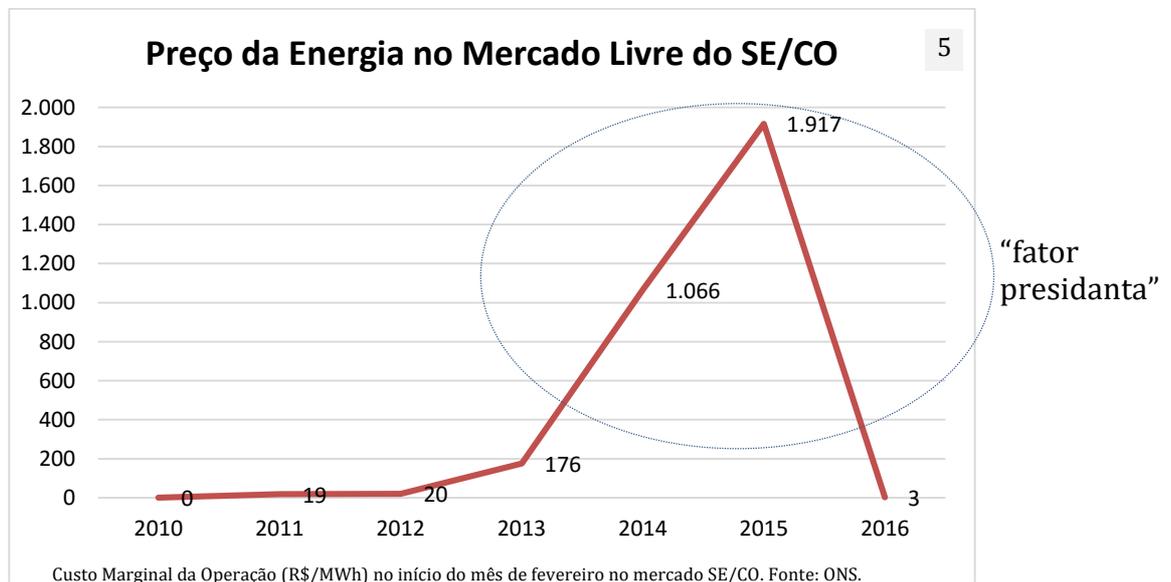
## China: Pessimista

Que lê os comentários sobre a economia chinesa fica tentado a recomendar a internação de dezenas de analistas e economistas. É no mínimo engraçado ouvir o comentário de pressão cambial sobre uma economia que possui reservas superiores a US\$3 trilhões. Esta é exatamente uma das distorções do mundo e que na nossa visão está sendo corrigida, contudo de modo mais lento em 2016 (vide gráfico 4). Outra que ainda demora é uma reversão do superávit da balança comercial chinesa. Precisamos observar a China cada vez mais como uma economia normal, importando bens e serviços para consumo doméstico, em vez de ser apenas o grande exportador do mundo.



## Perspectiva Brasil: Positiva

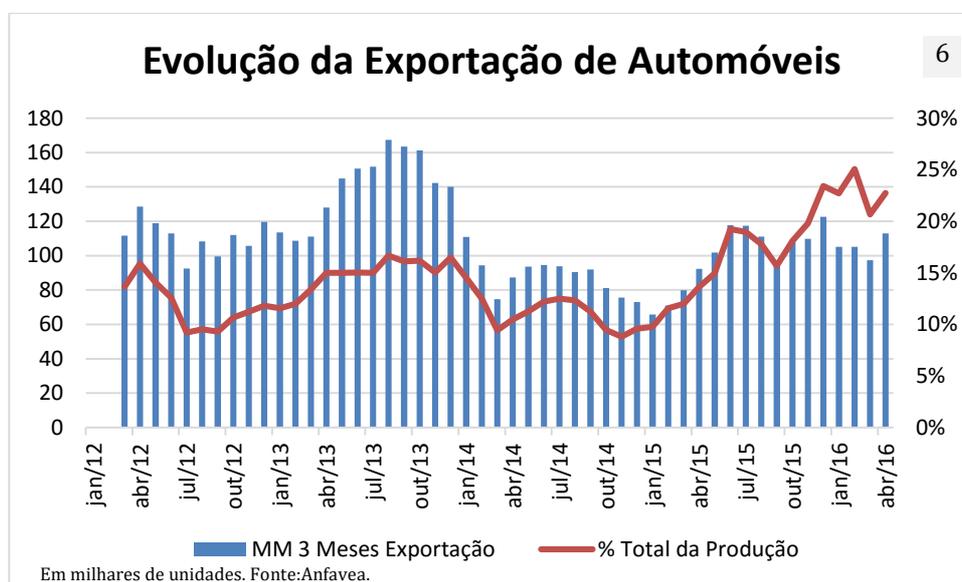
Quando falamos de Brasil, podemos resumir seus problemas econômicos a 2, que também são conhecidos por déficits gêmeos: o déficit fiscal e o déficit de conta corrente. Enquanto em relação ao primeiro deles haverá um longo caminho de correção com o novo governo, no caso do déficit de conta corrente corrigimos as distorções na marretada em apenas 2 anos – 2015 e 2016. A virada neste quesito é extraordinária e vai continuar muito forte nos próximos meses. Portanto, do ponto de vista de fluxo, o dólar a R\$3,50 já está acima do que deveria e esta pressão inflacionária está controlada. Em outro front, como Deus é brasileiro e o Brasil tomou uma paulada na economia, estamos observando uma virada completa do cenário energético. O custo marginal de operação, que estabelece o preço da energia no mercado livre, há cerca de um ano atrás estava em R\$1.917!!!, desabou para incríveis R\$2,6!!! em fevereiro no mercado do SE/CO (vide gráfico 5), contratando uma forte queda da energia em 2016 e nos anos seguintes. Por tabela, as termelétricas foram desligadas e um volume absurdo de gás estará disponível para o mercado nacional. Esta é uma ótima notícia para indústria do ponto de vista de custo, pois pode reduzir brutalmente o preço da energia elétrica e o preço do gás. No caso da energia, estamos observando uma migração expressiva de grandes consumidores para o mercado livre, pois aproveitam o custo zero em vez de pagar a energia cara das distribuidoras. No caso do gás, a Comgás de SP divulgou recentemente redução de 11% para os grandes consumidores industriais. Basicamente pegue tudo que foi falado há um ano atrás e faça o contrário. Coisas que a inteligência mor conseguiu criar...



Além do impacto positivo para as indústrias, a inflação deverá ter uma ajuda, pois o preço da energia em geral deve cair, ao contrário do forte aumento em 2015, que foi de pelo menos 40% no caso da energia elétrica. Do lado fiscal, o custo do sistema também deve cair com o fim da utilização de térmicas de alto custo, reduzindo a necessidade de subsídios. Do lado da balança comercial, por sua vez, como muitas das térmicas são a gás, haverá queda nas importações de gás natural (queda de 24% em 2016 até abril segundo a ANP), ajudando a reduzir o déficit em conta corrente. Um efeito colateral é que vai sobrar energia e gás nos próximos meses, prejudicando as distribuidoras de energia e empresas como a Petrobrás. No geral, é positivo para o país e o mercado deverá se ajustar no médio prazo, lançando

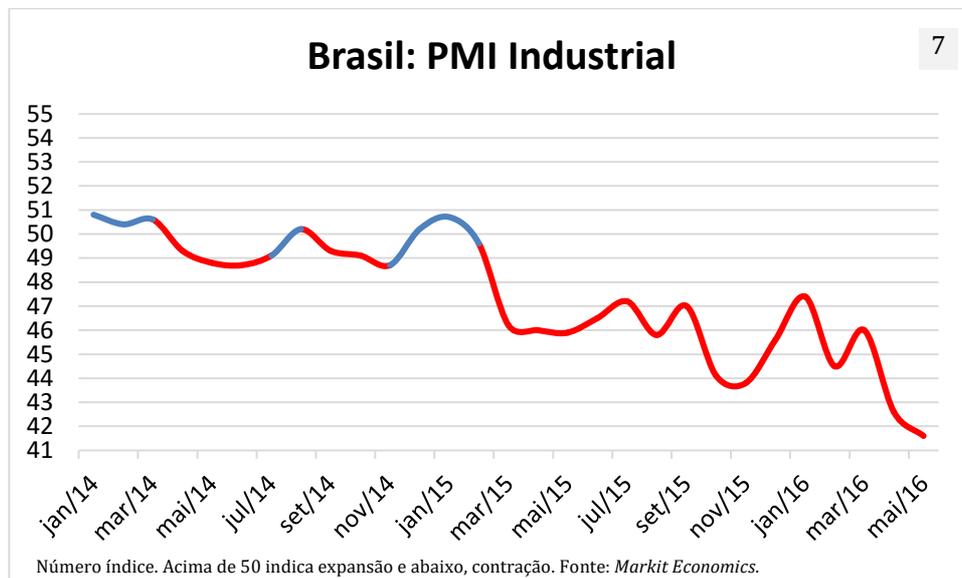
soluções como a possível exportação de energia para a Argentina, algo que está sendo considerado no momento.

Um foco de más notícias deve ser o crédito privado. Muitas empresas, mesmo as grandes com faturamento superior a R\$1 bilhão, estão sendo amassadas por uma queda da lucratividade e da geração de caixa de um lado e pela pressão do pagamento de dívida do outro (com menores prazos e maiores custos), numa tempestade perfeita. Para citar uma grande indústria de autopeças que analisamos, houve uma queda de 70% no EBITDA de 2014 para 2015 e a dívida líquida de curto prazo (ou seja, com vencimento dentro de 2016) é algumas vezes a sua geração de caixa esperada. Em português bem simples, se não houver ação das empresas e alguma flexibilidade dos bancos, a palavra RJ vai estar cada vez mais nos *trendings topics* do pedaço... Neste quesito, podem ficar tranquilos, no mercado de crédito o cenário é previsível, vai continuar ruim pelo menos até a metade de 2017.

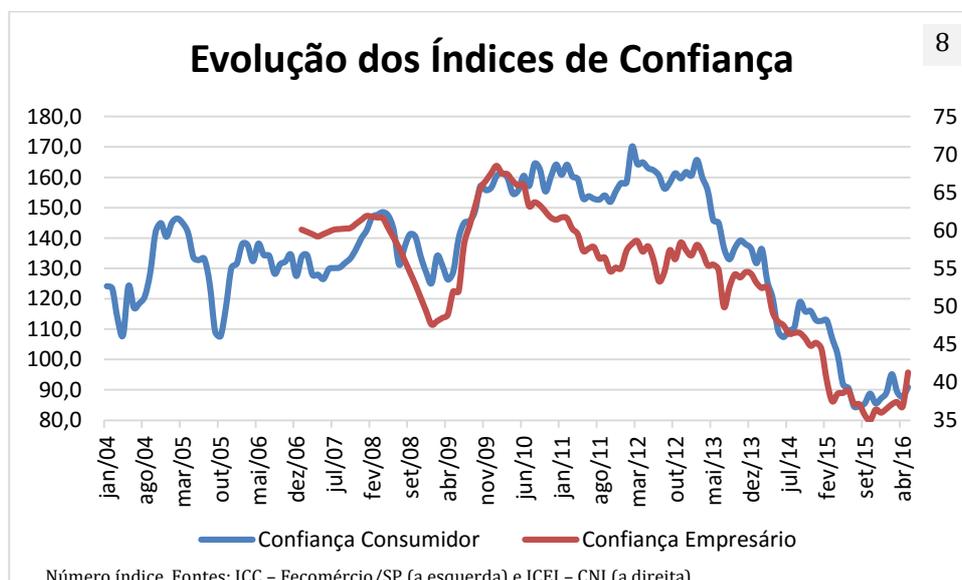


## Atividade: Neutro

Para comentar a atividade econômica do Brasil, achamos muito oportuno comentar as 5 fases do luto: primeiro vem a negação, depois a raiva, a negociação, a depressão e a aceitação. O lado bom de 2015 é que já passamos todo este ciclo... Ao terminar 2015 com queda de 4% do PIB e uma expectativa de queda entre 3,5% e 4% em 2016, a perda já está consolidada e aceita, o que nos permite ir para o próximo passo que é agir apesar do cenário. O consumidor já está bem cauteloso, as empresas já reduziram de modo relevante seus investimentos e isso bate na atividade. O que observamos na ponta é que na média a atividade talvez esteja estabilizando (apesar de o PMI não estar apontando isso ainda, conforme o gráfico 7) e que as exportações de produtos manufaturados já começam a ganhar escala e a virar de queda menor para crescimento. No setor automotivo as exportações já bateram quase 25% da produção e é razoável assumir que este nível supere 30% nos próximos meses. A nova formulação do Itamaraty também deve permitir um grande avanço na política comercial, com várias assinaturas de acordos bilaterais.



No que tange à confiança das pessoas, o cenário é mais animador. Como podemos observar no gráfico 8, os índices de confiança atingiram níveis de até então inimagináveis, de depressão (como efetivamente tem ocorrido na economia), mas já ensaiam uma recuperação (principalmente o do empresário). A mudança de governo tem sido fundamental nesta reversão positiva segundo os últimos dados e a nossa percepção com clientes e com o mercado em geral. A realidade é que o Brasil ficou quase paralisado nos primeiros 4 meses do ano e agora retoma um ritmo normal após a saída da presidente via *impeachment*. A confiança só não está no seu maior potencial porque o processo ainda corre e as revelações recentes da Lava Jato ainda colocam uma dúvida no cenário político. Como estamos observando, todo cuidado é pouco para a conclusão deste dolorido, mas necessário processo. Nos surpreende é que mesmo com a terra arrasada no campo político e econômico as forças pró atraso ainda estejam tão fortes.



## Emprego: Pessimista

A variável de emprego tradicionalmente é uma das mais atrasadas, pois as empresas sempre tendem a refletir bastante tanto na contratação, como na redução. As vezes na redução a resposta é até mais rápida, mas dado o cenário muito pior que o esperado com uma queda acumulada de quase 8% do PIB em 2 anos e várias medidas protelatórias do governo, como o *lay-off*, ainda teremos uma piora consistente do mercado entrando 2017, independente do cenário. Outro ponto muito grave que já mencionamos diversas vezes é a ignorância dos sindicatos e dos trabalhadores, obcecados por aumentos de salário desconexos da produtividade. As negociações salariais agora que estão começando a perder da inflação, o que é um absurdo dado que a inflação de 2015 foi astronômica (10%) e o PIB caiu cerca de 4%. São verdadeiros violinistas do Titanic. Depois uma Cosipa fecha de vez e eles não entendem. Mataram o “empresário ganancioso”! Quando falamos em aprender na dor, não é só em relação ao atual governo, mas principalmente no que tange aos sindicatos.

## Governo: Otimista

Conforme colocamos em um dos nossos comentários, saíram os meninos e entraram os homens. É uma pena que os julgamentos na política não se pautam pela análise objetiva, porque se fosse por este conceito estaria claríssimo para toda a população a brutal diferença na qualificação dos principais agentes, com algumas exceções. Os ministérios da Fazenda, Relações Exteriores, Cidades, Educação, o Banco Central, o BNDES, a Petrobrás, enfim, tem-se uma equipe mais profissional e, mesmo no caso dos políticos, há uma equipe técnica ao redor. Óbvio que há nomes questionáveis, mas com o Congresso que temos não há como fazer uma equipe 100%, ainda mais quando são necessárias diversas mudanças constitucionais. É uma das melhores equipes possíveis.

Isso posto, o buraco é enorme e dado o cenário de incerteza, pois o processo de impeachment ainda não foi concluído, várias reformas relevantes tendem a esperar o período pós conclusão do impeachment, o que não é o ideal. Mas dentro do cenário possível, o governo começou bem quando sinalizou uma mudança estrutural com o conceito de limitar o crescimento das despesas à inflação do ano anterior, o que tende a travar a queda das despesas do governo em relação ao PIB. Na prática, no entanto, muitas medidas terão que ser aprovadas para que esta regar seja implementada e o modo como o Brasil faz orçamento, que é totalmente travado, terá que ser mudado. Em parte isso está sendo feito com a aprovação temporária da DRU, onde há a desvinculação de até 30% das receitas, que poderão ser utilizadas livremente.

Além disso, com estados e municípios quebrados, será necessário alguma repactuação federativa e uma reforma fiscal. Um dos pontos em discussão é uma postergação do pagamento de dívida de alguns estados em troca de reformas estruturais dos mesmos. Enfim, há um longo caminho pela frente para salvar mortos e feridos.

## Investimento: Neutro no CP; Otimista no LP

Dentro de um ambiente conturbado e de uma queda na demanda, o nível de investimentos tem despencado. A queda do petróleo e o rebaixamento do risco de crédito da Petrobrás também trazem uma contribuição negativa relevante. Além disso, a redução dos subsídios e da oferta de crédito do BNDES, conforme já colocamos em outros relatórios, é outro fator contracionista de crédito no médio

prazo, mas que consideramos positivo no longo prazo. Precisamos de investimentos baseados custos de mercado via dívida estruturada e mercado de capitais, tendo o BNDES apenas como eventual apoio e uma presença superior a 50% apenas em determinados projetos de infraestrutura. Deste modo permitiremos uma taxa de juros menor para a ampla maioria do mercado.

Como consequência da forte retração de investimentos, a indústria de bens de capital tem sofrido um cataclismo, com queda de impressionantes 29% na comparação anual do 1º trimestre de 2016. Se para a indústria como um todo a saída é exportar, para este setor este caminho é 10 vezes mais relevante. Assumindo que a utilização de capacidade da indústria em geral caiu para apenas 78% em março de 2016 e setores como automotivo estão em torno de 68% segundo a CNI, mesmo em um cenário de forte crescimento as indústrias ainda ficarão pelo menos 2 anos com pouco estímulo para ampliar a sua capacidade, focando mais em melhorias de eficiência.

No meio de todo este cenário difícil, um setor que vai surpreender é o de açúcar e etanol, que caminha para a maior safra da história na região Centro Sul e que tende a atingir próximo da sua capacidade e ter uma rentabilidade interessante pela primeira vez em 8 anos, motivando que algumas empresas mais capitalizadas pensem em tirar da gaveta seus planos de expansão. Segundo a Única, que representa os produtores de açúcar e etanol do Centro-Sul do Brasil, a produção de açúcar da nova safra, desde abril até a metade de maio, teve crescimento de 99% e a do etanol 49%! Além da maior produção, o preço do açúcar em reais apresenta alta de mais de 50% em 2016 segundo cotações do CEPEA. O mercado de biodiesel, por sua vez, tende a passar por novo processo de ampliação após crescer a produção 15% em 2015 (de acordo com a ANP) após a aprovação do adicional de biodiesel de 7% para 10% até 2020, além de possível demanda nas exportações agora que vários países estão com maior compromisso por redução de combustíveis fósseis.

Outros setores exportadores, em geral também ligados ao agronegócio e nossas vantagens comparativas continuam de vento em popa. O setor de celulose ganhou mais uma fábrica estado da arte, a unidade da Klabin no Paraná e as produtoras de celulose estão com resultados excepcionais, apresentando forte desalavancagem, o que abre espaço para novos investimentos ou aquisições até no exterior. O setor de carnes também volta a crescer com as exportações, e a produção de soja e milho só não crescerá por frustração de clima, mas a rentabilidade está muito boa. Neste segmento inclusive já se observa um primeiro sinal de recuperação nas vendas de máquinas agrícolas.

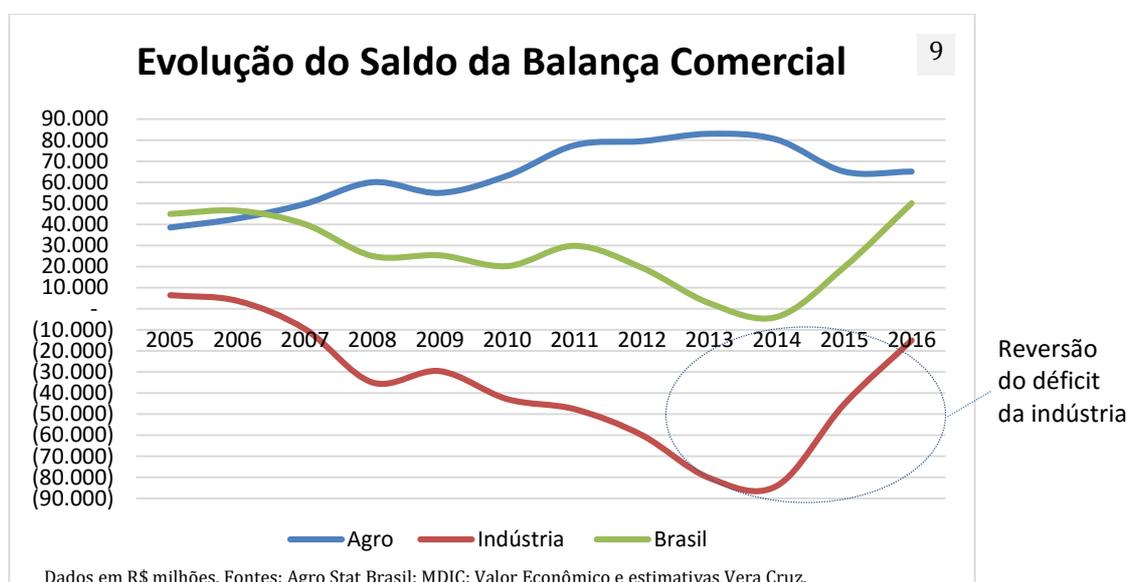
Um ponto de atenção negativo nos próximos meses é o comportamento de concessões licitadas nos últimos 4 anos, onde houve em vários casos um certo otimismo dos vencedores, que aceitaram pagar altas outorgas ou cobrar baixas tarifas, além do efeito colateral da Lava Jato e da perda de grau de investimento de várias empresas, impactando sua capacidade de levantar recursos. Quase todas as concessões de aeroportos, por exemplo, não pagaram ou indicam que deverão contestar suas outorgas anuais, como é o caso dos aeroportos do Galeão e de Confins. E isso é um problema, pois neste caso em princípio ficamos do lado do governo, pois o risco da iniciativa privada é para mais e para menos. Não adianta querer rediscutir reequilíbrio financeiro quando é contra e privatizar todo o ganho quando é a favor.

Mas no longo prazo a sinalização do governo é a melhor possível, com expectativa de mais concessões, fim do monopólio da Petrobrás como operadora no pré-sal, privatização de empresas como a Infraero e subsidiárias da Eletrobrás, talvez uma privatização das diversas gestoras dos portos e a lista segue. A

entrada da Maria Silvia Bastos Marques na presidência do BNDES sinaliza um caminho neste sentido e é muito positivo, pois é uma profissional extremamente qualificada.

## Setor Externo: Otimista

No nosso relatório de dezembro de 2015 mencionamos que a expectativa do mercado para o superávit comercial de 2016 seria em torno de US\$29 bilhões, um salto espetacular sobre 2014 (déficit de US\$4 bilhões) e 2015 (superávit de US\$19,7 bilhões). Mas o mercado já revisou esses números para US\$50 bilhões, o melhor resultado da história! (vide gráfico 9). E acreditamos que há um risco real deste número ser superado, chegando a até US\$60 bilhões, pois alguns preços estão recuperando na margem, como mencionamos no relatório. Somente nos cinco primeiros meses do ano tivemos uma virada de US\$22 bilhões!



Começamos a observar a partir de fevereiro uma mudança qualitativa: as exportações estão efetivamente crescendo em valores totais, puxados pelo crescimento da quantidade (em vários produtos ainda há uma queda nos preços em US\$). As importações ainda continuam em forte queda, tanto em valores (refletindo a queda do petróleo e derivados), como em quantidade (refletindo a substituição de importações e a queda na demanda interna). Com a queda dos preços das commodities e o crescimento na quantidade de exportação de manufaturados (alta de 12% no 1º trimestre), o percentual de manufaturados e semimanufaturados já é próximo de 60% do total, permitindo uma maior segurança da balança comercial, que tende a sofrer menos com as variações das commodities. Mesmo dentro das commodities, após as variações recentes de preços e produção, o Brasil ficou muito menos exposto a commodities metálicas, que estão sofrendo mais com excesso de oferta (como minério de ferro e cobre) e ficou mais exposto a commodities agrícolas, onde o risco de uma sobre oferta é mais limitado diante das restrições de áreas para agricultura, redução de subsídios e uma resposta mais rápida do mercado aos preços. Vale ressaltar que os preços em geral, especialmente das commodities agrícolas, estão bem positivos na margem, mas devem ser refletidos no médio prazo, pois o mercado tende a travar antecipadamente os preços, especialmente nos grãos.

Dentro de manufaturados, nos primeiros 5 meses do ano, podemos destacar o forte crescimento das exportações de: 1)automóveis (+55%), 2)aviões (+27%) e 3)veículos de carga (+18%). A mudança de governo na Argentina também deve contribuir para uma boa performance de manufaturados, na medida em que ele reduz protecionismos que prejudicavam o Brasil e com o retorno da economia do país vizinho ao mercado de dívida internacional, alavancando novos investimentos e o crescimento no médio e longo prazos.

Além da contribuição muito positiva da balança comercial, várias linhas da conta de serviços melhoraram sensivelmente, como o déficit na conta de viagens, que reflete o quanto os brasileiros gastaram no exterior menos o quanto os estrangeiros gastaram no Brasil. Com o país mais barato e eventos como as Olimpíadas e uma melhora na infraestrutura (novos hotéis, aeroportos) é possível que esta conta uma evolução mais positiva no longo prazo do lado dos gastos de estrangeiros, que ainda são ínfimos em relação ao potencial do país (recebemos cerca de 6,4 milhões de visitantes/ano, enquanto o México recebe mais de 29,1 milhões/ano). Contudo, não basta ser um destino mais barato, precisamos realizar mudanças de estrutura que tornem o país mais atrativo. Um dos grandes impeditivos neste aspecto é o índice absurdo de violência, em especial no Nordeste, que chega a ser 10 vezes o índice de São Paulo (em Fortaleza a relação é de 70 homicídios por 100.000 habitantes, enquanto a cidade de São Paulo este índice é inferior a 9 homicídios/100.000 hab.).

## Perspectiva dos Mercados

### Bolsa: Otimista

Normalmente a bolsa é um antecedente da expectativa da economia e, como tal, já incorporou parcialmente um cenário com governo mais responsável e as estatais em especial já embutem uma expectativa de gestão profissional. Mas o caminho é longo e há ainda muitas ações com preços de cenário terra arrasada, algumas com razão, como é o caso das siderúrgicas, que se encontram na combinação de altas dívidas, margens comprimidas pela queda nos preços globais de aço e forte queda na demanda interna. Também temos algumas empresas que possuem risco político e podem até perder com o novo cenário, de novo governo e avanço de investigações. Vamos nos abster, no entanto, de mencioná-las.

Com a melhoria do humor dos investidores, é muito provável que volte a ter uma onda de IPOs (aberturas de capital) e *follow-ons* (emissões de empresas já listadas na bolsa), pois há uma necessidade do governo e de várias empresas em se capitalizar para redução de dívidas. O IRB, que é controlado pelo governo e deveria ter vindo em 2015, deve ser um dos primeiros da janela que se abre a partir de setembro, após as férias dos investidores estrangeiros em agosto e quando esperamos que a questão política já tenha sido plenamente resolvida.

### Juros: Otimista

Com a saída do governo do PT houve uma forte melhora nas taxas de juros futuras, que caíram em torno de 3pp nas taxas mais longas, refletindo uma maior confiança do mercado em relação aos gastos do governo e sua sustentabilidade, além da queda na expectativa de inflação futura. Na medida em que o risco político vai reduzindo, temos os fundamentos de uma taxa de juros altíssima e um dólar em princípio alto. E aí o governo terá um problema bom: uma pressão para redução da taxa de juros sob pena de valorizar em excesso o real, que por sua vez traria mais para baixo a expectativa de inflação, criando um ciclo positivo do ponto de vista da política monetária.

Considerando um cenário otimista, onde o governo consegue sucesso relevante nas reformas fiscais e a perspectiva de inflação de 2017 fica abaixo de 5,5%, é possível chegarmos a uma taxa de juros de um dígito entre o 4º trimestre de 2017 e o 2º trimestre de 2018.

### Dólar: Otimista/Neutro

Com a mudança de governo, o dólar, que chegou a superar R\$4,00, agora corre o risco de buscar os R\$3,00 ou até menos. Vamos considerar isso do ponto de vista dos investidores internacionais: que risco soberano decente está disponível no mundo hoje que pague mais de 12% ao ano e ainda tenha um risco de ganho cambial no médio prazo de 10%? (queda de R\$3,50 para R\$3,00). Se o investidor estrangeiro acredita num mínimo de sucesso do governo atual, os títulos do governo estão em um momento ímpar.

Do ponto de vista do fundamento do mercado em si - ou seja, oferta e demanda - o déficit de conta corrente foi trucido em menos de 24 meses e, portanto, não há uma grande necessidade de fluxo, ou

seja, não haveria pressão altista do dólar via esta necessidade de dólar. O grande ponto negativo ainda é o endividamento externo, onde a baixa confiança no Brasil forçou as empresas a não rolar as suas dívidas. Mas este ponto de sangria também está sendo sanado com o retorno da Petrobras e da Vale ao mercado internacional de dívida, embora a custos maiores. Por último, sobra o Banco Central, que reduziu de modo agressivo a quantidade de swaps cambiais (dólares vendidos) e ainda tem algo em torno de US\$60 bilhões para devolver ao mercado. Mesmo este volume, que seria o equivalente a uma demanda de compra, tende a ser diluído e absorvido pelo mercado num horizonte de 12 meses. Tudo considerado, uma das grandes apostas é ficar vendido no dólar futuro, ganhando no mínimo a taxa SELIC.

## **Crédito Privado: Pessimista/Neutro**

Duas letras têm circulado mais no mercado e estão teimosas em ir embora: RJ, ou recuperação judicial. A quantidade de empresas recorrendo a esta medida para renegociar seus passivos e dar uma sobrevida aos negócios tem sido bem relevante, beirando quase 1.000 RJs em 12 meses. Isto é motivado pela forte queda de atividade, pelos juros altíssimos e pela capitulação de empresas com problemas existentes há vários anos. Podemos destacar alguns setores mais prejudicados, como Autopeças, Açúcar e Etanol e Bens de Capital.

Além disso, a maior parte das empresas teve uma deterioração do seu crédito, deixando de ser *Investment Grade*, seja pela queda da sua geração de caixa, seja por fatores como a alta da dívida via o dólar. De qualquer forma, para muitas empresas com restrição de dívida, a saída tem sido um reperfilamento da dívida fora da esfera judicial e/ou venda de ativos. Do outro lado, as empresas que preservaram a sua qualidade de crédito estão sendo alvo de grande disputa: quem precisa de crédito tem tido dificuldade para conseguir e quem não precisa tem gente batendo na porta. O que mais ouvimos de investidores é que não faltam recursos para crédito com rating A- de agência internacional. O xis da questão é obter o rating A- de agência de rating internacional.

Dentro deste contexto, acreditamos que o mercado de crédito privado tende a ganhar mais e mais importância, pois a concentração bancária e a crise deixaram claro para inúmeras empresas que não se deve ficar refém de meia dúzia de bancos. Só que, para isso, é cada vez mais importante ter bons controles financeiros, um balanço com dados confiáveis e uma boa governança. Quem ainda não aprendeu esses preceitos pelo modo fácil, talvez esteja aprendendo pelo modo difícil...

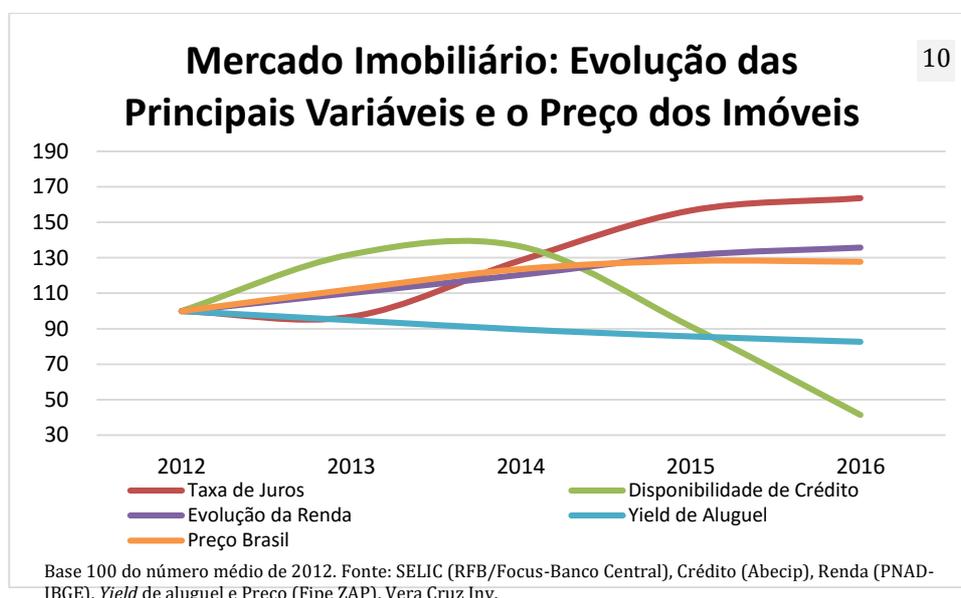
## **Imóveis: Pessimista/Neutro**

O mercado de imóveis, ao contrário de um mercado regulado e padronizado como a bolsa, tende a demorar para sofrer eventuais correções, pois não há uma marcação a mercado diária dos ativos. Portanto, o que estamos observando nos últimos 18 meses é uma estabilidade nominal nos preços e uma forte perda real - que no final é a melhor medida de avaliação de um imóvel, pois é objeto de reserva de valor em última instância.

Das variáveis que impactam o preço final dos imóveis (vide gráfico 10), a taxa de juros possui tendência positiva nos próximos meses. Contudo, a variável renda ainda continuará pressionada, pois o desemprego tende a subir e se manter em níveis elevados (acima de 10%). Porém, o mais grave é o

crédito, que sofreu uma queda enorme e deve continuar em níveis deprimidos por alguns anos. Hoje temos como base de crédito do setor imobiliário o FGTS (que depende do emprego) e a Poupança, que é uma das nossas jabuticabas – tem rentabilidade diária e compromete os recursos com uma demanda de longo prazo. Enquanto não transferirmos para o mercado de capitais e o mercado tradicional o financiamento, estaremos ainda pisando em ovos. E dado que os bancos públicos em geral foram dizimados pelo governo anterior, vamos levar alguns anos fazendo conserto dos mesmos no estaleiro. Resta torcer para que a taxa de juros de mercado tenha queda relevante para um patamar abaixo de 7%.

Portanto, consideramos que o cenário provável é de estabilidade ou leve queda nominal na média nos preços dos imóveis num horizonte de 12 a 24 meses. Do ponto de vista real (descontando a inflação), quem tem um imóvel hoje tende a perder entre 15% e 20% no período.



### 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>.