

# Perspectivas – Mar 2013

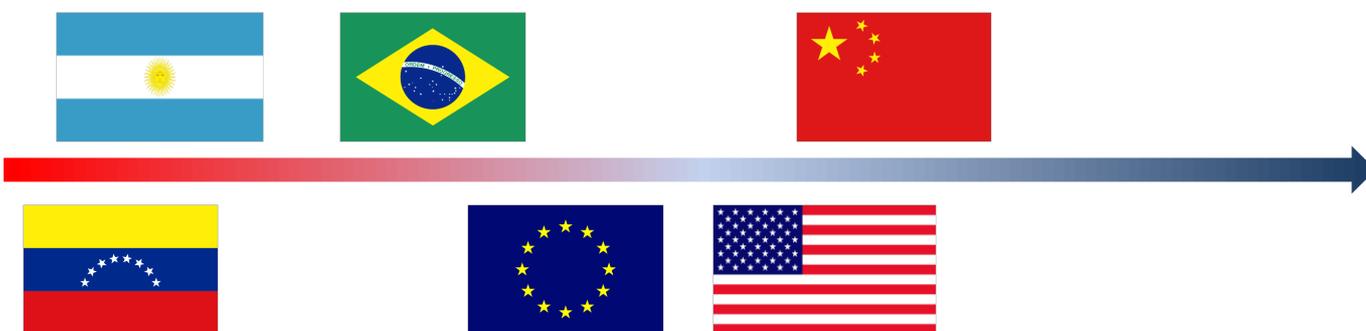
## Cenário Geral: Neutro

### O Brasil agora é o foco do problema

Nos últimos 3 meses o mundo em geral deu sinais de melhoria. A China, o grande motor de crescimento, não só estabilizou, como voltou a ter uma aceleração da sua demanda. Os EUA estão conseguindo superar a paralisação do *Fiscal Cliff* e a Europa está “estabilizando”, embora tenham ressurgido riscos recentemente. A má notícia é o Brasil, que está com baixo crescimento e alta inflação, fruto do esgotamento de um modelo econômico maneta e uma política econômica desorganizada por parte do governo. Dois outros vizinhos, a Argentina (congelamento de preços) e a Venezuela (maxidesvalorização da moeda), lideram o pelotão da crise, lembrando-nos dos piores momentos do Brasil da década de 80 e que normalmente não há final feliz para o populismo.

### Termômetro Relativo dos Países

1



Fonte: Estimativa Vera Cruz Investimentos.

## Perspectiva Mundo: Neutro

### EUA: Neutro

Os Estados Unidos, acreditem, resolveram parcialmente o “*Fiscal Cliff*” dia 1 de janeiro, ou seja, passaram o réveillon negociando. Nos próximos meses o congresso ainda deverá negociar com o governo alguns dos impostos e a autorização para aumento do teto da dívida. Apesar das fortes reduções de despesas do governo, que devem afetar negativamente o PIB, observamos uma economia mais forte, que está resolvendo problemas relevantes, como o déficit comercial, que registrou em dezembro o menor nível em 3 anos. O país tem tido uma ajuda providencial: o gás de xisto, que está se transformando na segunda maior matriz de energia do país, com baixo custo, reduzindo assim a

demanda por petróleo e carvão, além de tornar os EUA muito mais competitivo, pois o custo desta matéria prima energia caiu 40% nos últimos 5 anos.

## Europa: Pessimista

O “Super Mario” (Mario Draghi, presidente do Banco Central Europeu) realmente conseguiu um feito. Um ano após ter inundado o sistema financeiro com empréstimos de 3 anos para todos os bancos, a Europa está conseguindo se estabilizar. Mas o problema continua e o excesso de dinheiro somente compra tempo. Na Espanha temos um escândalo de corrupção, que basicamente é um suposto mensalão do PP, partido do governo. Se houver uma renúncia do primeiro ministro e novas eleições, o resultado é imprevisível. O país está sofrendo há quase 4 anos o remédio amargo de ajustes fiscais e redução das dívidas das famílias, ampliando o desemprego e deprimindo o PIB. Após o escândalo, a taxa de juros dos títulos de 10 anos da Espanha subiram para quase 5,5% ao ano após bater a mínima de 5% no início de 2013. Na Itália, teremos novas eleições, e o antigo primeiro ministro, um tecnocrata de primeiro nível, Mario Monti, infelizmente será perdedor. Fora esses dois países, continuamos a observar um cenário de recessão/estagnação, com a Inglaterra voltando à contração do PIB pela quarta vez nos últimos 5 trimestres, e a Alemanha com uma queda de 0,5% do PIB no 4º trimestre (pior performance em 3 anos).

## China: Neutro

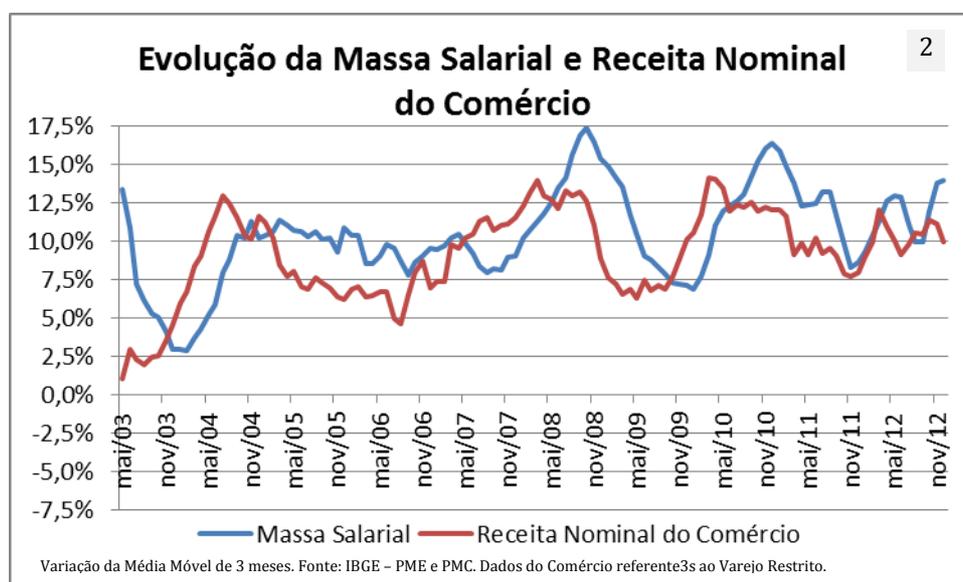
A China é um país impressionante, onde o governo passa a impressão de comandar a economia com maestria. O PIB do 4º trimestre mostrou uma reaceleração da economia, e os dados mais recentes continuam positivos. Uma prova do melhor ritmo da economia é o preço do minério de ferro, que saltou da mínima de \$88 por tonelada (Iron Ore Fines 62% FE spot) para até \$150 em janeiro. O vigor da economia chinesa é uma ótima notícia para o Brasil dentro das inúmeras más notícias criadas dentro do país. Apesar da estabilização, é importante colocar que o país atinge o menor crescimento em 13 anos e que desafios como a perda de competitividade pelo custo da mão de obra e a preocupação com os créditos, principalmente aos governos locais, continuam. Outro ponto a monitorar é o investimento estrangeiro no país, que está em queda há mais de 12 meses.

## Perspectiva Brasil: Pessimista/Neutro

Nos últimos meses tivemos vários indicadores ruins e um governo consistentemente dando sinais trocados. O crescimento do PIB em 2012 será no máximo de 1% e a inflação assustou o mercado em dezembro e janeiro. A produção industrial apresentou queda em dezembro, e fechou 2012 com -2,7%, talvez o pior resultados entre os países emergentes relevantes. A balança comercial apresentou em janeiro o maior déficit em 24 anos, e há uma tendência de que a sangria continue nos próximos meses. Além disso, o governo está criando uma crescente insegurança no país, com mensagens opostas as vezes no mesmo dia. No relatório anterior mencionamos que seria otimismo um PIB de 3% para 2013. Após os últimos eventos, acreditamos que um PIB de 2% seja mais factível.

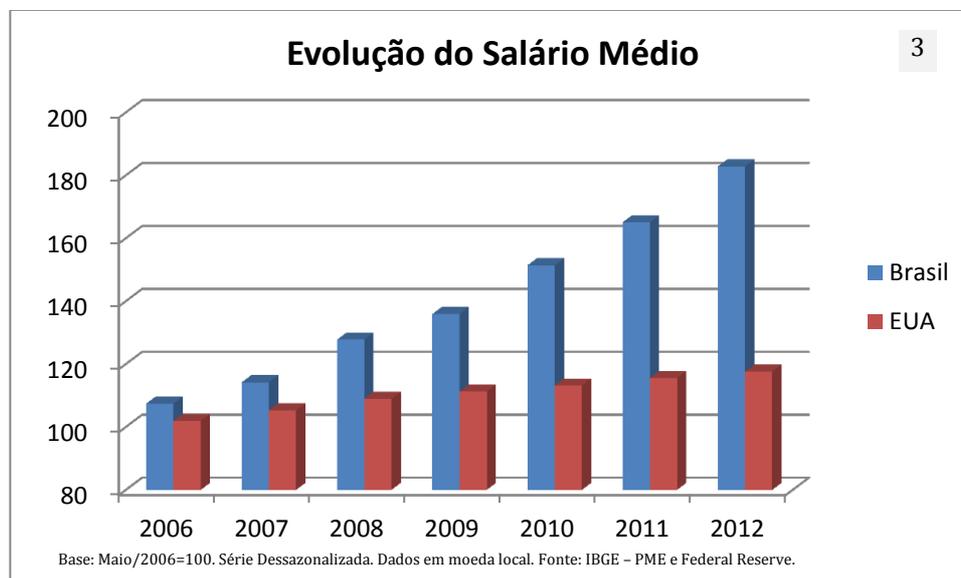
## Atividade: Otimista/Neutro

O crescimento da massa salarial no Brasil tem sido espetacular, e a grande mola do crescimento do consumo nos últimos anos junto com o avanço do crédito. Com isso, o que é negativo para o resto da economia, como pressão de custos, é muito bem vindo para os segmentos ligados a consumo, criando no Brasil uma dicotomia. Com a massa salarial crescendo 14% no último trimestre, é ótimo indicativo de que o comércio continuará rodando a um alto nível de crescimento, entre 7,5% e 12,5% ao ano em termos nominais (vide gráfico 2). Ao mesmo tempo, continuaremos a observar a concentração do comércio devido à consolidação da formalização e ao crescimento dos shopping centers, beneficiando as redes mais estruturadas. Este ano deveremos assistir a um número recorde de shoppings – 48 – ou quase 4 vezes o ritmo de apenas 5 anos atrás (13 shoppings em 2008). Um grande risco seria um abalo da confiança do consumidor pela inflação mais forte e as críticas crescentes da mídia. Outro ponto de atenção seria uma piora no mercado de emprego, como falamos a seguir.



## Emprego: Pessimista/Neutro

Conforme já colocamos anteriormente, estamos a pleno emprego, com o salário médio subindo mais de 11% na ponta, comparado a uma alta de 2% nos EUA. Desde maio de 2006 o salário médio no Brasil subiu 83%, enquanto no país norte americano ele subiu apenas 18% (vide gráfico 3). Deflacionando pelo dólar temos um impacto menor, com alta de 40%, ainda assim muito relevante. Nos preocupa não só o custo atual, mas a tendência de forte alta, que deveria estar desacelerando com o ritmo atual da economia. Não há muita mágica: ou fechamos o país e o povo arca com preços mais altos, ou a indústria vai continuar fechando postos de trabalho. Também observamos no relatório anterior que em algum momento teremos redução de emprego na construção civil devido a desaceleração das grandes construtoras. A lei da gravidade vale para todos. Ela pode até demorar, mas vale para todos. Muitos empregados terão de optar em algum momento se preferem ter um emprego inexistente com aumento ou um emprego certo com redução de salário. Um caso que ilustra bem isso é o da GM em São José dos Campos, que após meses de ameaça de fechamento da fábrica acordou em uma redução de 42% no piso salarial, de R\$3.100 para R\$1.800.



## Governo: Pessimista

Em se tratando de surpresas ruins, nunca podemos dizer que o governo já colocou todas as cartas na mesa. A cada evento novo, lembramos das colocações que “não faziam sentido” do ex-ministro Nelson Jobim, evocando Nelson Rodrigues em julho de 2011:

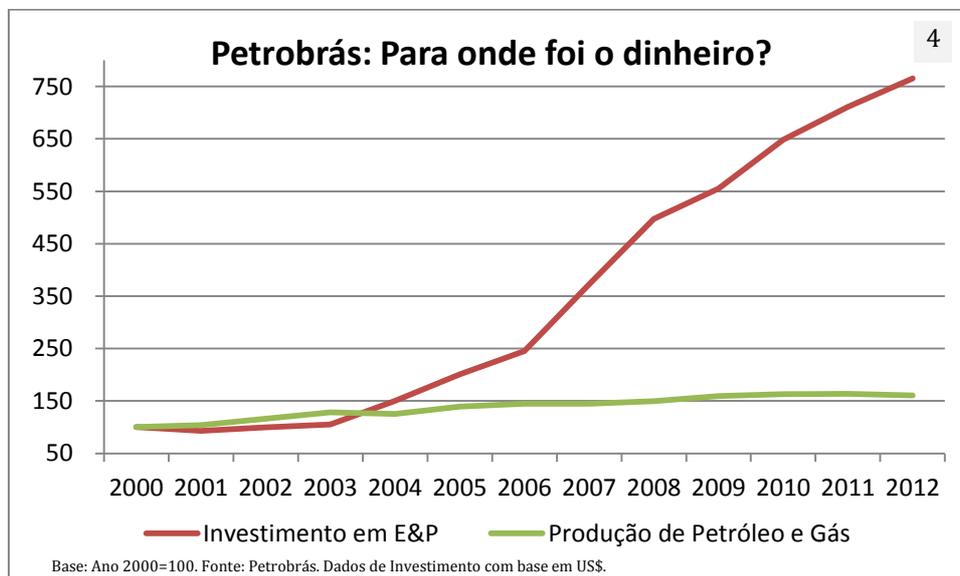
“Ele dizia que, no seu tempo, os idiotas chegavam devagar e ficavam quietos. O que se percebe hoje, Fernando (Fernando Henrique Cardoso, presente à cerimônia), é que os idiotas perderam a modéstia. E nós temos de ter tolerância e compreensão também com os idiotas, que são exatamente aqueles que escrevem para o esquecimento”.

A tragicomédia da Petrobrás, as mágicas do superávit fiscal na calada de 2012, o ministro de manda e o BC que rebate, a inflação que assusta, o risco de apagão que é ridículo mas deixa empresários em polvorosa, a lei de IR para o PLR que só falta ter nome e sobrenome, tudo faz parte de um samba do crioulo doido, que está conseguindo aos poucos fazer o apetite dos empresários se afogar em um copo d’água. Além da inflação e do racionamento, dois fatores onde o governo é grande protagonista, é importante monitorar a Balança Comercial. Estamos iniciando o ano com um forte rombo e a perspectiva de um grande gasto com importação de energia. A nosso favor a santa China, salvadora dos últimos 10 anos. Por mais gigante que seja a China, temos sempre que monitorar nossos sambistas de plantão...

## Investimento: Pessimista/Neutro

O maior programa de transferência de renda história do Brasil não foi o advento do Bolsa Família. Este é “fichinha” perto do Bolsa Petrobrás. Para quem já viu a empresa deixar de ser uma caixa preta para se tornar uma estatal com gestão mais razoável, é quase revoltante a atual situação da empresa. E não estamos falando de pouca coisa: a Petrobrás é responsável por cerca de 10% de todo o investimento do Brasil. Como podemos observar no gráfico 4, o investimento em exploração de

petróleo explodiu em 7 vezes enquanto a produção só aumentou 60% nos últimos 12 anos. Pior, nos últimos 3 anos a produção está estagnada e até declinante! As conferências de resultado da empresa estão mais parecidas com uma comédia dantesca, com analistas e qualquer ser inteligente incrédulos com a atual situação da companhia. Outra estatal, a Eletrobrás, responsável por investimentos relevantes como Belo Monte, está em estado ainda mais lamentável após o ótimo acordo com o governo. Já em 2012 a empresa investiu apenas 79% do previsto. O impairment, que é uma atualização da avaliação dos ativos versus o valor contábil, deverá implicar enorme perda à empresa, da ordem de R\$20 bilhões ou mais, reduzindo em pelo menos 25% o seu patrimônio líquido e piorando as relações de endividamento. Além disso, o EBITDA previsto para 2013 deverá ficar próximo de zero (caindo de R\$9 bilhões), pressionando por grandes reduções de custo (principalmente pessoal) e reduzindo substancialmente a capacidade de investimento.



Além dos motores estatais danificados, vivemos um fantasma do racionamento. O nível de chuvas em janeiro e fevereiro foi satisfatório no SE, mas ainda estamos com um risco real de racionamento em 2013 ou 2014. O que chama a atenção é que terminamos o período chuvoso de 2012 com um alto volume nos reservatórios e eles se evaporaram de um modo nunca antes visto. A PSR, uma consultoria especializada do setor, estima que haja uma ineficiência de 11% na geração de energia, o que significa que reserva precisa ser maior, provavelmente fruto de baixo investimento em manutenção (fonte: Valor Econômico de 11/01/2013). O risco real é demonstrado pela decisão recente do ONS de manter as térmicas funcionando o ano inteiro em 2013 pela 2ª vez na história. No cenário otimista, o preço da energia deverá subir uns 10% (após a redução de até 20%) e no cenário pessimista o país pode ser forçado a um racionamento no mínimo selecionado, com restrição a consumidores de energia intensiva e companhias institucionais pedindo a redução de energia. Ou o governo pode ignorar tudo isso em nome do desgaste político e andar com um terço na mão...

## Perspectiva dos Mercados

### Bolsa: Pessimista/ Neutro

Enquanto as bolsas americanas atingem máximas históricas, refletindo a pujança das suas corporações, no Brasil a Bovespa está em queda no ano e os balanços ruins, com exceção das empresas ligadas ao consumo doméstico. Como a pressão de custos continua, não acreditamos em grande recuperação salvo os setores já mencionados. Uma boa notícia foi a abertura de capital da LINX, a primeira em 10 meses. A demanda foi enorme e o processo foi inteligente, sem alteração no preço máximo da oferta, permitindo ganhos aos investidores já no primeiro dia. Acreditamos que há grande potencial de abertura de capital em 2013, não só de grandes empresas, mas também empresas médias, mas é fundamental deixar dinheiro na mesa e permitir aos investidores comprar um ativo a um preço razoável em vez de oferecer algo com precificação irrealista. Por outro lado, está ganhando força entre grandes investidores a alternativa de investimento no exterior, onde há abundância de liquidez e opções de ativos, além dos preços em geral estarem bem mais baratos que no Brasil, principalmente quando falamos das ações de segunda linha. Este é um caminho interessante, pois é possível ganhar exposição aos países emergentes via empresas com fortes estruturas (marca, distribuição, tecnologia) e com boa governança.

### Juros: Neutro

Com a surpresa negativa da inflação, o mercado começou a apostar numa eventual alta da taxa de juros. Estamos no pior dos mundos: uma estagflação, ou seja, baixo crescimento ou recessão com alta inflação. Acreditamos que o cenário mais provável é a manutenção dos juros, mas haverá uma disputa interna para que o governo minimize os estímulos ao consumo, além de pressão para uma redução de preços, que poderia vir com uma redução das tarifas de importação, contrariando medidas anteriores.

### Dólar: Neutro/Perspectiva de alta no longo prazo

Diferente do que esperávamos, o dólar até tem tido um pouco mais de volatilidade. A grande motivação é a atuação descoordenada do governo, que consegue no mesmo dia passar duas mensagens opostas. A banda de R\$2,00 com R\$2,10 ainda nos parece factível, entretanto, com risco no curto prazo de queda por pressão do governo para controlar a inflação. Do ponto de vista de fundamento, considerando a piora da economia e um grande buraco na balança comercial, a lógica para 12 meses seria maior para a alta do dólar. Em resumo, dólar comportado no curto prazo, mas não assuma exposição vendida no médio e longo prazo.

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

Os últimos números do setor continuam fortes, com altas consistentes nos últimos meses. No mercado de São Paulo, a alta anual em janeiro mantém o mesmo patamar de outubro, em torno de 15% (segundo o índice FipeZAP). O índice nacional revela uma alta de 13,5% em 12 meses no mesmo período (segundo a mesma fonte). A nossa sensação em conversas com clientes e outros participantes é que o mercado em geral continua muito aquecido fora do eixo Rio-São Paulo, onde os preços por m<sup>2</sup> já se encontram em patamares altos. Os segmentos de loteamentos e Minha Casa Minha Vida, em

especial, parecem ter uma perspectiva bem interessante no médio e longo prazo. Já o mercado Rio-São Paulo nos parece muito perigoso, pois além dos altos preços há uma velocidade de vendas mais fraca e um grande volume de estoque nas maiores incorporadoras, mesmo após a redução dos lançamentos em 2012.

## **Commodities agrícolas: Tendência de queda (6 meses)/ Perspectiva de alta no longo prazo**

O setor agrícola continua sendo uma terra de oportunidades. A produção brasileira 2012/2013 tem sido revisada para cima e baterá recorde e mesmo assim os preços se mantêm em altos patamares. Boa parte dos produtores já travou a safra corrente, garantindo uma boa rentabilidade. O cenário provável é de queda nos preços se a safra americana for boa, devolvendo parte dos altos ganhos de 2012. Mas o longo prazo é muito positivo na nossa visão. O USDA, órgão dos EUA responsável pela agricultura, soltou recentemente projeção muito favorável ao Brasil, que consolidará nos próximos 10 anos a sua posição como maior produtor e exportador de soja do mundo e um exportador de destaque no milho, dentre outros. A China, que teve enorme impacto no aumento da demanda das commodities metálicas nos últimos 10 anos, será responsável por 80% da demanda adicional de soja até 2022 segundo o órgão americano (demanda do comércio internacional). No total, as importações de soja, por exemplo, saltarão 60% até 2023. Das principais projeções do USDA em relação ao Brasil só discordamos da projeção do milho, pois acreditamos que o Brasil será também um crescente exportador de milho, que tem sinergia com a soja ao ser plantado na safrinha, repondo os nutrientes do solo ao mesmo tempo em que “dobra” a quantidade de área disponível para produção, pois permite duas safras ao ano.

## **Commodities metálicas e petróleo: Neutro/Tendência de queda**

A evolução meteórica do preço do minério de ferro de novembro a janeiro foi algo surpreendente para nós e o mercado em geral. O patamar de \$80 dólares era muito baixo, mas os atuais \$150 são exagerados. É uma questão de meses para o preço se acomodar em torno dos \$120 por tonelada, um patamar mais justo na nossa visão. Assim como em outras commodities metálicas, acreditamos apenas em eventuais oportunidades nos exageros de preços, mas o mercado tende a ser lateral no médio prazo e a perder da inflação no longo prazo.

Em relação ao petróleo, acreditamos em cenário parecido, com preços estáveis, controlados basicamente pela redução de oferta da OPEP, que está compensando a menor demanda dos EUA, que está passando por grande mudança da sua matriz energética com o advento do gás de xisto, conforme abordamos no tópico de EUA. No total a projeção para 2013 é de um aumento pífio da demanda (menos de 1 milhão de barris, para 89,7 milhões/dia) segundo o *Monthly Oil Market Report* da OPEP. Ressaltamos que haverá mais pressão no WTI, que é mais ligado à demanda dos EUA, do que no Brent, que é mais ligado à Europa. A diferença entre o WTI (mais barato) e o Brent subiu da média de \$10 em 2012 para \$18 em janeiro de 2013 segundo o mesmo relatório.

### Sobre a Vera Cruz Investimentos

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



### Disclaimer

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