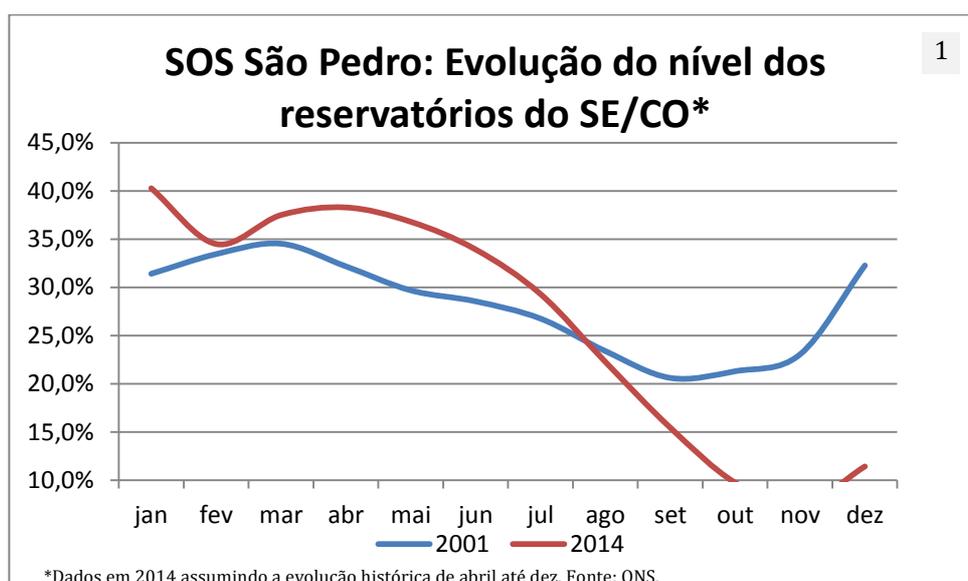


Perspectivas – Mar 2014

Cenário Geral: Pessimista

Estagflação, Apagão, Eleição... Plantando a tempestade perfeita

Apesar de um PIB de 2013 melhor que o esperado, o Brasil está caminhando em 2014 para ter um ano difícil, com baixo crescimento (talvez inferior a 1%), inflação no limite da banda (6,5%) e forte impacto negativo do infarto na sua infraestrutura. Com este cenário, é provável que ocorra uma redução das reservas internacionais e dos investimentos estrangeiros, pois há um desconforto dos investidores internacionais com a gestão do governo federal e, em segundo plano, das outras esferas. Costumamos dizer que muitas organizações dão certo mais por sorte do que por juízo e, o Brasil, está perdendo a sua sorte. A chance de racionamento de energia em pleno ano da Copa é altíssima (vide gráfico 1), graças à incompetência de gestão acumulada nos últimos anos, incluindo o populismo do pacote de 2012, que travou os investimentos de várias empresas no setor. Por outro lado, se podemos nos prender a algo bom, parte relevante dos empresários já está cautelosa e focada em ganhos de eficiência ou na melhoria da sua estrutura financeira. Ou seja, se vier uma tempestade, serão poucos os pegos no contrapé. Se serve de consolo (*mal de muchos, consuelo de tontos*), Argentina e Venezuela estão “oficializando” a sua quebra, enquanto vários países emergentes estão sob pressão da fuga de capitais, como é o caso da Turquia, que subiu os juros básicos da economia 4,25% em apenas um dia. Como temos colocado nos nossos relatórios, teremos um ano diametralmente oposto, com países desenvolvidos em ascensão e inúmeros emergentes no inferno astral.



11! pontos a monitorar nos próximos 12 meses (em ordem de importância)

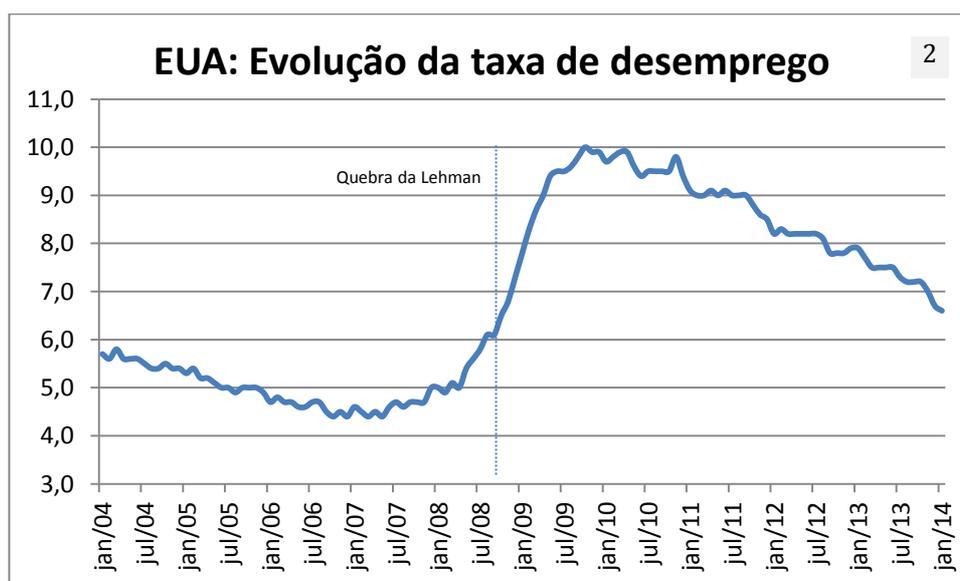
- 1. Racionamento de Energia (nível dos reservatórios em 30 de abril inferior a 40% no sistema SE/CO).**
2. Desmontagem da Política de QE do Fed, Banco Central dos EUA.
3. Redução de Rating (risco de crédito) do Brasil.
4. Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.
5. Política Cambial do BC (até que volume vão os swaps, se haverá venda de reservas).
6. Política Monetária do BC (até onde vão os juros).
7. Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).
8. Resolução (ou não) da Política Fiscal (impostos e gastos) e Limite de Endividamento dos EUA.
9. Evolução da Atividade na China.
10. Eleições no Brasil (só vão ganhar importância após a Copa).
11. Teste de Stress dos Bancos Europeus.

Perspectiva Mundo: Neutro

EUA: Otimista

A discussão ultimamente é se os Estados Unidos conseguirão sozinhos contrabalançar a frustração do baixo desempenho de outras regiões, e em especial os países emergentes. O Fed começou a desmontar a sua política de QE (compra de títulos), reduzindo a injeção de US\$85 bilhões por mês em dezembro para US\$65 bilhões em fevereiro, fazendo uma redução de US\$10 bilhões por reunião. Foi melhor que o esperado, um ritmo “light”, mas não podemos nos enganar. Estamos vivendo com tubos há anos – excesso de liquidez e juros baixos - e a saída dos aparelhos terá traumas que se refletirão nos países emergentes e participantes que voltaram a se alavancar em demasiado. A Europa também corre riscos, especialmente os bancos que ainda estão com bilhões em esqueletos adormecidos.

Mas no geral, os EUA são a grande boa notícia da economia global. O FMI, em seu *update* de janeiro, projeta um crescimento do PIB de 2,8% para 2014 e 3,0% em 2015, um nível saudável para uma economia madura e ainda mais saudável considerando a redução de gastos do governo forçada pelos acordos no congresso americano. Dentre todas as grandes economias desenvolvidas, os EUA terão de longe o maior crescimento nos próximos 2 anos. E a revolução energética continua, com forte expansão da produção de petróleo, conforme já destacamos diversas vezes. A consequência do vigor da economia pode ser observado nos dados de desemprego, que estão em trajetória positiva (queda do desemprego) como demonstramos no gráfico 2. Uma taxa inferior a 7% (o último dado em janeiro é 6,6%) já é condizente com uma economia a pleno vapor, embora o Fed ainda evite falar em alta de juros.



Em percentagem. Fonte: Bureau of Labor Statistics.

Europa: Neutro

Conforme havíamos colocado no último relatório, a Europa começa a divulgar notícias positivas, como economias da periferia voltando a ter algum crescimento e os países gradualmente resolvendo parte dos seus passivos. A Irlanda, um dos primeiros países a pedir socorro internacional, não só saiu do programa de socorro como fez uma emissão bem sucedida de títulos de 10 anos em janeiro (US\$5,1 bilhões), com forte demanda de investidores. Portugal também busca em algum momento nos próximos meses poder fazer o mesmo movimento. Na Itália, houve um pequeno crescimento do PIB no quarto trimestre (0,1%), um pequeno alento diante da queda contínua da economia nos últimos anos. Segundo o FMI, a expectativa é de crescimento do PIB da zona do Euro em torno de 1% em 2014. Mesmo com várias notícias positivas, devemos sempre lembrar dos esqueletos e o impacto da reversão da política de estímulos do Fed. Nas palavras de Subir Lall, do FMI, sobre Portugal: “As distorções na economia foram construídas ao longo de décadas e é irrealista esperar que elas poderiam ser retiradas com apenas três anos de um programa de ajustamento... As transformações que a economia precisa terão que continuar por mais 10 a 15 anos...” Ou seja, para os próximos meses, se não tivermos notícias da Europa, já será uma boa notícia.

China: Neutro

Os dados mais recentes relativos à China não têm sido positivos, com indicações de que a economia está desacelerando, e o risco é do PIB chinês estar caminhando para um ritmo de 6% ao ano de crescimento, versus o piso de 7% esperado para este ano. E a surpresa é que a desaceleração não está ocorrendo via redução de exportações, mas via desaquecimento do mercado interno. O *Flash China Manufacturing PMI*, o indicador antecedente mais importante do país, apresentou o menor nível em 7 meses em fevereiro, indicando retração do crescimento pelo segundo mês consecutivo. Para o mundo, isto significa preços de commodities mais fracos e, para o Brasil, menos entrada de dólares via exportações. Neste ano, ao contrário dos últimos anos, a China pode ter um impacto negativo no Brasil e que ainda não está dimensionado nas projeções do mercado.

Perspectiva Brasil: Pessimista (SOS São Pedro!)

Após 13 anos, temos um sistema elétrico menos confiável, pois não desenvolvemos uma massa crítica de novas fontes de produção de energia e praticamente proibimos a construção de mais reservatórios de água, que são necessários para garantir energia armazenada a ser utilizada pelas usinas hidroelétricas, responsáveis por mais de 80% da produção de energia do país. Ao contrário de uma usina térmica, que pode funcionar a 100% da capacidade com disponibilização do seu combustível, uma hidroelétrica funciona a algo como 50% a 60% da sua capacidade nominal porque não possui quantidade de água suficiente o ano inteiro para rodar a 100% da sua capacidade. Itaipu, que é uma obra prima do setor, é uma das poucas exceções, operando quase a plena carga o ano inteiro.

A “sorte” do Brasil é que nos últimos anos o crescimento econômico foi abaixo do esperado, o que estava compensando a desorganização e as falhas do setor. Mas as evidências da crise são inúmeras: 1)atrasos nos projetos: a hidroelétrica de Jirau, por exemplo, com 3.750 MW de capacidade (aproximadamente 5% do consumo do país) tem mais de 1 ano de atraso e apenas 10% da capacidade prevista; 2)geração desperdiçada: quase 1.000 MW de capacidade de eólicas já concluídas ainda não estão interligadas à rede de energia; 3) capacidade ociosa de segurança (na produção), de menos de 1% em janeiro, quando o razoável é pelo menos 5%. Some-se a isto uma hidrologia bem desfavorável e temos um cenário de racionamento em pleno ano da copa, quando seremos vidraça em vez de vitrine. No gráfico 3 podemos observar que pela primeira vez nos últimos 10 anos, os reservatórios secaram em vez de encher em pleno período de chuvas mesmo com as usinas térmicas a plena carga.

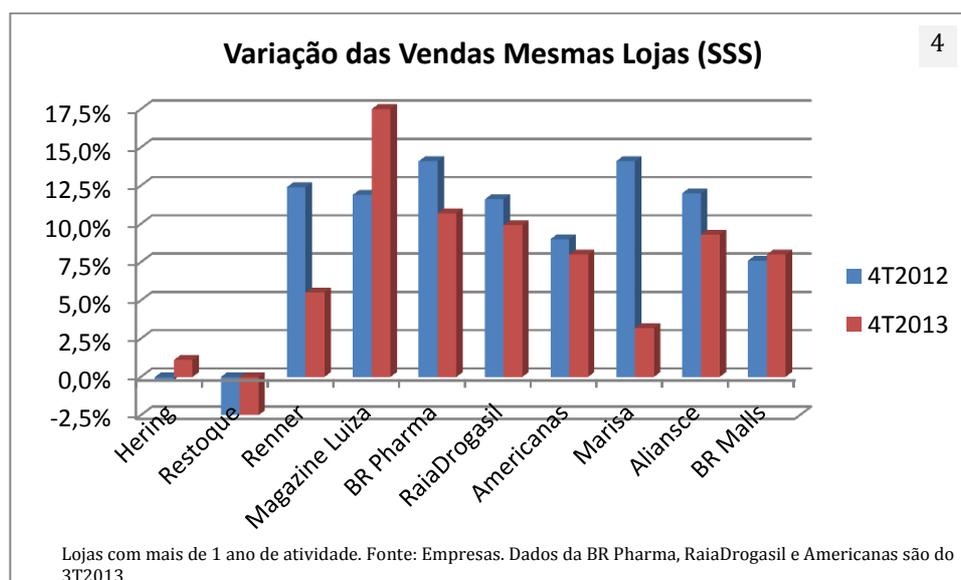


E se tivermos racionamento? Alguém já colocou na conta? Este evento é que os economistas gostam de se referir como *Black Swan*: um evento que é raro, mas quando ocorre tem forte impacto na economia. Em 2001, o advento do racionamento a partir de maio fez o PIB do Brasil recuar 3 pontos percentuais de 4,3% (em 2000) para 1,3% (em 2001). No relatório FOCUS de 29 de dezembro de 2000, a expectativa de mercado era de um crescimento de 4%, ou seja, também houve uma queda de quase 3 pontos percentuais. Enfim, o racionamento deve ter um impacto relevante sobre um PIB que o

mercado já espera crescer menos de 1,5%. Baseado neste impacto de até 3pp, podemos inclusive terminar 2014 em recessão. Por outro lado, a tendência é de termos um racionamento mais ameno que o ocorrido em 2001, com talvez 10% a 15% de corte na demanda em vez dos 20% na época. Outro ponto relevante a ressaltar é que de acordo com o cenário da ONS (gestor do sistema elétrico integrado), somente as regiões Sul e Sudeste/Centro Oeste (81% do PIB) devem sofrer racionamento. Ponto positivo para as outras regiões, em especial o Nordeste. As empresas que tiverem atuação nacional e forte presença industrial na região terão uma oportunidade interessante vis a vis concorrentes que só tiverem plantas no Centro Sul.

Atividade: Neutro/Pessimista

No ano de 2013 o consumo teve o seu menor crescimento nos últimos 10 anos, com evolução de 2,3%, segundo o IBGE. Para 2014, já estamos mais cautelosos, porque ao mesmo tempo em que a demanda está desacelerando a oferta via novos shoppings e outros centros comerciais ainda continua em ritmo forte. O resultado disso pode ser observado em diversas empresas do setor de varejo listadas na Bovespa, com as vendas mesmas lojas (lojas com mais de 1 ano de existência) em desaceleração ou mesmo em queda, conforme apresentamos no gráfico 4. Se houver racionamento de energia, haverá um impacto negativo adicional na atividade. Neste cenário, o melhor a fazer é pisar no freio, focar em melhorias internas, fazer uma análise dos pontos de vendas já existentes, e voltar a negociar melhor os novos pontos daqui a 6-12 meses, quando os shoppings em especial estiverem pressionados por uma vacância maior e um cenário menos róseo. Também é uma oportunidade para analisar aquisição de concorrentes em vez de crescimento orgânico, pois as empresas que se alavancaram demais e minimizaram as dores da expansão podem estar pressionadas financeiramente a buscar saídas “menos tradicionais”.



Emprego: Neutro/Pessimista

No mercado de trabalho, continuamos a observar o fenômeno estranho de baixa geração de empregos e manutenção ou até redução da PEA, criando uma geração de “Não Não”: Não estuda e Não trabalha. Do ponto de vista da economia, isso é negativo, porque a massa salarial cresce menos (é quantidade de pessoas x salário médio) e a produtividade da economia fica limitada pela falta de mão de obra. Se por um lado a criação de postos de trabalho é tímida, por outro a evolução da renda real ainda continua saudável, com crescimento de 3,6% na comparação anual segundo os últimos dados relativos a janeiro do IBGE. Em nossa opinião a piora do mercado de trabalho somente foi postergada e será muito difícil de não observar alta na taxa de desemprego e um crescimento mais limitado ainda da renda em 2014. Isto significa maior disputa no varejo pelo *share of pocket* do consumidor.

Governo: Neutro/Pessimista

Como as expectativas do mercado financeiro em relação ao governo estão no chão, por este aspecto há a possibilidade de alguma surpresa positiva. O governo vem sinalizando que quer ser menos irresponsável fiscalmente, embora seja difícil “pagar para ver”. Menor crescimento, impacto fiscal negativo do setor de energia, ausência de mega leilões (à exceção do 4G) ao contrário de 2013, nos levam a crer em mais do mesmo, com um desempenho fiscal ruim. Mas isto de certa forma está precificado. O que não está precificado ainda é o racionamento. Menos crescimento significa menos arrecadação. O lado positivo é que o governo atual teria menor chance de reeleição, o que do ponto de vista do mercado financeiro é positivo. Os dois principais candidatos de oposição têm uma postura muito mais responsável fiscalmente.

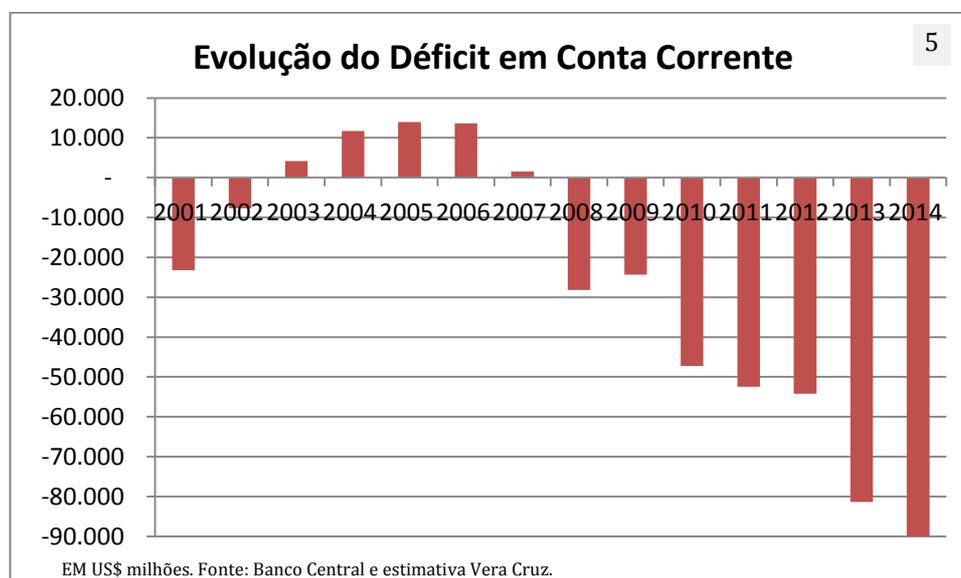
Ainda temos um stress relevante pela frente, que é o *downgrade* da dívida. Talvez isto ocorra quando for sinalizado que o governo vai absorver grande parte do alto custo das térmicas e que o país terá racionamento, implicando em uma meta de superávit primário muito ruim. Portanto, os meses de maio e junho serão fundamentais para o governo, com possível perda de capital político e fortalecimento das oposições, além de pressão do mercado financeiro, com lata de taxa de juros e do dólar.

Investimento: Neutro/Pessimista

Em linha com o que temos colocado, a expectativa é de forte redução do nível de novos empréstimos do BNDES. Segundo levantamento do banco Credit Suisse, o cenário provável é uma redução de até 24% nas linhas Finame e PSI para bens de capital em 2014 versus a média de 2009 a 2013. É um impacto bem relevante, pois o BNDES tem sido determinante para a demanda de quase todos os produtos de bens de capital. Some a isso o conservadorismo e as revisões para baixo do PIB, e teremos um cenário com redução importante dos investimentos privados. A exceção devem ser os investimentos ligados à infraestrutura, que continuam ganhando velocidade com os diversos leilões de privatização e PPPs dos últimos 2 anos. Só o metrô de SP, por exemplo, está entrando em um ritmo de um novo metrô em construção, com obras de expansão em 7 linhas (incluindo a linha da CPTM para o aeroporto de Guarulhos). O que tem frustrado muito é a questão dos atrasos nas obras, que têm sido muitas vezes superiores há 2 anos.

Setor Externo: Pessimista

Já citamos algumas vezes que o setor externo é, historicamente, nosso calcanhar de Aquiles. Após vários anos com um déficit externo estável (em valores nominais e em percentual do PIB), assistimos a uma forte deterioração em 2013 (vide o gráfico 5), liderado pela queda do saldo da balança comercial. Neste início de 2014, para a surpresa da maioria dos analistas, a balança comercial voltou a piorar de modo intenso, com o déficit crescendo de US\$5,3 bilhões para US\$6,2 bilhões (+17%). Vale ressaltar que no início do ano passado houve um impacto contábil não recorrente que fez as importações de combustíveis serem piores – basicamente retardaram o reconhecimento de importações do ano anterior. Então, o dado ruim é na realidade pior. Uma das principais explicações é que estamos sofrendo com as dores da quebra da Argentina e da Venezuela, que são relevantes principalmente na exportação de produtos manufaturados. No 1º bimestre de 2014 as exportações para a Argentina caíram 16% (no momento da publicação deste relatório não tínhamos disponível o dado da Venezuela). Para os próximos meses é provável que a queda seja mais pronunciada, pois os dois países estão evoluindo para um cenário de maior restrição de importações. Outra explicação para o pior desempenho da balança comercial é a queda nos preços das commodities. No mês de fevereiro, o preço médio do açúcar exportado caiu 19%, da carne de frango reduziu 14% e do minério de ferro diminuiu 6% em relação ao mesmo período de 2013. A terceira explicação é que a conta de combustíveis ainda está sangrando por causa da importação de combustíveis para a geração de energia termoelétrica (principalmente gás natural) e da frustração com a produção da Petrobrás, que voltou a cair em janeiro.



Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Neutro/Pessimista

O ano começou bem estressante para a bolsa, especialmente no mês de janeiro. Temos aquele velho ditado de “comprar ao som de canhões e vender ao som de violinos”, mas com vários eventos negativos a vir, ainda não é o momento de comprar. Outro ditado muito bom a ser observado nesses dias é o “*the trend is our friend*” – a tendência é nossa amiga – e a tendência ainda é de piora, com aumento de juros no Brasil e nos emergentes, desaceleração da economia, racionamento, saques nos fundos de ações emergentes, fim do QE do Fed... Considerando este cenário, acreditamos que próximo do nível de 40.000 pontos no Ibovespa é um patamar interessante para comprar ações.

Também é importante considerar que todo cenário tem sempre os dois lados: vencedores e perdedores. Do lado dos perdedores já abordamos vários aspectos, mas e os cavalos vencedores? Temos alguns perfis de grupos:

1)Exportadoras: empresas que exportem e tenham baixa exposição à Argentina e Venezuela e que também tenham feito o dever de casa de redução de custos. A Embraer é um exemplo dessa descrição;

2)Consumo com boa gestão: empresas de consumo que tenham uma estratégia e um desempenho coerente, com bons indicadores financeiros, também serão grandes vencedores e potenciais consolidadores. A Renner preenche bem esses requisitos;

3)Agronegócio: empresas de agronegócio com gestão profissional e grande escala também são vencedoras no atual cenário. A SLC Agrícola é um bom exemplo.

Enfim, poderíamos citar vários outros grupos e *benchmarks*. O que é claro para nós da Vera Cruz é que para as empresas com boa gestão, que fazem um bom planejamento, têm boa execução e visão clara do seu posicionamento, há uma grande oportunidade neste cenário mais turbulento. Há grande espaço para ganhar *share* de mercado de modo orgânico ou via a aquisição de concorrentes menos profissionais, que apostaram a banca achando que “o circuito só tem reta”. A boa gestão não é só acelerar, mas também pisar no freio quando necessário.

Juros: Pessimista

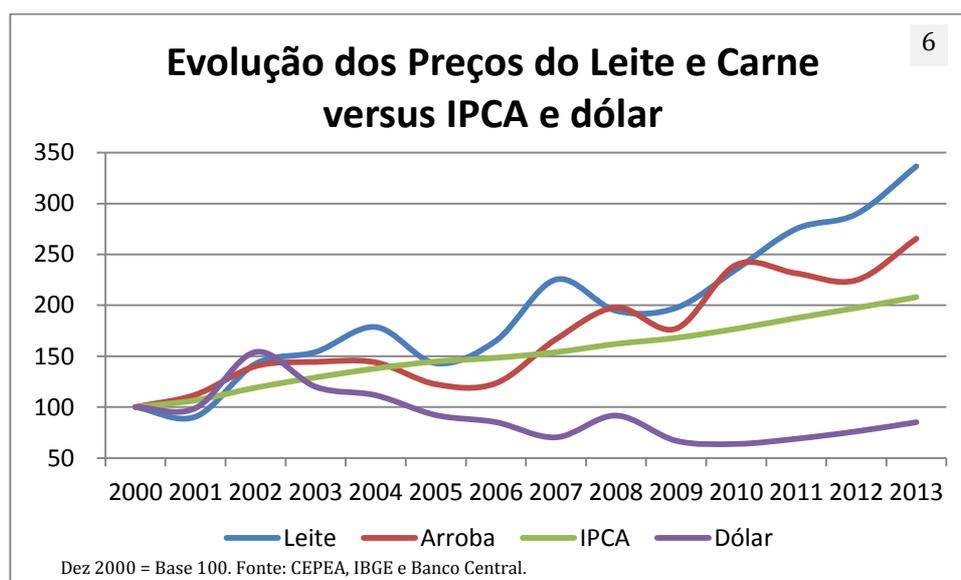
Após a reunião do COPOM de 26 de fevereiro, a taxa básica de juros (SELIC) voltou ao patamar do início do governo Dilma, de 10,75%. A sinalização do Banco Central é de pelo menos mais uma alta de 0,25%, embora a percepção do mercado financeiro seja de que a alta deveria ser maior. Isto não será realizado basicamente por pressão política. Ou seja, vamos jogar a poeira debaixo do tapete até após as eleições. Contudo, as sinalizações por parte do governo de um superávit minimamente razoável e a melhora no mercado internacional permitiram uma acomodação das taxas desde o final de janeiro. Para quem quer emitir dívida, sugerimos aproveitar o mais rápido, porque é uma calmaria que deve voltar à turbulência em junho.

Dólar: Perspectiva de alta

O dólar até tem tido um comportamento mais benigno desde janeiro, recuando das máximas de R\$2,45 para quase R\$2,30. Em nossa opinião, é apenas mais uma oportunidade de compra. Conforme colocamos ao longo deste relatório, o fluxo de dólares tende a ser negativo tanto pela percepção dos investidores estrangeiros e pela política do Fed, quanto pela realidade econômica via um forte déficit na conta corrente. Do lado do primeiro grupo (expectativa dos investidores), entramos na 20ª semana consecutiva de saques de fundos estrangeiros de ações ligados à América Latina, segundo dados da *EPFR Global* e do *BofA Merrill Lynch Global Research*. Do outro lado (mundo real), estamos apresentando dados desapontadores no fluxo cambial, como foi o caso de fevereiro, com déficit de US\$1,9 bilhões. Este dado foi o pior em 12 anos e está em linha com a frustração da balança comercial.

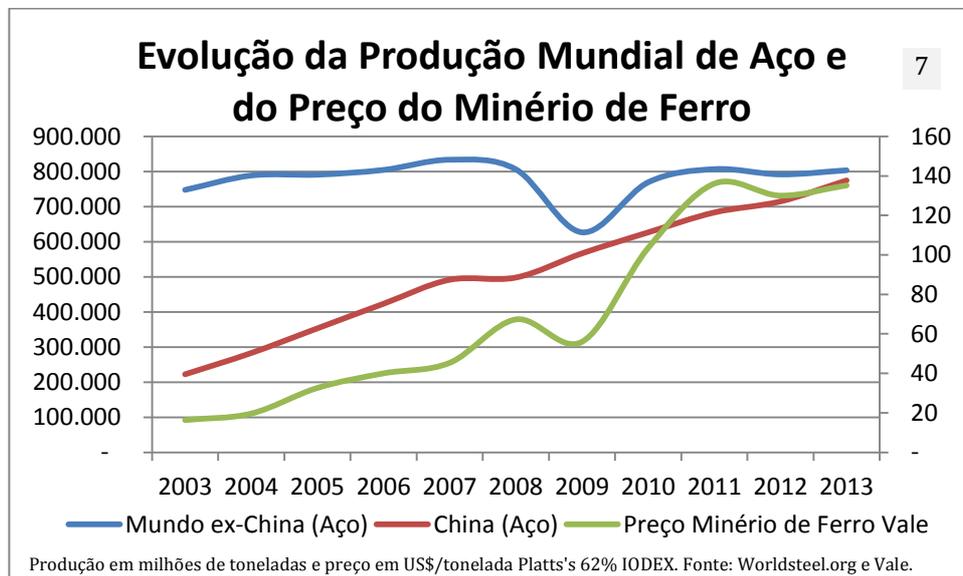
Commodities agrícolas: Otimista

As commodities agrícolas têm sido na média, uma exceção positiva nos últimos anos. Em quase todos os cenários os preços têm mantido uma tendência de alta, motivado por diversos fatores, dentre eles a inconsistência climática. Enquanto diversos concorrentes do Brasil sofreram com pesadas secas, como no caso da Austrália, no caso do Brasil o impacto da estiagem até o momento foi baixo para a produção de grãos, mas deve ter impacto negativo na safra de cana que começa a ser colhida e que tem o estado de São Paulo como grande produtor. Vários outros produtos também tendem a subir, como é o caso do leite e do gado bovino de corte. Esses dois produtos, aliás, estão em um “processo secular” de valorização conforme se pode observar no gráfico 6. Como a tendência do dólar também é para cima, temos outro fator adicional positivo. Aqui vale a máxima do *“the trend is our friend”*...



Commodities metálicas e petróleo: Pessimista

Quando a China pega uma gripe, as commodities metálicas pegam uma pneumonia. A importância da China para as commodities metálicas pode ser observada no gráfico 7, que demonstra a evolução da produção de aço no país versus o resto do mundo e do preço do minério de ferro, principal insumo do aço. Por isso, sempre que a China mostra sinais de desaceleração, o mercado de commodities sofre. É o caso dos últimos meses, aonde dados com o PMI vieram mais fracos e a China apresentou uma queda na produção de aço na comparação anual em janeiro de 2014 pela primeira vez em 24 meses. China mais fraca significa preços para baixo e este deve ser o cenário pelo menos até a metade do ano. Na realidade, se observarmos intervalo de dados mensais, podemos perceber que a produção global de aço está estagnada desde novembro de 2013.



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>.