

Perspectivas - Mar 2015

Cenário Geral: Otimista

Será que o Levy irá nos salvar?

A nomeação de Joaquim Levy para o Ministério da Fazenda e Nelson Barbosa para o Ministério do Planejamento foi praticamente o melhor cenário possível para um segundo mandato do atual governo. Não é a nota 10 que muitos gostariam, mas é um sete com honras e “é melhor não reclamar...” Com isso, teremos um “cenário *second best*” e deveremos ter surpresas positivas. Aliás, achamos que há espaço para muita surpresa positiva, pois os ânimos do mercado financeiro e dos empresários continuam muito negativos. Na atual conjuntura, quase todas as notícias negativas são resultado da má gestão da equipe econômica anterior, ou seja, seria “notícia velha” e o mais importante é focar na correção que está sendo feita. Por exemplo, ter uma inflação a cima de 6,5% por causa de realismo tarifário é muito mais positivo do que jogar o problema para debaixo do tapete como foi feito nos últimos anos. O mesmo vale para a Petrobras, onde o baque nos investimentos é positivo no longo prazo, pois vai forçar a redução de corrupção e o questionamento de práticas como a taxa de conteúdo nacional, que têm sido exageradas e forçam a empresa a pagar muitas vezes o dobro por um produto que poderia comprar no exterior.

No mundo, um cenário de forte pressão sobre o petróleo, tendo como pano de fundo uma economia global que tem um sub crescimento e uma grande oferta motivada pelos preços altos do passado. É um cenário em linha com o do Bill Gross (gestor de fundos americano), de baixas taxas de juros num horizonte de 12 meses. A baixa inflação no mundo e nos EUA (2015 deve ser zero), motivada pela queda das commodities em geral, deixa o Fed um pouco de mãos atadas, pois mesmo com a baixa taxa de desemprego não se observa pressão salarial. É um admirável mundo novo... pleno emprego sem inflação... Se nos permitem uma explicação simples, o mundo está ganhando *upgrade* de assento de executiva com cortesia dos *sheiks*!

Termômetro do Brasil e as Principais Variáveis

1



Check List:

11 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

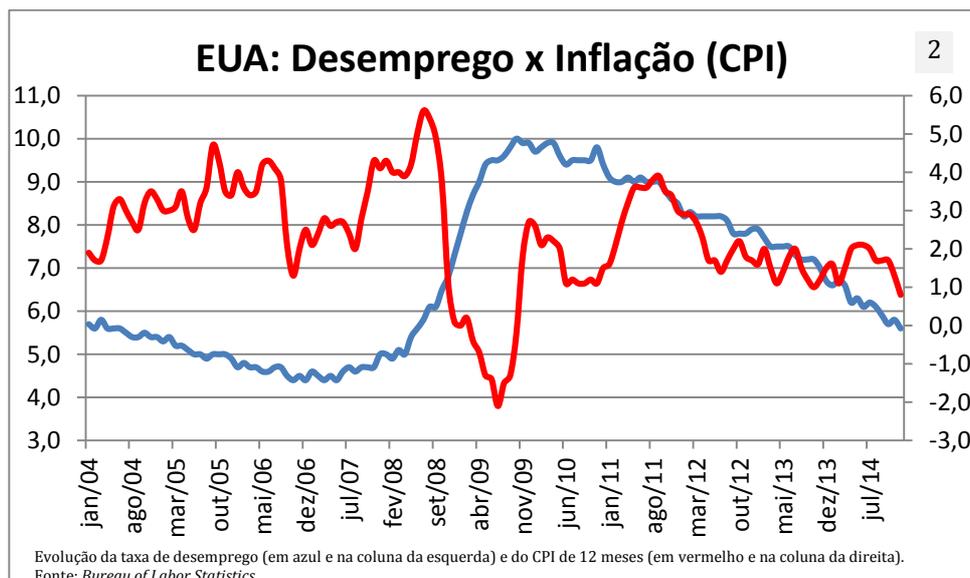
- 1. Petrolão.** O governo está sendo frito em fogo alto, e a delação premiada está escancarando a corrupção. Governo está sob intensa pressão e o desgaste é surpreendente. É quase um governo “*lame duck*”. Acreditamos que processo de *impeachment* está saindo do possível e entrando no provável.
- 2. Racionamento de Energia.** Um racionamento de 10% no ano a partir de maio é praticamente garantido. O realismo tarifário, por sua vez, já fará parte desta redução (desestimulando o consumo) e é bem-vindo. Pior que o esperado (efeito natureza), melhor que o esperado (política econômica).
- 3. Petróleo.** O colapso no preço desde junho de 2014 virou a geopolítica global de ponta a cabeça e tem forte impacto para várias indústrias, a inflação etc. Melhor que o esperado para o Brasil num horizonte de 12-24 meses.
- 4. Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** O resultado fiscal de 2014 foi péssimo, mas a guinada na política econômica deve permitir a volta por cima. 2014 pior que o esperado, expectativa para frente muito melhor que o esperado.
- 5. Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** A forte queda no preço do petróleo, de mais de 50% desde junho de 2014, vai trazer um forte impacto positivo. O Petróleo, por outro lado, atrapalha bem. Melhor que o esperado.
- 6. Evolução da Atividade na China.** Desaceleração em linha com o esperado.
- 7. Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Possibilidade do Fed manter mais tempo as baixas taxas de juros, melhor que o esperado.
- 8. Redução de Rating (risco de crédito) do Brasil.** Com a guinada na política econômica, a tendência é de manutenção do rating. Na Petrobras, por outro lado, não parece haver salvação. Melhor que o esperado.
- 9. Política Cambial do BC.** Redução da intervenção, o que é positivo. Melhor que o esperado.
- 10. Política Monetária do BC.** Novo ciclo continua agressivo na alta de juros, demonstrando o compromisso com o controle da inflação. Melhor que o esperado.
- 11. Ações na justiça sobre a correção da poupança nos planos econômicos.** Nenhuma novidade ainda, mas vai voltar em algum momento em 2015.

Perspectiva Mundo: Neutro/Otimista

EUA: Otimista

A locomotiva continua bem, com forte crescimento em 2014 e ótima perspectiva em 2015. Só faltava mesmo o colapso do petróleo... Aliás, não falta mais! A queda do petróleo no país é semelhante a um pacote de estímulos, pois lá o mercado de petróleo e derivados é próximo de um mercado perfeito, sem intervenção do governo. Deste modo, quando o petróleo cai, a gasolina cai, o custo da energia cai, e vários derivados. Com isso, o americano médio tem um aumento significativo de renda relativa e pode aumentar o seu consumo de outros produtos. Segundo a Forbes, uma queda de \$40 dólares no preço do barril de petróleo resulta numa economia anual para os EUA de US\$108 bilhões. Por outro lado, os produtores de *shale* vão sofrer um grande stress de retorno, mas mesmo assim teremos uma benéfica seleção natural. A economia americana é realmente um benchmark de “*laisse faire*”!

Mas o grande centro das atenções este ano no país e o Federal. Será que ele vira para estragar a festa? A presidente (presidenta não existe!) do Federal Reserve, Janet Yellen, já colou subliminarmente que não será subserviente ao mercado financeiro como Alan Greenspan muitas vezes foi, jogando a bóia salva vidas toda vez que a bolsa caía. Mas, por outro lado, o mundo fraco, deflacionário, limita a necessidade de alta de juros, conforme podemos observar no gráfico 2. O clássico dilema de um Banco Central, que é manter a inflação sob controle com baixa taxa de desemprego definitivamente não é um problema no momento. E, ao contrário de vários anos atrás, o valor de commodities pelo menos está mais realista. Se houver bolha, ela estaria em alguns focos, como talvez a *hype* no setor de aplicativos móveis (Airbnb por exemplo), mas o trauma de 2008 deixou os banqueiros bem mais responsáveis, especialmente em empréstimos à pessoa física e crédito imobiliário.



Europa: Neutro

Já colocamos aqui várias vezes e fica até repetitivo, mas a Europa de hoje é o Brasil dos anos 80-90, demandando diversos anos para consertar as falhas graves de política econômica dos anos anteriores: maus investimentos, legislação trabalhista antiquada, ineficiência governamental. Só que, enquanto nosso problema era a inflação, para eles é a depressão, a deflação. E eles possuem o agravante de serem países velhos, onde a população que vive de aposentadoria está em vias de superar ou já superou aquela que trabalha. É um dilema e tanto, que requer muito sacrifício e tempo para consertar. A própria Alemanha, que é o exemplo em eficiência no continente, demorou quase uma década para ganhar eficiência e absorver a antiga Alemanha Oriental. E a Grécia, pivô da crise dos PIIGS, está de volta! Como já colocamos aqui em outras situações, fazer um ajuste fiscal é fácil, difícil é lidar com as consequências políticas depois, já que ninguém quer pagar a conta.

No que tange ao Brasil, o recente programa de recompra de títulos do BCE, como volume total de EUR 1,1 trilhões, é positivo, pois amplia o apetite por ativos de risco e amplia a liquidez global, ou seja, é uma medida expansionista e com impacto internacional. Então, uma das expectativas que temos para os próximos 12 meses é uma valorização do real ante o euro fruto desta política monetária frouxa e de uma perspectiva econômica do Brasil superior à da Europa no médio prazo.

China: Neutro/Pessimista

Em 2014 a China teve o menor crescimento em mais de 20 anos, com “apenas” 7,4%. O PMI de março (um indicador antecedente de atividade), por sua vez, veio abaixo de 50 (49,9) pelo segundo mês consecutivo, na pior combinação em 2 anos e meio, indicando uma desaceleração da economia. Isso só confirma o que temos colocado, que o patamar de consumo interno está abaixando nos últimos anos e tende a se acomodar ainda em patamares menores. O governo nos últimos meses até lançou alguns pacotes de estímulo menores, mas não há como lutar contra a tendência saudável de acomodação da economia. A produção de aço, por exemplo, aumentou apenas 0,9% em 2014 (fonte: worldsteel.com) e os preços dos imóveis estão em queda na comparação anual há 6 meses, sinalizando o impacto do excesso de imóveis construídos e/ou ofertados e não vendidos. Por outro lado, a queda do petróleo é um choque positivo para a economia chinesa, que é a maior importadora de petróleo do mundo. Mas, mesmo este choque, foi muito mais relevante para países emergentes como a Índia e a Turquia, que possuem grande déficit de conta corrente e são grandes importadores de petróleo e derivados.

América Latina: Neutro/Pessimista

A queda do petróleo é uma bonança para o Brasil no curto prazo, mas é um desastre completo para a Venezuela. Em matéria no Valor do dia 23 de janeiro, destacou-se que a Venezuela já deve 1 ano de importações ao Brasil, ou cerca de US\$ 5 bilhões. É um claro calote e que já demonstra a situação insustentável do país, o qual, sinceramente, não tem saída fácil. O governo destruiu praticamente tudo de bom que havia no país, estatizou várias fábricas relevantes, depenou a empresa de petróleo e fez questão de ressaltar que é um dos piores ambientes para negócio no mundo. A única luz no fim do túnel seria uma abreviação do atual governo e haver uma nova gestão responsável e comprometida com a livre iniciativa, ou seja, o oposto de tudo que está aí. Só para dar uma ideia da atual calamidade, as pessoas têm feito filas a partir da madrugada para tentar comprar, dentre outros itens básicos, papel

higiênico nos supermercados. Além disso, tem o câmbio para alimentos e medicamentos de 6,30 bolívares por dólar, um outro de 12, um outro de 50 e o paralelo de 180! Se tem lá algum venezuelano que morou no Brasil nos anos 80, deve estar pensando: “que saudades do Sarney!”.

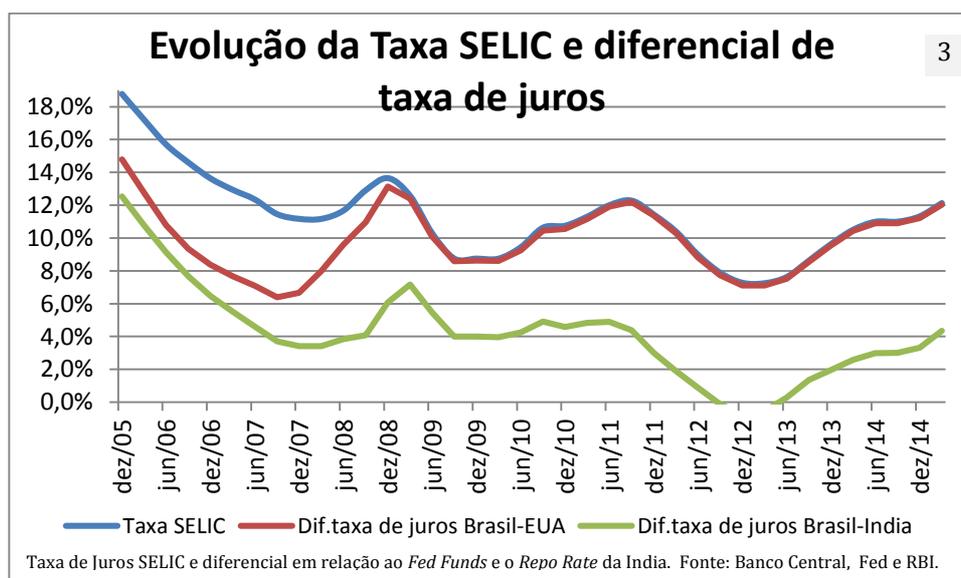
O Equador é outro país que, em menor grau, também sofrerá, assim como a Bolívia, que tem forte dependência da exportação de gás natural, que tem seu preço alinhado com algum atraso ao do petróleo. Dentre os “mocinhos”, a Colômbia, que é uma das estrelas do continente em conjunto com Peru e Chile, também deve sofrer, pois a indústria petrolífera tem sido um forte motor de crescimento nos últimos anos. As exportações líquidas de petróleo chegam a 8% do PIB e a indústria de petróleo é responsável por 50% de todo o investimento estrangeiro no país segundo o Banco Itaú BBA.

O México, por sua vez, também é outro país que depende de modo relevante do petróleo para o seu orçamento (31% das receitas totais segundo o Banco Itaú BBA) e foi “ferido” com a queda de mais de 50% no preço da commodity. Por outro lado, está se beneficiando da proximidade com os Estados Unidos, trazendo gás barato para as suas indústrias e tendo uma demanda forte da economia americana. Isto pode ser observado em setores como o automotivo, que exportou 1,7 milhões de automóveis em 2014 (ou 11,6% de todo o mercado dos EUA) de acordo com a mexicanautomotive.com, com uma alta de 13% no período (ou seja, o México exporta o equivalente a 50% da produção do Brasil).

Por último, dentre os países ganhadores na América Latina com o cenário de queda do petróleo, destacamos, além do Brasil, o Chile e economias menores que são importadoras como Uruguai e Paraguai. Ou seja, a lista de ganhadores é bem menor que a de perdedores. No balanço geral, se ainda considerarmos o cenário geral de commodities fracas, temos que a conjuntura na média tende a ser negativa para a região num horizonte de 12 meses.

Perspectiva Brasil: Neutro/Otimista

Em tempos difíceis como o atual, é bom sempre termos uma perspectiva mais ampla do ambiente e do futuro. O Brasil não deixou de ser melhor ou pior nos últimos meses, apenas algumas coisas que boa parte de nós sabia ou suspeitava mas não tinha o dado exato ficou mais transparente. E se no curto prazo várias empresas vão sofrer por tabela – fornecedores da Petrobras, fornecedores dos fornecedores – no médio e longo prazo teremos um capitalismo mais disciplinado, com menos “amigos do Rei”, ou menos patrimonialismo, como utilizou o novo Ministro da Fazenda (aliás, a moda atual é de eufemismos...). Ao mesmo tempo, vários setores que lidaram com excesso de incentivos terão de viver sem eles e buscar na própria iniciativa o estímulo para aumento da demanda. Talvez a redução de custos e ganho de eficiência esteja ainda mais no cardápio. Chega de pagar bônus garantido para metalúrgico, direitos A, B e C para empregados, pois essa conta vem para o consumidor na forma de carros que custam o dobro de países com uma competição mais intensa e menos barreiras comerciais.



Para o cenário do país de médio prazo, um item fundamental é a atração de capitais (investimento direto estrangeiro), de modo que os investimentos ocorram e as linhas de crédito continuem disponíveis para dar suporte ao dia a dia da economia real. Salvo a Petrobrás e as construtoras na sua lista negra, que deverão ficar alijados do mercado de crédito por pelo menos mais alguns meses, acreditamos que o país possa receber uma quantidade relevante de recursos ainda em 2015, mesmo que não sejam da melhor qualidade. O colapso do petróleo deverá ter forte impacto na redução da inflação global, e está forçando os bancos centrais do mundo – vide Índia, Suíça etc. – a reduzir em vez de aumentar as taxas de juros. Já o Brasil, está na contramão deste movimento e, mais recentemente, está melhorando a sua política fiscal, reduzindo assim a percepção de risco de crédito do país. O que observamos então, na prática, é que o diferencial de taxa de juros do país é o maior em quase 10 anos (conforme observamos no gráfico 3) em meio a uma política econômica caminha para ser a melhor em quase 10 anos. É um grande incentivador do *carry trade*, onde um investidor capta em dólar a quase zero e aplica a 12,75% em reais, arbitrando esse grande diferencial de taxa de juros. Esta deve ser uma grande tendência nos próximos meses, que é o contrário do que muitos bons gestores apostavam, pois ninguém esperava um tucano tocando a política econômica do PT. O contraponto a isso é a gestão ainda petista, que tomou decisões

desastradas como o novo presidente da Petrobrás, que mais parece ter o objetivo de defender o governo federal atual do que de atender aos interesses de todos os acionistas.

Como resultado da mudança da política econômica e do diferencial de taxa de juros, chegamos a observar uma valorização do real versus o dólar em janeiro, mas que foi revertida devido ao agravamento da percepção de risco na Petrobrás e decisões equivocadas do governo, conforme observamos no gráfico 4. O desafio é grande, pois a política econômica dos últimos anos foi desastrosa, e está obrigando a dupla Levy-Barbosa a ampliar o saco de maldades. Além do desafio do déficit fiscal, temos também o desafio do déficit em conta corrente, já chamado pelo mercado de déficits gêmeos. No caso da conta externa, temos contra o fato de vários produtos que exportamos estarem com preços menores, como é o caso do minério de ferro, mas tivemos também a favor a forte queda do petróleo e seus derivados, que deve ter um grande impacto positivo em 2015, apesar de atrapalhar um pouco os planos do pré-sal no longo prazo.

Evolução do Real versus moedas selecionadas

4



Evolução da cotação de 3 anos do Real versus o Dólar (USDBRL), o Euro (EURBRL), o Renminbi da China (CNYBRL) e a Rúpia da Índia (INRBRL). Fonte: Bloomberg.

Por outro lado, teremos algumas heranças negativas advindas de má gestão dos recursos hídricos combinado com um regime de chuvas que em alguns casos é o pior desde o início dos registros. Temos como certo a continuação de restrições no fornecimento de água no estado de São Paulo, que buscou e conseguiu em várias iniciativas a redução de consumo, mas ainda continua atrás da curva com um colapso na vazão dos seus reservatórios, que no caso do Cantareira caíram mais de 70% em janeiro! Ou seja, mesmo com uma redução de 50% na demanda do Cantareira, ainda faltaram 20%! Para se ter uma idéia do esforço já colocado, em um ano a economia seria de aproximadamente 470 bilhões de litros, ou quase 50% da capacidade do reservatório. Por outro lado, governos que nada fizeram para desestimular a redução de consumo, como Rio de Janeiro e Minas Gerais, também estão agora sofrendo os mesmos efeitos.

No caso da energia elétrica, onde há uma flexibilidade muito maior e o setor privado pôde reagir a preços mais caros no mercado livre, seja via aumento de geração de biomassa (principalmente produtores de açúcar e etanol), seja via interrupção de produção para venda dos contratos já firmados

(como foi o caso de produtores de alumínio), a situação é uma certeza de racionamento da ordem de 10%, e que deverá ser mais severa nas regiões Sul e Sudeste-Centro Oeste. Neste caso, o governo federal até o momento está sentado e fingindo que o problema não é com ele. Quanto mais o governo fizer a estratégia do avestruz e adiar o inadiável, pior será o racionamento. O lado bom da crise é que as empresas brasileiras buscarão maior eficiência na utilização de água e energia. Na crise energética de 2001, empresas como a Guerdau obtiveram um ganho até então inimaginável de eficiência energética. Somos ineficientes? Não temos a menor dúvida. O Brasil é um país mal acostumado, que sempre teve fartura e por isso tem grandes desperdícios no dia a dia. Lavar calçada com mangueira nos Estados Unidos ou Europa é caso de polícia e até antes da crise de água sempre aceitamos passivamente.

Atividade: Neutro/Pessimista

A cidade de Fortaleza talvez não seja mais a mesma após a inauguração do shopping Rio Mar no final de 2014, que trouxe um fortíssimo concorrente ao então shopping dominante (há décadas), o Shopping Iguatemi Fortaleza. Pela primeira vez, estamos observando a possibilidade de reduções de aluguéis e uma inversão do poder de barganha em favor dos lojistas. Assim como está acontecendo nesta cidade, o mercado de varejo e shoppings no Brasil está ficando mais competitivo em vários seguimentos, seja pela desaceleração da economia, seja pelo excesso de oferta, seja pela entrada de novos competidores, seja pelos três. É o que tem de melhor da livre iniciativa, que através da competição obriga as empresas a serem mais eficientes e oferecerem cada vez mais novos e melhores produtos e serviços a melhores preços. Em vários outros segmentos também observamos isso, como é o caso de lajes corporativas, em especial no Rio e em São Paulo. O tempo de altas taxas de retorno ficou para trás e é necessário foco total na eficiência para manter bons resultados na nova realidade.

Dentro deste pano de fundo, 2015 será um ano ainda duro para setores que dependem de financiamento, tais como bens duráveis. Também será duro para quem depende do governo. Não estava na nossa conta a forte redução da dotação orçamentária para o setor de educação, que nós e o mercado considerávamos prioritário. A queda do petróleo, que no resto do mundo trará um ganho de renda, no Brasil terá reflexos desconexos, pois a gasolina aumentou (alta de preços da Petrobrás aliado a alta de impostos) e quanto aos demais derivados do petróleo, temos no Brasil a tradição de que o repasse de preços é só para cima... Teremos também contra um choque no preço da energia, que pode subir mais de 50%!, água e transportes, enfim, do lado do governo só teremos desincentivos em 2015.

Emprego: Neutro/Pessimista

Fechamos 2014 com baixa taxa de desemprego, mas não porque criamos muitas empresas e sim porque continuamos a observar o fenômeno que intriga os especialistas da redução da população que está disponível a trabalhar, conhecida como PEA. Já nos dados de janeiro, observamos um salto na taxa, de 4,3% para 5,3%, indicando que os empresários devem estar jogando a toalha diante de um cenário de crescimento zero ou negativo do Brasil esperado para 2015, e começando o ajuste nos seus custos dentro da sua força de trabalho.

Com a crise da Petrobrás e o fim de vários estímulos do governo, já é possível observar uma pressão no emprego em setores relevantes como bens de capital, construção pesada e automotivo. Talvez o setor que mais sofrerá será o naval, onde já se comenta uma perda de 20.000 postos de um total de 80.000 do final de 2014 até fevereiro de 2015. Este setor está no epicentro do tornado e qualquer expectativa

otimista é apenas um desejo utópico... Se temos duas certezas para 2015, é que a taxa de desemprego subirá e que a renda média real do brasileiro cairá pela primeira vez em 10 anos, porque será impossível o salário competir com uma inflação que ficará acima de 7% e várias indústrias com alta ociosidade. Será um ajuste a nosso ver positivo no longo prazo, pois algumas funções simplesmente chegaram a níveis de preço irrealistas.

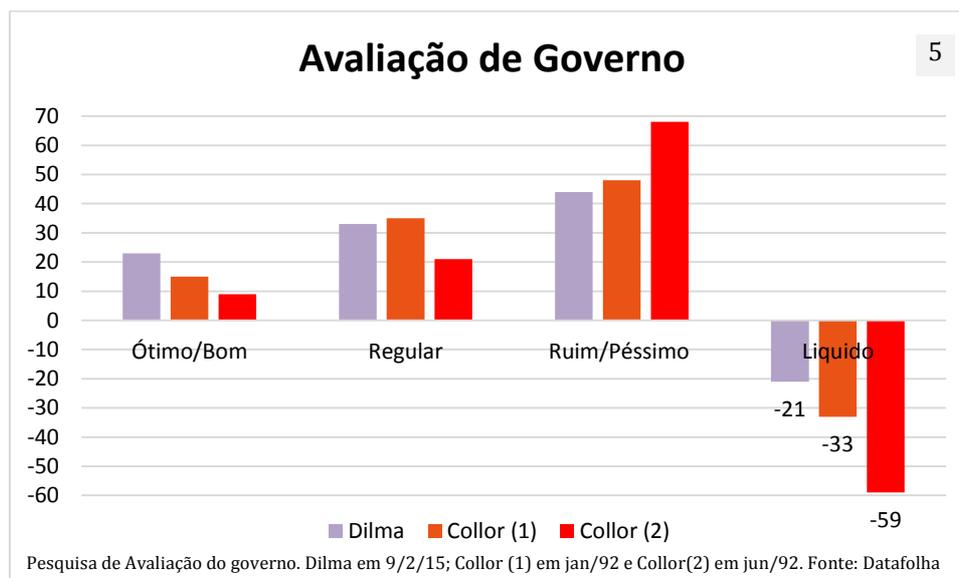
Governo: Otimista

A derrota fragorosa na Câmara dos Deputados, no qual o PT pela primeira vez em mais de 10 anos ficou de fora da Mesa Diretora, só destaca como está fraco o atual governo e como o projeto megalomaniaco de controle de mídia, reinado do sindicalismo etc, está com os dias contados. Claramente o atual perfil da câmara é anti-PT, mais conservadora, e deve aos poucos ajudar a desmontar parte do *modus operandi* dos últimos 12 anos. Por enquanto, do congresso não tivemos grandes gestos de responsabilidade fiscal, ao contrário, pois tivemos aumentos nos salários de congressistas e a votação do orçamento impositivo, obrigando o gasto nas emendas de parlamentares, dentre outros. Mas não descartamos algumas medidas no futuro de controle dos gastos do governo. A menor presença de sindicalistas no Congresso em mais de uma década pode sinalizar medidas que reduzam o pesado fardo dos custos do trabalho nas empresas brasileiras. Isto, aliado à dupla Levy-Barbosa, deve reforçar o tom de desmontar as bombas plantadas pela dupla Mantega-Augustin.

Muitos no mercado financeiro estão questionando se a meta anunciada pelos novos ministros de 1,2% de superávit primário (antes do pagamento de juros) em 2015 será atingida. O fato é que o resultado de 2014 conseguiu ser mais desastroso que o esperado, mas é passado. O mais relevante, como costumamos colocar aos clientes, não é onde estamos mas para onde estamos indo. E a tendência de reversão é clara, a maior prova disso é que a presidente fica boa parte do tempo escondida, pois não tem como explicar o inexplicável, que é a política Tucana em um governo petista. Consideramos este um caminho sem volta em qualquer dos cenários, até porque o que mais assombra o governo no momento é a perda do grau de investimento (*rating*) soberano.

No momento, além da política econômica, a questão central é o desenvolvimento do Petrolão. O governo perdeu completamente o controle e está colhendo a bomba que plantou ao longo de 12 anos. Ao contrário de outros escândalos com o do Mensalão, que envolvia os Correios, dentre outros, a Petrobrás era a maior empresa listada na bolsa, com minoritários, investidores estrangeiros, auditoria, CVM e SEC. Não tem como combinar com todo mundo e a profecia tornou-se realizável porque milhões de acionistas perderam algo como R\$200 bilhões de valor de mercado. Além disso, como a Petrobrás é um gigante, está havendo desdobramentos enormes e em empresas que nada têm a ver com o escândalo mas vão pagar o pato, como os fornecedores dos fornecedores. Em decorrência de todos esses fatores, a Petrobrás tornou-se um passivo do qual quase todos querem distância, vide o Renan Calheiros, que evitou indicar o substituto do antigo presidente da Transpetro após indica-lo por 12 anos. Algum político que em sua consciência, diante de todo o stress e a vergonha nacional proponha uma indicação política relevante na Petrobrás, está pedindo para entrar no centro do furacão (mas esta afirmação não se aplica à nomeação do novo presidente da empresa pela nossa presidente Dilma...). Só como exercício, diante de algo que o governo criou, virou um mostro e ele insiste em se abraçar, mostramos no gráfico 5 a relação da popularidade atual da presidente Dilma vis a vis a do Collor em 2001. Neste gráfico a informação mais relevante é o líquido de aprovação positiva (ótimo/bom) menos a reprovação (ruim/péssimo). A Dilma está a 12 pontos do Collor quando a avaliação dele estava piorando, mas ainda

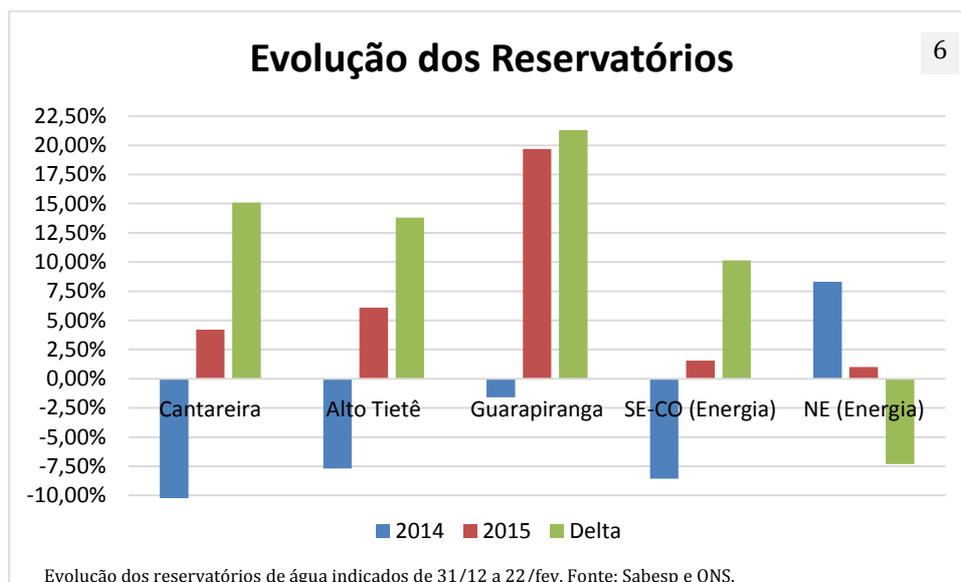
está longe do cenário “*game over*”. É muito provável que a avaliação da presidente chegue aos níveis de Collor (1), pois ela está sendo massacrada diariamente e o coquetel de ajuste fiscal vai bater em cheio no eleitorado do PT, seja via inflação, seja via redução de benefícios ou maior insegurança em relação ao emprego.



Com relação aos fornecedores da Petrobrás, recomendamos prepararem-se para o pior. Se os investimentos atuais estão travados, imaginem os novos. Quem vai assumir o risco? Se o desdobramento das investigações está tendo consequências graves para várias empresas, acreditamos que no médio e longo prazo sairemos com um salto enorme na governança em estatais e no governo. No mínimo, o nível de corrupção atual deve ter despencado vis a vis o ano passado. Com isso, talvez alguns orçamentos menores signifiquem a mesma quantidade de produtos e serviços. Mas ainda “teremos muito chão pela frente” no Petrolão. Trabalhando a lei a ferro e a fogo, conselheiros, diretores e vários outros ligados à empresa (como a auditoria) poderão ser tragados por todo o escândalo. Assim como há necessidade de um teste de *impairment* quando há indícios de perda de valor, como a queda de commodity para uma mina, será bem difícil de explicar porque não houve apontamento de uma refinaria que custou 3 vezes ou mais o custo de reposição e por aí vai a lista. Nós mesmos, no Perspectivas de março de 2013, colocamos um gráfico que mostrava a explosão dos investimentos da Petrobrás e a falta de nexos com a produção. De novo, não temos dúvida de que sairemos de tudo isso com uma governança mais reforçada (chega de lei que pega e lei que não pega!). Um sócio controlador não pode tudo, e quem tem poder sobre uma empresa (conselho e diretoria principalmente) também não pode se esquecer que tem um passivo, um dever fiduciário a cumprir.

Por fim, gostaríamos de voltar ao tema da crise hídrica e falar do conto da formiga e da cigarra. A primeira trabalhava bastante para ter comida no inverno, enquanto a segunda era preguiçosa, não armazenava comida, e apenas contava com a sorte, além de zombar da formiga porque estava se esforçando. O governo de São Paulo, pode até ter começado tarde a correr para contornar a crise hídrica, mas pior ainda foi o governo federal, que só ficou rezando e olhando para o céu, além de ter desorganizado completamente o setor elétrico. O resultado é que a evolução dos reservatórios em São

Paulo (que abastecem a grande São Paulo) em 2015 começa a dar algum alento, enquanto os reservatórios de hidroelétricas (regiões SE-CO e NE) estão em uma dinâmica desesperadora. Podemos observar o impacto das diferentes respostas (fazer mudanças ou ficar torcendo) no gráfico 6. Observe que no caso do sistema NE (de energia elétrica), o armazenamento piorou de modo relevante e houve queda no nível dos reservatórios ante alta em 2014, que teve um regime de chuvas já ruim.



Investimento: Pessimista

Com o aprofundamento da crise do Petrolão, a Petrobrás anunciou uma redução de 25% nos seus investimentos para 2015, com vistas à preservação de caixa em um cenário onde não tem balanço auditado ainda e o mercado de crédito está quase fechado. Estamos falando de uma redução da ordem de R\$20 bilhões, ou aproximadamente 0,4% do PIB. A redução do rating pela Moody's que colocou como grau especulativo, certamente complica ainda mais a situação da empresa. Acharmos provável que a redução dos investimentos seja maior, pois há uma paralisia decisória e dezenas de construtoras estão na lista negra, além de um novo cenário de petróleo menor e, portanto os custos deveriam se adequar a isso (como o aluguel de sondas que está custando metade do preço de 1-2 anos atrás).

Além da Petrobrás, algumas das maiores construtoras do país estão com forte deterioração do seu crédito, pois poderão ser declaradas inidôneas e poderão ter parte relevante das suas receitas passadas questionadas por suspeita de superfaturamento. Numa primeira ação do MP, a cobrança de multas em 5 construtoras chega a R\$4,5 bilhões! A Petrobrás aparentemente já congelou o pagamento de alguns contratos e criou uma lista negra de 23 empresas, levando companhias como a Alumini Engenharia (ex Alusa) à concordata. A OAS, uma das maiores construtoras do país e uma das acionistas da Invepar, operadora do aeroporto de Guarulhos, já fez um *default* (não pagamento) em uma das suas dívidas e está sob grande pressão para venda de seus ativos para pagar as suas dívidas. Já do lado do BNDES, segundo Levy, o aumento de capital em 2014 foi "o último baile da Ilha Fiscal", ou seja, acabou a festa e, com isso, o BNDES não terá outra alternativa a não desacelerar de modo relevante os novos empréstimos em 2015 (o baile da Ilha Fiscal foi o último baile da Monarquia, em 9 de novembro de 1889). Ele já aumentou a TJLP, sua taxa básica, em 0,5% para 5,5% e já subiu de modo relevante linhas

como a PSI, que saltaram da máxima de 8% ao ano para 11% ao ano, além de reduzir o percentual máximo de financiamento do bem para até 70% do seu valor, quando antes era até 90%.

Setor Externo: Otimista

O colapso do preço do petróleo é uma variável fundamental na conta corrente do Brasil em 2015. Como o Brasil é grande importador de petróleo, combustíveis e petroquímicos, o impacto positivo na redução das importações será colossal, da ordem US\$10 bilhões, considerando apenas a conta de petróleo e combustíveis. O Brasil, no entanto, tem uma conta enorme de petroquímicos e farmacêuticos (total de quase US\$28,6 bilhões) e que poderia impactar positivamente mais US\$10 bilhões. Nos dois primeiros meses do ano, já observamos uma redução de US\$200 milhões, ainda abaixo do que esperamos devido ao atraso no impacto da redução dos preços nos derivados de petróleo e no atraso das exportações de soja (só em fevereiro elas foram US\$ 1 bilhão menores). Colocando do outro lado o efeito negativo dos preços das commodities (nas exportações), acreditamos que, ao contrário de 2014, quando fechamos com déficit de US\$4 bilhões, deveremos passar a um superávit em torno de US\$12 bilhões, ou seja, uma virada de aproximadamente US\$16 bilhões (ou 0,9% do PIB)! Só para ter uma idéia de como o mercado está excessivamente pessimista, no Focus de 9/2 a expectativa era um superávit de apenas US\$ 5 bilhões.

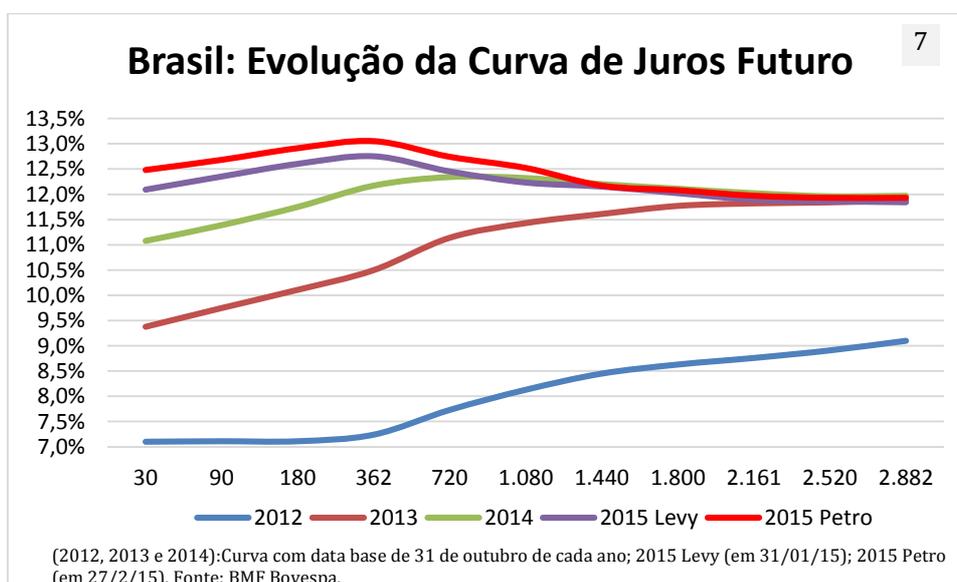
Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Neutro/Pessimista

A bolsa continua um ambiente para poucos amigos, com várias surpresas desagradáveis, muitas delas vindas do governo. Ao apagar das luzes de dezembro, o Ministério da Educação publicou uma portaria que penalizou substancialmente as empresas de ensino superior, sem a menor discussão prévia, no melhor estilo amador do governo federal. Este, que tem sido um setor “queridinho do mercado”, sofreu perdas de mais de 30% desde então, com direito a ministro dando declarações de ameaça (classificar cursos também além do critério de nota do Enem para o FIES). O Petrolão, por sua vez, contamina não só a Petrobrás, mas empresas um pouco mais distantes, como uma Mills ou os bancos, que estão expostos à várias das construtoras que passam por dificuldades de crédito e liquidez. E para o mercado como um todo, o 4º ano de economia com subcrescimento começa a pesar mais na rentabilidade. Do ponto de vista de resultados, acreditamos que na média teremos ainda queda de lucros em 2015, mas muitas empresas de boa gestão estão fazendo ajustes relevantes que serão colhidos quando a economia voltar a crescer, algo que será melhor observado no segundo semestre de 2016 ou a partir de 2017.

Juros: Neutro/Leve alta

Na reunião de janeiro o Banco Central elevou mais uma vez a taxa de juros básica da economia em 0,5% para um total de 12,75%, totalizando 1,75% no atual ciclo pós eleições. Este comportamento, aliado às medidas fiscais (mudança na regra de seguro-desemprego, contingenciamento de despesas, aumento de impostos), está permitindo ao Brasil retomar a confiança dos investidores, após os abusos da inteligência alheia nos últimos anos. Do ponto de vista prático, nós observamos o impacto positivo do efeito Levy na curva de juros de longo prazo em janeiro, que estava inclinada negativamente, sugerindo que o mercado acreditava que o Banco Central conseguirá domar a inflação para o centro da meta nos próximos anos. No entanto, o efeito Petrolão e o *downgrade* da Moodys abalaram um pouco deste cenário no curto prazo. Continuamos apostando no cenário Levy no médio e longo prazos.



Dólar: Neutro/Perspectiva de baixa

O colapso no preço do petróleo, a guinada positiva na política econômica e o novo programa de recompra de títulos do BCE mudaram de modo relevante o cenário nos próximos 12 meses a favor do real. Do outro lado, temos o Petrolão e uma menor atuação do Banco Central a favor do dólar. Tudo pesado, nos parece exagerado um dólar acima de R\$2,80 em um horizonte de 6 meses, e acreditamos ser mais provável uma cotação entre R\$2,40 e R\$2,60 na medida em que observarmos o impacto positivo das mudanças na política econômica, em especial na política fiscal. Discordamos do pessimismo exagerado do mercado financeiro, que espera um dólar mais próximo de R\$3,00, o que seria factível com a equipe econômica anterior. Além da postura mais responsável de Levy e cia, fatores mais recentes como a queda do petróleo favorecem o Brasil no curto prazo. Somente o benefício do menor preço do petróleo pode gerar algo como US\$20 bilhões a favor do país em 2015, ou cerca de 22% do déficit de transações correntes em 2014, que foi de US\$91 bilhões. É uma mudança relevante e que não está sendo considerada ou está sendo minimizada pelas projeções da média do mercado. Além disso, observamos que o interesse pelo Brasil por parte das multinacionais continua e é de longo prazo, e podemos ver mais operações como o fechamento de capital da Souza Cruz pela BAT, que trará R\$10 bilhões, ou 5% de todo o Investimento Estrangeiro (FDI) esperado para 2015. É aproveitar o *stress* de curto prazo para ganhar com a volatilidade da moeda.

Imóveis: Neutro/Pessimista

Com um bom atraso, o preço dos imóveis está finalmente acomodando e, no caso de alguns mercados, tendo altas bem abaixo da inflação ou até tendo quedas nominais, segundo o Índice FipeZap. Este o caso de mercados como Brasília (queda de 0,35% em 2014), Curitiba (alta de 2,3%) e Florianópolis (alta de 3,8%). Quando observamos o dado das 20 cidades consideradas (Índice FipeZap Ampliado), tivemos uma alta anualizada em dezembro de apenas 4,0%, contra um IPCA esperado para 2015 de 6,5% ou mais. Outro ponto importante, segundo outra pesquisa do mesmo instituto, o Raio-x Fipe Zap, é que 88% dos potenciais compradores de imóveis acreditam que os preços estão altos ou muito altos. Na nossa opinião, este fato - percepção de preços altos - aliado à alta de juros, às restrições de crédito dos bancos públicos e ao cenário em geral resultará no melhor cenário em uma alta tímida em 2015, e não nos surpreenderíamos com uma variação nominal próxima a zero, com uma maior quantidade de cidades apresentando queda de preços. O fato é que o país cresce abaixo de 2% (PIB anual) há 3 anos, indo para um quarto ano no mesmo ritmo de subcrescimento e o preço dos imóveis não está “conversando” com esta realidade.

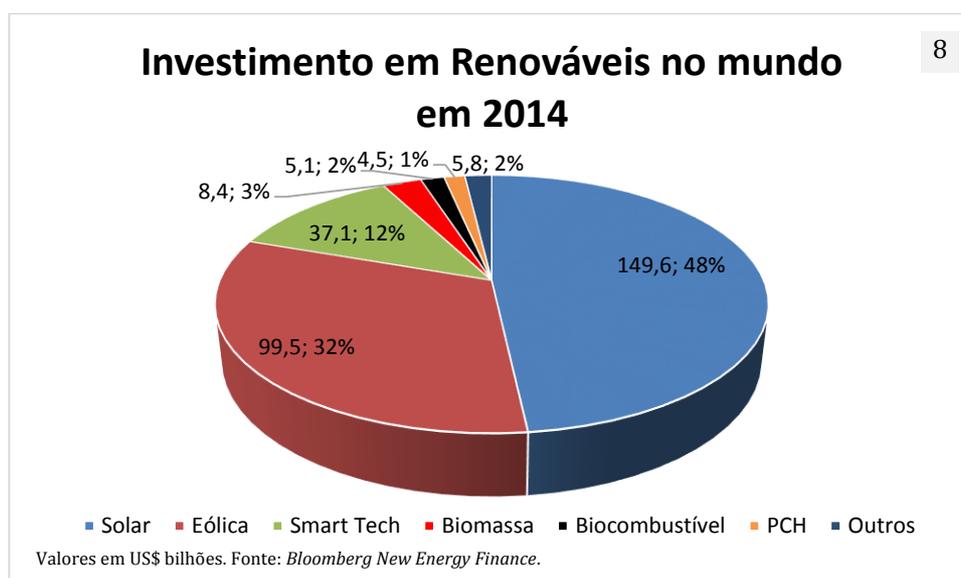
Commodities agrícolas: Neutro

As commodities agrícolas, ao contrário das metálicas e petróleo, tiveram um comportamento de preços melhor que esperado, com recuperação no preço da soja e do milho no final do ano mesmo com fortes produções no mundo e os maiores estoques de passagem em 30 anos segundo o Conselho Internacional de Grãos. No balanço de 2014, a soja caiu 22,5% e o milho caiu apenas 9,5% (preço em dólar com base em dados da indexmundi.com). E nos parece que os preços atingiram um piso. De alguma forma, uma parte disso pode ser explicado pela queda do preço do petróleo, pois a renda disponível aumentará e isto pode permitir um maior consumo de alimentos. Por outro lado, uma parte da produção de grãos é

consumida para produzir energia, como é o caso do etanol (milho e cana) e biodiesel (normalmente soja). Mas mesmo neste caso, a demanda depende muitas vezes mais das políticas públicas de longo prazo, pois a motivação não é redução de custos e sim redução da emissão de gases poluente e da dependência do petróleo.

Commodities metálicas e petróleo: Neutro

Minério de ferro a \$65 por tonelada, petróleo a \$45 por barril. Este parece ser o piso dessas commodities. Para os dois mercados, acreditamos que o ajuste será demorado e que teremos um novo normal de preços menores. US\$80 para o minério de ferro e o mesmo nível para o petróleo a partir de 2017 parece um teto factível. O fato é que, como é colocado na teoria de microeconomia, quando há em um mercado um preço excessivamente alto, há um incentivo para investimento, pois os agentes econômicos (assumindo uma racionalidade) vão querer participar de uma boa taxa de retorno. No caso do minério de ferro, o futuro parece mais claro, com a preponderância das 3 grandes – Vale, Rio Tinto e BHP – e a adição da Fortescue, com participação menos relevante de uma Algo, detentora do projeto Minas-Rio (projeto da MMX vendido em 2008). Neste mercado, há uma clara falta de bons projetos de classe mundial (como gosta de expressar a Vale) e os restantes estão na África, onde a insegurança jurídica é muito grande. No caso do petróleo, o cenário é bem menos óbvio. Só para citar um exemplo doméstico, o Brasil deverá adicionar 2 a 3 milhões de barris nos próximos 10 anos chova ou faça sol. No caso por exemplo de libra, empresas como Shell, Total e Petrobrás pagaram em conjunto US\$10 bilhões para explorar este mega campo que tem potencial para produzir mais de 1 milhão de barris dia. Nos parece que a OPEP perdeu o controle do domínio de mercado, ao manter preços altos por muitos anos. Só para citar outro exemplo, estima-se um excesso de mais de 2 milhões de barris por dia de produção (dentro de um mercado global de 90 milhões/dia) e temos uma Líbia produzindo somente 800 mil barris/dia, quando fazia 2 milhões pré Kadaffi. Ou seja, tem capacidade de mais para consumo de menos. Outro ponto é que com o aquecimento global, o avanço em tecnologias renováveis está ganhando um grande impulso global, totalizando US\$310 bilhões em 2014 (vide gráfico 8), tendo a China inclusive como uma das líderes. Energia via biomassa, eólica e solar estão ganhando cada vez mais espaço no mundo, além de combustíveis como o etanol.



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>.