

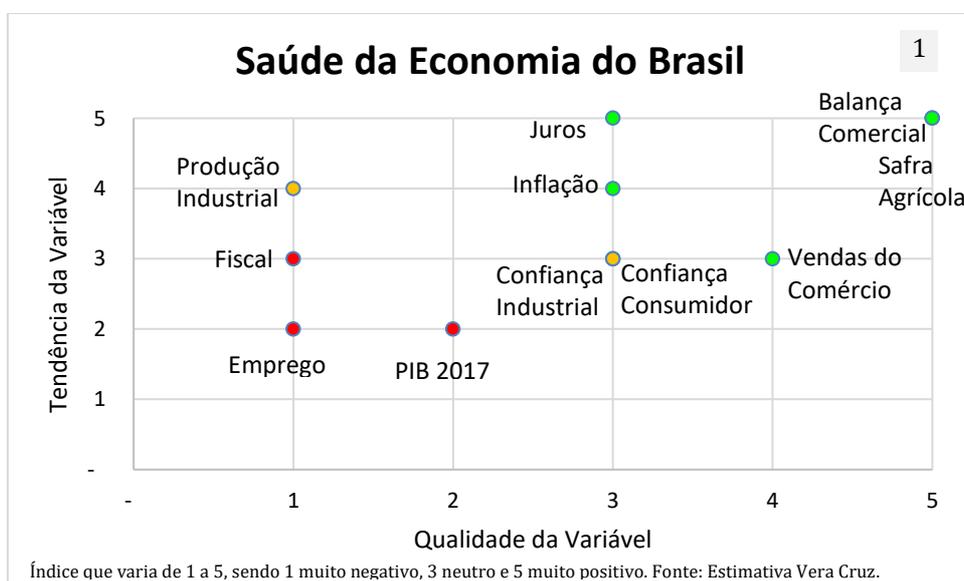
Perspectivas - Março 2017

Cenário Geral: Positivo/Neutro

SELL USA, BUY BRAZIL

A partir de 20 de janeiro de 2017 os Estados Unidos entram em uma fase inédita nos últimos 70 anos. O país tem um novo presidente que, pela primeira vez, é um *outsider*, quase um antipolítico, com discurso bem populista. O Donald Trump se propõe a derrubar o *status quo* da geopolítica global, que em grandes linhas se mantém desde o pós-guerra, com um EUA liderando o mundo democrático e capitalista, tendo grandes laços econômicos e militares com a Europa Ocidental, além de ter uma legislação com pouca burocracia e uma abertura econômica relevante. Os EUA são, em um resumo, um grande shopping center do mundo e sede de mais da metade das grandes corporações globais. Contudo, isto agora está ameaçado por um novo dirigente que choca todos aqueles que tinham nos EUA um exemplo de sistema político e econômico, com equilíbrio, profissionalismo e regras estáveis. Ou seja, em outras palavras, o Porto Seguro (“*Safe Heaven*”) não é mais aquele...

Via de regra, o infortúnio do vizinho não necessariamente é o nosso fortúnio, mas em toda crise há oportunidades. Para o Brasil, que possui uma exposição limitada aos EUA e ainda é um país muito fechado, os próximos anos podem ser positivos e podemos aproveitar a mudança relativa das economias. Enquanto os EUA entram em um período de incertezas, o Brasil caminha para atacar a má gestão de governo e abrir a sua economia, além de mostrar ao mundo que mesmo em uma situação de *stress* o país tem uma estabilidade das instituições que poucas economias no mundo possuem. A PEC do Teto, dentre outras medidas, indica uma queda do peso do governo em relação ao PIB nos próximos 20 anos, quebrando uma tendência ruim que começou na constituição de 1988. Em suma, enquanto os EUA entram em declínio, o Brasil entra em uma fase de progresso. *SELL USA, BUY BRAZIL*.



Check List:

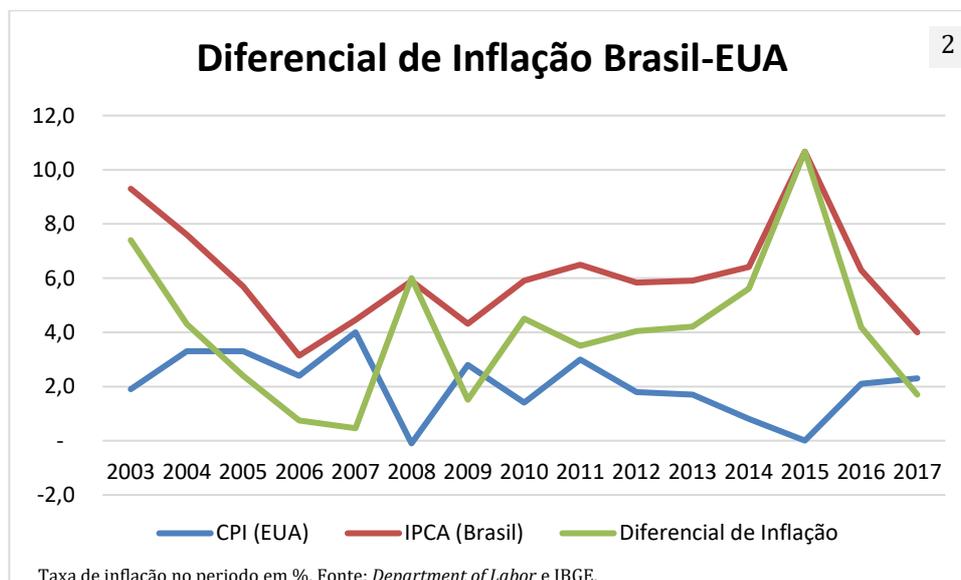
12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

1. **Inflação.** A inflação continua com forte desaceleração e 2017 deverá apresentar a menor inflação em 10 anos. Melhor que o esperado.
2. **Política Monetária do BC.** Corte mais agressivo de 0,75% a partir de janeiro após trajetória positiva da inflação. Melhor que o esperado.
3. **Reformas Estruturais.** O governo enviou uma mini-reforma de leis trabalhistas e agora precisa avançar na aprovação da Reforma da Previdência. Em linha com o esperado.
4. **Fluxo Externo.** Nível de captação de recursos via dívida externa e ações na Bovespa é o melhor em mais de 5 anos. Melhor que o esperado.
5. **Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** Previdência ainda continua em trajetória horrível. Por outro lado, reformas fiscais avançam. Em linha com o esperado.
6. **Governo dos EUA.** O único fato positivo da eleição do Trump é a adição de volatilidade para o mercado financeiro, que pode assim vender mais opções. Ruim como esperado.
7. **Produção Industrial.** Dezembro parece indicar mudança na tendência. Em linha com o esperado.
8. **Exportações de Manufaturados.** Volume em crescimento, com destaque para automóveis. Em linha com o esperado.
9. **Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** Ajuste praticamente completo em 2016. Em linha com o esperado.
10. **Rating (risco de crédito) do Brasil.** A percepção de risco Brasil continua melhorando, e tende a cair mais com valorização de commodities. Melhor que o esperado.
11. **Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Efeito Trump deverá aumentar inflação nos EUA e a taxa de juros. Pior que o esperado.
12. **Evolução da Atividade na China.** A atividade voltou a melhorar no final de 2016 impactando commodities como minério de ferro. Melhor que o esperado.

Perspectiva Mundo: Neutro

EUA: Pessimista

Uma diferença fundamental entre um bom analista e um analista medíocre é, além da capacidade técnica, a ausência de torcida. Como indivíduos, sempre vamos ter alguma inclinação, algum viés nas análises e tomadas de decisão, mas isso não pode ser 90% de “feeling” e torcida. No caso de muita gente do mercado financeiro, houve este fácil caminho do autoengano, onde a maioria torceu para o novo presidente dos EUA chegar na sua posse e dizer que era tudo “brincadeirinha”, fazendo uma espécie de reprise do governo Dilma 2, só que em inglês... Na realidade, estamos diante de uma versão anglo-saxã do governo Dilma 1, com uma nova matriz econômica. E como a economia americana está em boas condições – baixo desemprego, endividamento mais acomodado das famílias, corporações com um excesso histórico de caixa – então há um risco desse governo permanecer por muitos e muitos anos se a grande maioria da população assim o quiser. Do mesmo modo que os mais instruídos no Brasil se indignavam com discursos de outros ex-presidentes populistas no país, definitivamente não é para nós que o Trump está falando ou atuando.



Na medida em que o novo governo coloca em prática medidas expansionistas e protecionistas em uma economia que já está com baixo índice de desemprego, há um risco crescente de alta na inflação, ao contrário do Brasil, que está na trajetória mais positiva de inflação em pelo menos 10 anos, com risco até de ter a menor inflação do Plano Real (vide gráfico 2).

Europa: Neutro/Otimista

Apesar de todos os ruídos nos últimos meses com a saída do Reino Unido da União Europeia, o continente começou 2017 com o pé direito, atingindo o mais alto nível de PMI (indicador antecedente de atividade) em 69 meses, ou seja, desde 2011! Ao analisar os países pelo mesmo indicador, os

destaques positivos são Alemanha, Áustria, Espanha e França. Do lado negativo temos a Grécia, grande destaque neste quesito e única economia a apresentar contração de atividade manufatureira. Com isso, o crescimento do continente deve se aproximar de 2,0% em 2017, o que é um nível saudável para economias desenvolvidas, apesar de não ser motivo para estourar champanhe.

Mas pelo menos os países que foram problema há alguns anos continuam melhorando, com exceção mais uma vez da Grécia. O destaque positivo entre os PIIGS (Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain) é a Espanha, que apesar de estar numa situação política conturbada, com quatro partidos sem um claro poder no Congresso, tem tido melhoras relevantes. A Irlanda também está em ótima situação, mas é uma economia menor. A Itália, por sua vez, ainda inspira cuidados, pois continua com baixo crescimento e um sistema financeiro com vários bancos quebrados, com destaque para o Monte dei Pasqui, o banco mais antigo do mundo ainda em funcionamento. Segundo a Bloomberg e a PwC, cerca de 35% do total de empréstimos do banco estão estressados, ou seja, atrasados e deveriam ser provisionados. Um banco com mais de 10% de empréstimos problemáticos já estaria em uma situação desconfortável.

Enquanto isso, os dois grandes pilares da União Europeia, Alemanha e França, estão em boa situação, embora tenham um ano de prova com eleições do Congresso. Na França tudo indica que alguém irá para o segundo turno com Marie Le Pen e ganhará. Na Alemanha a até então imbatível Merkel pode perder para Martin Schulz, do partido socialista. Ou seja, mesmo se houver mudança não será para um partido de direita anti União Europeia. O principal ponto de preocupação é a Grécia, da qual teremos notícias em breve, com uma nova renegociação de dívida. Mas isto é assunto para os próximos capítulos...

China: Pessimista



Enquanto a China apresentou no início de 2017 um alto índice de PMI, que é o indicador antecedente mais utilizado para a atividade industrial, outras variáveis continuam preocupantes. O grande canal de indicação de possível febre no país é, assim como tradicionalmente se observa em outros países emergentes, o câmbio e as reservas cambiais. O que temos observado em relação ao câmbio é uma depreciação sem precedentes, da ordem de 6,5% em 2016, além da queda contínua das reservas, que

atingiram o menor patamar em 6 anos em janeiro de 2017, abaixo de R\$3 trilhões, conforme observamos no gráfico 3.

De acordo com alguns analistas, o povo chinês está tentando se proteger da inflação ou da desvalorização da moeda, seja comprando empresas no exterior – movimento este que atingiu máxima histórica em 2016, com implicações inclusive para o Brasil – seja comprando outros ativos como bitcoins e commodities. Muitos especulam, por exemplo, que a principal razão de preços tão altos do minério de ferro é uma grande especulação por parte de milhões de investidores chineses que gostam de arriscar suas poupanças em investimentos nos quais muitas vezes não têm a menor ideia do risco.

América Latina: Otimista

Com exceção do México, que realmente vai viver um dos piores anos em muitas décadas, boa parte da América Latina terá um 2017 de redenção. São inúmeros os motivos: recuperação das diversas economias após ajustes fiscais promovidos por novos governantes mais responsáveis, clima favorável que deverá propiciar a maior colheita de grãos da história e, principalmente, a recuperação nos preços das commodities metálicas e petróleo, que possuem um impacto relevante para Brasil, Chile, Colômbia e Peru. Em praticamente todas as economias isto significa um grande saldo positivo da balança comercial, o que significa um menor risco cambial de todos os países, além da atração de capital estrangeiro. Com maior fluxo de entrada de dólares, as moedas locais tendem a se fortalecer, o que por sua vez reduz à inflação, permitindo maior queda dos juros. Enfim, o ciclo positivo e de expansão das economias está dado, com diferentes intensidades que refletem as situações locais.

Para o Brasil as condições econômicas melhores do que há 3 meses só reforçam a chance única do país de ampliar as exportações de manufaturados para os países vizinhos, aproveitando a ampla capacidade ociosa da indústria local. O alinhamento dos diferentes governos, conforme já colocamos em outros relatórios, também está colocando em prática uma agenda que busca a maior integração, com destaque para um acordo entre o Mercosul e a Aliança do Pacífico.

Evolução do Dólar versus Moedas da América do Sul

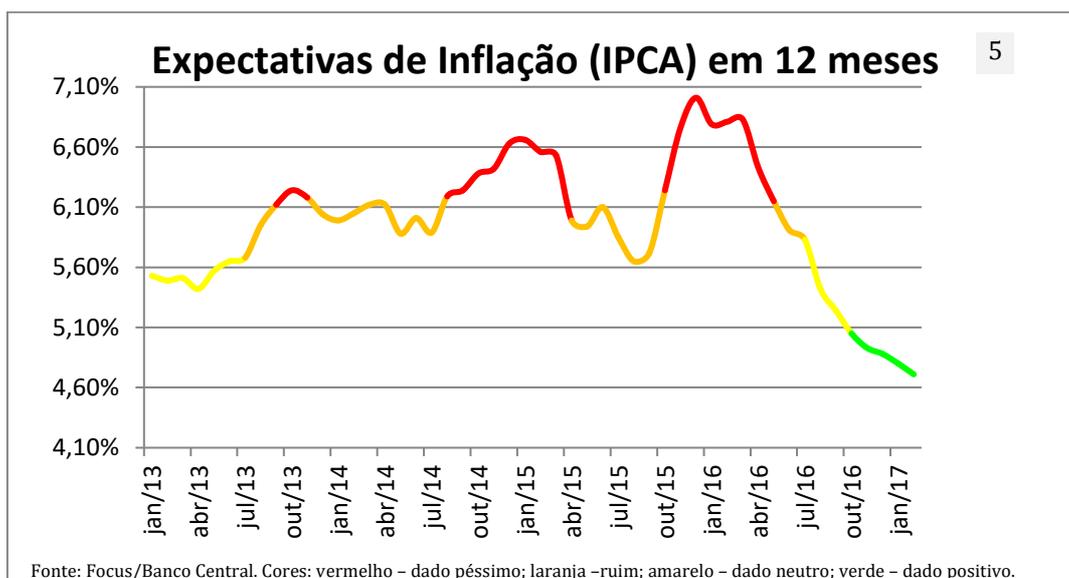
4



Varição da cotação do dólar contra a moeda local (queda significa valorização da moeda local). Data de início: 15/02/2016. De baixo para cima: Real, Peso da Colômbia, Peso do Chile, Sol do Peru e Peso da Argentina. Fonte: Bloomberg.com

Perspectiva Brasil: Otimista

A economia é como um transatlântico gigante. E quando se pega um cruzeiro, umas das instruções é que se alguém cair no mar o comandante vai demandar que a Capitania dos Portos mande alguém para o salvamento, ou seja, o navio não vai conseguir pegar de volta o passageiro. Isto acontece por vários motivos, sendo o principal que se o navio desligar seus motores só pararia dezenas de quilômetros após. Assim é a nossa economia: muitas vezes os indicadores demoram a responder, mas quando respondem já estão em ritmo de cruzeiro. É o caso que vislumbramos na inflação, que tem um grande risco de despencar ao longo de 2017 e provavelmente se manter em um nível deprimido em 2018 (abaixo de 4%), abrindo uma oportunidade ímpar para a redução da indexação da economia, que é uma das grandes chagas tipicamente brasileiras. Nós estamos sendo repetitivos nisso, mas é um ponto importante. Falar de neve no Canadá é completamente diferente de falar de neve no Brasil. E taxa de inflação ao consumidor mais próxima de 3% no país é como falar que a neve é o novo normal. No caso do Canadá, tanto a neve como uma inflação civilizada são normais (inclusive lá a taxa tem ficado abaixo de 2%).



Outro pilar que pode ser finalmente quebrado e é tipicamente brasileiro, é a taxa de juros absurda que o governo paga, tanto do ponto de vista nominal, como do ponto de vista real (descontando a inflação). Se considerarmos uma inflação de 4% para 2017, a taxa de juros real projetada é de 8,6%, contra uma taxa real de no máximo 1% na grande maioria dos países desenvolvidos ou grandes economias emergentes. Este é um custo Brasil na veia. Por isto comemoramos quando o BNDES reduz em 35% os seus empréstimos. Temos que reduzir de vez as distorções na economia, que normalmente só servem para fazer um Hobin Hood às avessas, estimulando uma concorrência desleal (para os amigos tudo, para os inimigos a lei) e a corrupção. O caso de um grande empresário que pegou voo internacional na classe Business para ganhar estadia em prisão comum, retrata bem o que estamos colocando. Para finalmente chegarmos a patamares decentes de juros – leia-se uma SELIC abaixo de 5% - precisaremos de uma inflação estrutural de 3% e um peso dos empréstimos direcionados de no máximo 20%, considerando como recursos direcionados aqueles do BNDES e linhas agrícolas, excluindo o crédito imobiliário.

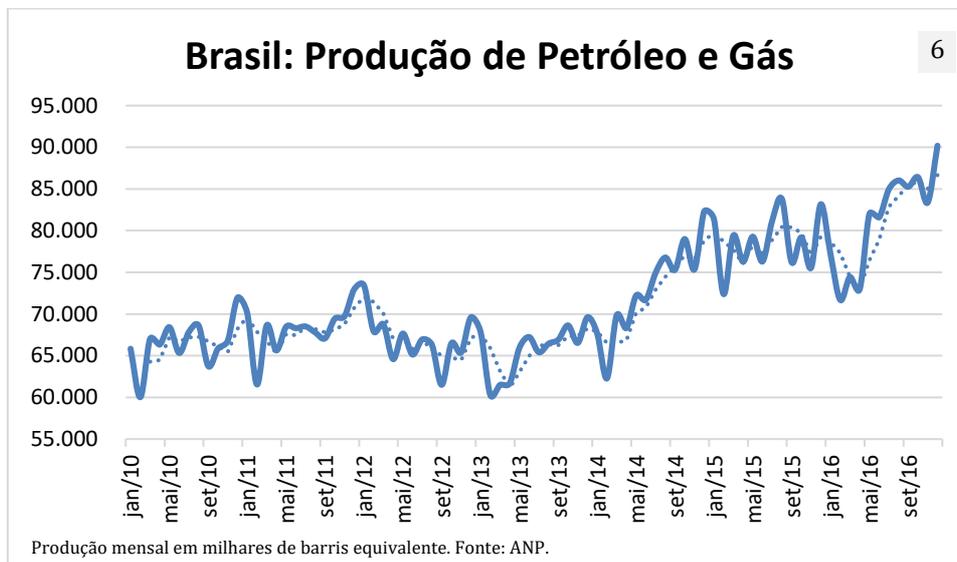
Mesmo neste caso, vamos ter que evoluir para as soluções de mercado de longo prazo, como um maior crescimento de CRIs, Fundos Imobiliários e o desenvolvimento das Letras Imobiliárias Garantidas (LIG), que deverão ser regulamentadas até o final do primeiro semestre de 2017.

Um ponto relevante é que diante do atual cenário global e local, agora voltamos a controlar o nosso destino. O mundo deverá ter o maior crescimento dos últimos anos, algo como 3,6% segundo o FMI e os preços das commodities voltaram a subir, dando uma tranquilidade adicional ao fluxo externo. É só o governo não fazer besteira e continuar pressionando o Congresso e os governos estaduais para fazer as Reformas, sendo a da Previdência Privada e Pública a urgência 1,2 e3. Estamos literalmente pagando 20-30% mais caro em um produto ou serviço para bancar a aposentadoria do vizinho! É ridículo. É um país de aposentados aos 45-50 anos... Não é à toa que produtividade da economia é péssima. Quando o indivíduo está no ápice da sua capacidade com uma boa disposição física, uma boa formação educacional e uma experiência de trabalho relevante, ele para de trabalhar ou passa a trabalhar de modo subutilizado.

Atividade: Otimista

Quando falamos de atividade no Brasil, temos dois mundos completamente distintos: a maior parte da economia, voltada para a demanda doméstica, e a parte da economia ligada a setores globais. No primeiro caso, os setores domésticos continuam sofrendo muito e procurando atingir o fundo do poço, mas em um nível deprimido de produção e vendas. A ociosidade acima de 20% não é só restrita aos setores automotivo, de autopeças e construção em geral. Nestes setores a expectativa é de uma melhora gradual ao longo de 2017, mas com níveis ainda muito frágeis. Para as empresas dos setores ligados à economia doméstica e que estão estressadas financeiramente, não há a expectativa de um cavaleiro no cavalo branco para salvar o dia... É sobreviver mais alguns trimestres até poder “chegar à praia”.

Já a outra parte da economia, voltada para setores globais, está com dinâmica completamente diferente. No minério de ferro, temos o início de produção do S11D em Carajás, com uma adição de 20% na capacidade do Brasil; na celulose teremos a entrada do projeto Horizonte II no quarto trimestre, com uma adição de 10% na capacidade do país. Outro setor que é enorme e também está no pico histórico é, pasmem, o de petróleo. Em dezembro de 2016 o Brasil atingiu a maior produção da história, com 3,4 milhões de barris equivalentes (considerando a produção de petróleo e de gás natural) conforme o gráfico 6. A produção apresentou crescimento de 8,4% na comparação contra o mesmo mês de 2016, adicionando quase 300.000 barris/dia. Para se ter uma ideia, o Brasil foi o país fora da OPEP que mais adicionou produção neste período. E isto tudo considerando todo o cenário de caos financeiro e operacional deixado por Dilma e Cia... Então este é um setor que definitivamente já cruzou o Cabo da Boa Esperança e agora é hora de “comprar” Macaé... A próxima perna do ciclo no setor vai ser o aumento de gastos com exploração, que devem vir em mais de 50% de empresas privadas, que atualmente possuem apenas 21% da produção do Brasil. Estamos inclusive observando um impacto importante no aumento das exportações de petróleo em 2017. Este setor deve dar uma contribuição importante para o PIB e talvez o IBGE não tenha capturado devidamente esta atividade nos últimos meses.



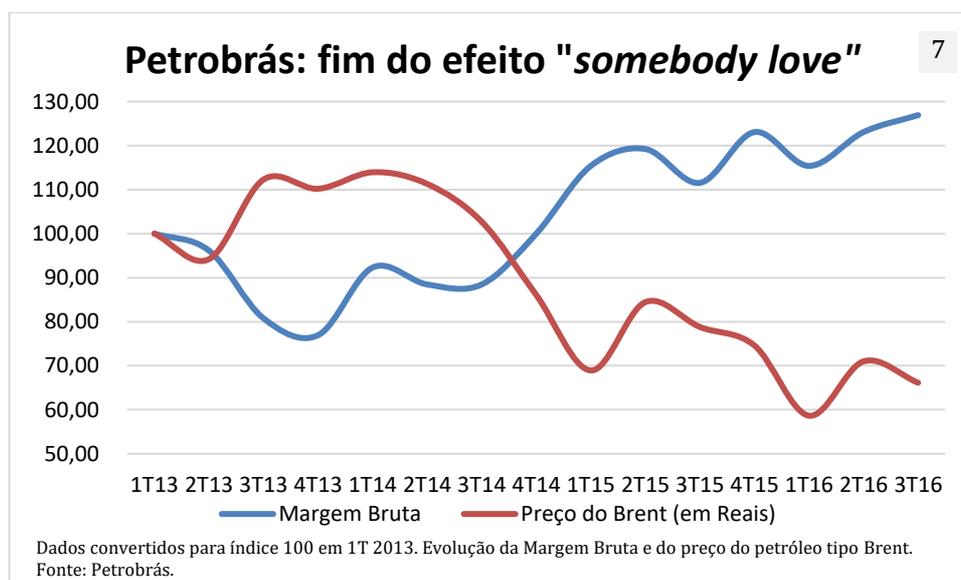
Mas a grande estrela de 2017 é setor de agro. O Brasil deverá colher a maior safra de grãos da sua história, com volume superior a 225 milhões de toneladas e um crescimento superior a 20% sobre 2016, que teve um problema climático. Mesmo ao comparar com a produção de 2015, teremos um crescimento de 7%. Este ano está sendo perfeito, com a maior produção da história em quase todas as culturas, com exceção do trigo e café, puxado não pelo crescimento da área plantada, mas sim pela forte alta da produtividade. A primeira colheita, que é muito forte na soja, já está sendo colhida desde o final de janeiro em regiões como o Oeste do Paraná e o Mato Grosso. Na segunda safra, o destaque será o milho. O tempo ajudou, o custo do plantio foi excelente, com preços de fertilizantes nas mínimas em 5 anos, e o frete está cerca de 20% abaixo de 2016 dado o excesso de caminhões no mercado brasileiro, cortesia da tia Dilma... Até os portos, que outrora seriam motivo de grande preocupação, devem ter um bom desempenho. O corredor do Norte começa a se consolidar, atraindo a produção de Mato Grosso, Goiás e MAPITOBA, que é escoada pelos portos de Itaquí, Barcarena, Porto do Conde etc. No total, quase 20% dos grãos do país devem ser escoados pelo Arco Norte.

Com o recorde de grãos, os preços dos alimentos devem apresentar queda relevante ante 2016 e os produtores de frango e suínos comemoram. Com menores custos, os preços das carnes devem cair, estimulando um maior consumo, além de ampliar a competitividade do Brasil, que deve ganhar mais *market share* no mercado internacional. Do outro lado, a economia doméstica das regiões produtoras deve apresentar expansões consideráveis, irrigados pelo grande volume de recursos dos milhões de produtores. Provavelmente vamos observar um crescimento das vendas do comércio no Mato Grosso acima de 10% a partir de abril, enquanto estados como o Rio de Janeiro continuarão com vendas estagnadas. O governo tem aqui uma oportunidade de tirar um pouco mais as rodinhas do setor, reduzindo os subsídios que historicamente oferece ao segmento, seja via a previdência rural, seja via linhas de crédito em condições diferenciadas.

Governo: Otimista

Após as grandes emoções de 2016, 2017 deve ter (nós e o mercado financeiro torcemos) um script mais previsível, se é que isto é possível após as delações da Odebrecht e possíveis *recalls* (complementos das delações) da Camargo Correia e outras empreiteiras. Temos pela frente os seguintes pontos relevantes: 1) Reforma da Previdência no setor privado; 2) Reforma da Previdência no Governo Federal; 3) Reforma da Previdência nos Estados e Municípios; 4) Mini-reforma trabalhista; 5) Novas concessões do Governo Federal; 6) Novas Concessões dos Estados; 7) Privatizações de Estatais Estaduais; 8) Venda de ativos em Estatais Federais; 9) Novos programas de demissão em Estatais Federais.

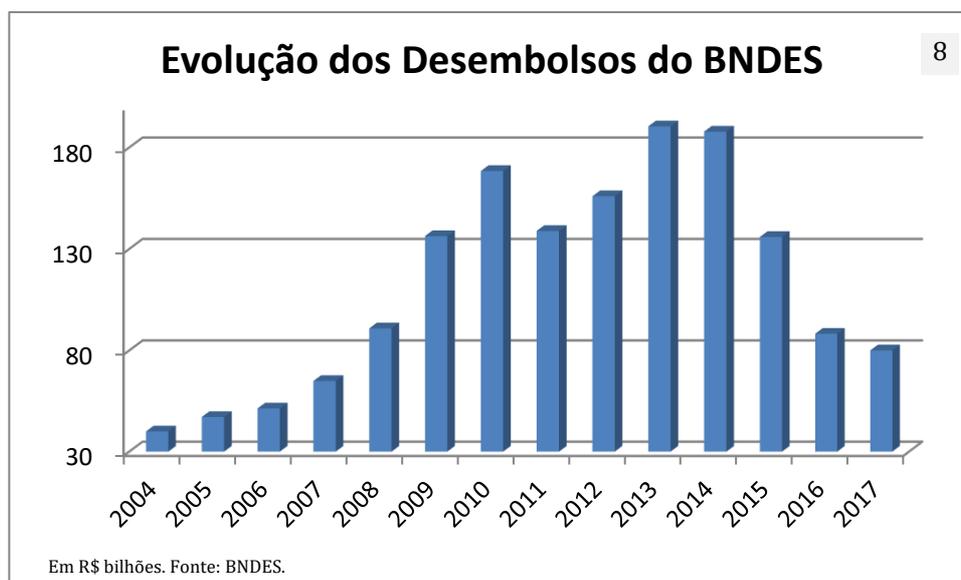
Praticamente todas as medidas apontam para um estado menor, com menos despesas fixas e uma conta que será paga por aposentados, funcionários públicos e funcionários de empresas de economia mista. E já estamos observando várias revoltas dos outrora beneficiados, como ficou claro no estado do Rio de Janeiro, que é a entidade em maior estado de calamidade. A situação é tão grave que ela já é auto resolvida. Ou se aumenta a contribuição da previdência de 11% para 20% do salário, ou se paga 7 meses de salário em 2017. O ajuste vem de um lado ou de outro, não adianta espernear. O lado bom da crise é que o estado deverá vender a Cedae e certamente a população do Rio vai agradecer, pois sem dúvida haverá um salto na eficiência do serviço.



Um ajuste muito relevante e que tem sido diluído em termos de informações, são os programas de demissão e de reduções de estruturas das estatais. Somente em nível federal, temos a Petrobrás com redução de mais de 10.000 funcionários diretos (além de dezenas de milhares de prestadores de serviço), a Eletrobrás cortando 11.000 empregados (cerca de 50% do total!), os Correios reduzindo 8.000 funcionários, a Caixa demitindo 10.000 trabalhadores e o Banco do Brasil cerca de 15.000 pessoas. Temos também outras estatais/autarquias menores, como o BNDES, a Infraero e empresas estaduais como o Banrisul. Ao todo, estamos falando de um ajuste de custos de pelo menos R\$30 bilhões/ano, ou um ganho de 1% do PIB. Não se trata apenas de redução de custos, mas de ganhos concretos na produtividade e eficiência da economia. No caso dos Correios, se em vez de 5 agências em uma mesma região termos 2, o processo de coleta de cartas será muito mais eficiente e a pressão para

os trabalhadores serem mais eficientes também aumentará. Então é possível que com menos pessoas se tenha um melhor resultado, como já observamos na Petrobras, que apresenta um crescimento superior a 10% na produção de petróleo apesar da estrutura mais enxuta. O gráfico 7 destaca bem que a empresa conseguiu ao longo dos últimos três anos aumentar em 27% a sua margem (em percentual da receita líquida) apesar do preço do petróleo em reais ter caído 34%. É o fim do efeito “*somebody love*” do grupo do pai dos pobres...

Investimento: Neutro/Otimista



Os empréstimos do BNDES vieram ainda mais fracos que o esperado, atingindo “apenas” R\$88 bilhões, o que praticamente devolveu 80% da farrá dos governos do PT. Considerando o nível de aprovações, que está rodando abaixo de R\$80 bilhões, é provável que em 2017 observemos mais uma leve redução. Provavelmente, este ritmo de R\$70 a R\$90 bilhões será o novo normal, bem abaixo dos quase R\$200 bilhões de 2013-2014. A grande pergunta é, de onde virão os recursos para bancar os investimentos em 2017, já que o bolsa empresário continuará murchando? Felizmente, teremos dois grandes canais, os dois muito ligados a investidores estrangeiros. O primeiro é o de captações de dívida em dólar, que começaram 2017 no ritmo mais acelerado em pelo menos 5 anos. É possível que até abril o país possa superar todo o ano de 2016! Em um primeiro momento estamos falando apenas de grandes corporações, como Petrobrás, Fibria e Embraer, mas é possível que até os bancos voltem a utilizar este canal para emprestar um pouco às empresas de menor porte. Outro canal muito relevante, que terá um impacto mais espalhado, é a captação via emissão de ações. Também nesta área, estamos observando o melhor início de ano em pelo menos 5 anos. Não só com a volta de novas aberturas de capital, mas com a captação de empresas já listadas, como a CCR, que mencionamos no tema de Bolsa.

Um setor que deve liderar a recuperação dos investimentos é o de agro, na esteira da maior safra da história. As vendas de máquinas agrícolas estão quase dobrando desde dezembro e é provável que continuem neste ritmo ao longo de 2017. E os investimentos em logística, especialmente o Arco Norte, devem continuar para dar vazão ao crescimento da quantidade exportada. Também há grande expectativa com a renovação de concessões já existentes, com destaque para a Rumo, responsável pela

malha ferroviária que liga o Centro Oeste ao Porto de Santos. O investimento a ser realizado é de R\$4,7 bilhões, com meta de duplicação da capacidade de transporte e aumento de 44% na velocidade média. Seria um claro ganho de produtividade para o Brasil em um corredor logístico estratégico.

Um evento importante para também alavancar investimentos é a concessão de rodovias em São Paulo. Pode ser que tenhamos a disputa de dezenas de novos investidores estrangeiros, estimulando um aumento da concorrência, além de atrair mais capital estrangeiro para um setor que em princípio dispõe de pouco investimento do exterior dado as características que em parte observamos nas investigações da Lava Jato. Tem um potencial para ser um sopro de novo ar na infraestrutura do país. E uma das razões para a entrada de investidores estrangeiros é simples: todos os documentos foram traduzidos para o inglês.

Setor Externo: Otimista

Exportações do Brasil - Produtos Selecionados ⁹

Produto	jan/16	jan/17	Variação
Soja (mil ton.)	394	912	131%
Milho (mil ton.)	222	66	-70%
Frango (mil ton.)	286	325	14%
Carne bovina (mil ton.)	78	87	12%
Petróleo bruto (mil ton.)	3.923	5.566	42%
Minério de Ferro (mil ton.)	25.037	28.915	15%
Celulose (mil ton.)	1.002	1.482	48%
Automóveis (mil unid.)	22	37	66%
Laminados Planos (mil ton.)	236	284	20%
Óleos Combustíveis (mil ton.)	279	516	85%

Dados em quantidade: em mil toneladas ou mil unidades. Fonte Anfavea e MDIC.

Janeiro de 2017 foi finalmente o primeiro mês de crescimento das exportações do Brasil em quantidade. Um dos motivos que contribuíram foi o fato deste mês ter tido 2 dias úteis a mais em relação a 2016. Mas mesmo descontando este efeito (é só reduzir em 10% o crescimento nominal), ainda assim observamos um desempenho muito positivo em todas as classes de produtos, de básicos a manufaturados. Dos principais itens, apenas café e milho tiveram quedas relevantes por restrição de oferta, ou seja, se tivéssemos disponibilidade certamente estaríamos vendendo mais. No caso do milho, é muito provável que as exportações totais de 2017 serão as maiores da história, pois o mercado já projeta uma produção acima de 100 milhões de toneladas, com crescimento de quase 50% sobre 2016.

Se por um lado as exportações estão com grande crescimento, tanto em preço como em quantidade, as importações também voltaram a reagir e devem apresentar crescimento de 2 dígitos ao longo de 2017. Mas acreditamos que as exportações deverão crescer acima das importações e ampliar o saldo comercial para algo próximo a US\$55 bilhões, um crescimento de quase 15%. Vale ressaltar que o Brasil está há quase 2 anos com queda de transações comerciais, então é um alívio este forte retorno ao crescimento, que tende a contaminar positivamente a economia como um todo.

Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Otimista

O início de ano tem sido o melhor em pelo menos 5 anos para a Bovespa quando observamos o volume das operações de abertura de capital e ofertas de ações de empresas já listadas. O destaque de 2017 é até o momento a oferta da CCR, que captou mais de R\$4 bilhões com vistas às concessões de aeroportos, rodovias estaduais de São Paulo, linhas de metrô de São Paulo e possível renovação antecipada de concessões como a Dutra. Dentro das operações que são ventiladas no mercado, será difícil ter uma superior a este volume pelo menos este ano, pois as maiores esperadas são a XP e o Carrefour Brasil, que devem girar entre R\$3 e R\$4 bilhões. Somente uma eventual oferta da BR Distribuidora, que em princípio está em busca de um sócio estratégico, ultrapassaria os R\$4 bilhões.

A queda mais agressiva da taxa de juros deverá estimular ainda mais o fluxo para a bolsa e assim pode ser superado o número que esperamos, de até R\$30 bilhões. Em algumas ofertas do início do ano observamos um fator surpreendente, como na Hermes Pardini, que teve 80% da sua demanda advinda de investidores locais, quando o histórico dos últimos 10 anos é cerca de 60% das ofertas para investidores estrangeiros. Pode ser que tenhamos daqui para a frente uma maior competição pelos ativos entre estrangeiros e locais, e o mercado tem muito a ganhar com isso.

Bovespa: Valor de Mercado das Cias Abertas 10		
Empresa	Valor de Mercado	% do Total
AMBEV S/A	270.343	10%
ITAUUNIBANCO (N1)	228.065	9%
PETROBRAS	204.636	8%
BRDESCO (N1)	180.048	7%
VALE (N1)	165.458	6%
SANTANDER BR	119.372	5%
BANCO DO BRASIL (NM)	89.143	3%
TELEF BRASIL	74.071	3%
ITAUSA (N1)	67.524	3%
CIELO (NM)	59.974	2%
10 Maiores	1.458.633	56%
Demais	1.163.852	44%
Bovespa (349 empresas)	2.622.485	100%

Dados de 31/jan/2016. Valores em R\$ milhões. Fonte: BM&F Bovespa.

Após a alta da cotação das ações das grandes empresas (algumas em destaque na tabela 10), acreditamos que o grande espaço para ganhos virá das empresas de segunda e terceira linha, muitas das quais foram penalizadas pelos investidores nos últimos 3 anos. Nas grandes empresas (*“large caps”*), um dos únicos ativos que está se comportando de modo agressivo e com razão é a Vale, que está no melhor dos mundos: um preço inimaginável tendo o maior projeto do mundo à disposição.

Também observamos que há um movimento crescente de empresas médias já listadas com vistas a alavancar seu crescimento com novas ofertas de ações e aplicar os recursos em aquisições ou investimentos. Observamos isto por exemplo na Linx, que realizou captação de recursos em setembro de 2016 e já adquiriu um ativo um mês depois, e estamos observando na Profarma, que adquiriu a Rosário em setembro de 2016 e que está realizando operação de captação privada em fevereiro de 2017. Como o cenário ainda é de terra arrasada para quem não tem porte nem um bom balanço, o cenário está convidativo para as empresas listadas na Bovespa e com boa situação financeira e de gestão aproveitarem para ampliar a sua consolidação de mercado. E acreditamos ser um ganha-ganha, pois o mercado é claramente do comprador, ou seja, é possível comprar muitos ativos a múltiplos baratos, transformando R\$1,00 do investidor em R\$1,50-2,00 ou até mais...

Juros: Otimista

Com a inflação sendo um “massacre” no bom sentido, o Banco Central foi obrigado a acelerar o ritmo da queda da taxa de juros para 0,75% por reunião, que por sua vez acontece a cada 40 dias. Com esta mudança, se há 3 meses acreditávamos em uma taxa SELIC de 9% no final do ano, agora nos parece que 8,00% é a nova meta. Menos que isso talvez seja agressivo, mesmo se a inflação colapsar. Mais quedas deverão ser observadas em 2018, quando a taxa SELIC deverá atingir 7%.

O boletim Focus de 13 de fevereiro foi um marco histórico (positivo) para o Banco Central, pois foi a primeira vez em muitos anos que o mercado financeiro passou a projetar uma inflação abaixo da meta de 4,5% para um ano corrente. E o risco é de continuar caindo bem. A supersafra do Brasil deve fazer de 2017 o ano com menor inflação de alimentos talvez do plano Real. Com exceção da safra de trigo e do café, praticamente todos os outros produtos terão a maior produção da história: soja, milho, arroz, sorgo, maçã. Aliado a isto, o ciclo do boi está entrando em baixa, após 3 anos de recuperação do plantel estimulado por preços altos.

Dólar: Neutro/Otimista

Do Perspectivas de Dezembro, quando traçamos a banda de R\$3,00 a R\$3,30 para o atual momento, as condições a favor do Real só melhoraram. A expectativa de inflação despencou, o país vai colher a maior safra da história e os preços das commodities que o Brasil exporta estão favoráveis, com destaque para o minério de ferro. Além disso, as primeiras ofertas de ações na bolsa estão sendo bem-sucedidas e isto vai criar um círculo virtuoso de atração do capital estrangeiro. Do outro lado, o Banco Central provavelmente vai zerar a sua posição vendida de quase US\$30 bilhões até setembro de 2017 a se manter o ambiente favorável e uma cotação mais próxima de R\$3,00. É um volume razoável, mas que pode ser bem absorvido em um cenário positivo como o que está sendo traçado. É provável também que muitas empresas aproveitem para reduzir as suas dívidas, e um caso claro é a Vale, que deve utilizar os bilhões a mais de 2017 para pagar seus vencimentos mais curtos e assim atingir sua meta de desalavancagem. O mesmo raciocínio de redução da dívida em dólar vale para a Petrobrás, CSN e exportadoras de celulose. Podemos até voltar a observar empresas brasileiras comprando ativos no exterior, especialmente na América Latina. E são empresas novas, como a SEB, empresa de educação que adquiriu e vai desenvolver a Maple Bear na região, e a Lojas Renner, que começa a “colocar um pé” no Uruguai.

M&A: Otimista

Estamos bastante otimistas com as operações de M&A ao longo de 2017. Vários setores estão ativos, com negócios de vários tamanhos. Podemos destacar 3 setores onde tudo caminha para um número recorde de operações: TI, saúde e educação. Somente o setor de saúde está mais que dobrando o número de participantes listados na bolsa, com Alliar, Hermes Pardini e as prováveis operações da Intermédica e Hapvida, além de possíveis operações de Rede D'or, Sabin, Omint... São operações onde a captação de recursos é naturalmente utilizada para mais operações de M&A.

Outro ponto relevante é que a mudança de governo e as reformas estruturais estão passando a investidores de longo prazo uma maior tranquilidade para assumir riscos. E ativos à venda é o que não falta e continuarão a serem disponibilizados, pois as empresas estressadas com crédito e falta de liquidez deverão continuar pressionadas, tendo na venda de ativos a única alternativa.

Monitor de M&A e Ofertas de Ações						11
Adquirente	Empresa	Setor	Valor da Transação	% do Total	Tipo de Operação	
Investidores	CCR	Infraestrutura	4.071	13%	Follow On	
CTG	Geração Paranapanema	Utilities	3.100	100%	Aquisição	
Heineken	Brasil Kirin Holding S.A.	Bebidas	2.200	100%	Aquisição	
Alpek	Cia Int. Têxtil de PE	Petróleo	1.271	100%	Aquisição	
Elis	Lavebras	Serviços	1.230	100%	Aquisição	
Aon	Admix	Serviços	1.200	100%	Aquisição	
Investidores	Hermes Pardini	Saúde	878	36%	IPO	
AES Tietê	Comp.Eólico Alto Sertão	Utilities	650	100%	Aquisição	
Investidores	Movida	Loc. Autos	645	38%	IPO	
DASA	Salomão Zoppi	Saúde	600	100%	Aquisição	

Operações de destaque de dez/16 a fev/17. Valores em R\$ milhões. Fonte: CVM, Empresas, Valor Econômico, diversos.

Crédito Privado: Neutro

O mercado de crédito dá os primeiros sinais de que deve parar de piorar. A queda mais agressiva dos juros, o aumento do fluxo para fundos e bolsa, o salto na agricultura, todos são ingredientes que levam este mecanismo a sair do *standstill* e começar a crescer empréstimos de modo seletivo. Provavelmente, vamos observar em 2017 um Brasil na média voltando a crescer crédito, só que com uma parte do país no freezer, como o Rio de Janeiro, e outro no forno, como Mato Grosso e Oeste do Paraná. Se fosse possível vender Rio de Janeiro e comprar Mato Grosso, seria uma das arbitragens mais vencedoras de todos os tempos!

No geral, o volume de crédito deve voltar a crescer até 5%, puxado pelo crédito livre (sem regulamentação ou subsídios do governo) e pelo crescimento do setor privado, com destaque para novos entrantes, como as cooperativas, *fintechs* como o Nubank e novos players como a Crefisa, que

recentemente adquiriu um banco e tem espaço para ganhar mais mercado. Em relação às cooperativas, vale ressaltar que vêm crescendo a dois dígitos nos últimos anos, inclusive em 2016. A Sicredi, uma das empresas do setor, cresceu 21% em 2015 e 11% anual em junho de 2016, último dado disponível.

Commodities Agrícolas: Pessimista/Neutro

2017 tem tudo para ser um ano de ouro para quase a totalidade do setor agro no Brasil, tanto nas várias culturas como nas diversas regiões geográficas. Com exceção do semiárido do Nordeste e de parte do litoral do Nordeste, que sofrem com a seca mas são pouco relevantes, todo o resto do país deve apresentar na média as melhores produtividades da história e a produção de grãos, em particular, deve crescer mais de 20%. Como trabalhamos com uma relação de oferta e demanda para determinar o preço, é muito provável que quase todos os produtos agrícolas sofram pressão de queda nos próximos meses, especialmente a partir de abril. Adicionalmente, há um grande risco que se aproxima, que é o fato de que muitos produtores ainda não travaram a maior parte da sua produção e há um risco de faltar silo para guardar os grãos. Ou seja, ou vende a produção ou vende a produção... Como os grãos devem cair, os custos para a produção de frango e suínos também cairão por tabela, estimulando a redução dos seus preços, que por sua vez devem pressionar para baixo os preços da carne bovina.

Commodities Metálicas/Petróleo: Pessimista/Neutro

Quanto vale um ativo? No limite, vale o quanto estão dispostos a pagar... O minério de ferro acima de US\$80 parece uma insanidade, mas se o chinês insiste em pagar quem é uma Vale para discordar.... A mudança no mercado de julho até o início de fevereiro é avassaladora e está atropelando 10 entre 10 analistas. Alguns indicadores, como o PMI da China, indicam que a economia voltou a se aquecer e várias outras commodities também estão em com preços mais altos. Porém, um dos grandes responsáveis pela alta do minério de ferro e algumas commodities é a especulação no mercado futuro, que na China tem atingido patamares de volume de negociação alarmantes. É como a expressão que o mercado financeiro gosta de usar: “é o rabo abanando o cachorro”. De alguma forma, parece que o chinês está procurando se defender da desvalorização da sua moeda e buscando comprar ativos reais ou derivativos. Do minério de ferro à bitcoin, alguns mercados parecem estar sendo influenciados basicamente por uma especulação do chinês médio, que muitas vezes se movimenta aos milhões. Portanto, uma queda relevante do minério de ferro e outras commodities nos próximos meses nos parece provável.

No caso do petróleo, após a euforia do acordo com a OPEP a commodity se consolidou acima de US\$50, mas sem romper a barreira de US\$60. O motivo é que definitivamente a OPEP perdeu parte importante do controle de mercado. O Petróleo ficou muito alto durante muito tempo, permitindo que centenas de empresas investissem e desenvolvessem novas tecnologias e campos de petróleo, com destaque para o *fracking oil* dos Estados Unidos, que já comentamos várias vezes. Só nos EUA a expectativa é de um aumento de 1 milhão de barris dia na produção até o final de 2018, ou 66% da demanda adicional de um ano. Além disso, a conjuntura em outros países é positiva ao aumento da produção, como é o caso do Brasil, onde a produção em dezembro foi superior em 300.000 barris/dia vis-à-vis o ano anterior (algo como 20% da demanda adicional global) e a tendência é de uma ampliação desta produção em 2017, apesar do EIA não estar capturando ainda este movimento nas suas projeções. Ou seja, voltamos ao estágio 1, onde a OPEP volta a perder mercado para outros produtores, só que sem ter a vantagem de um petróleo a US\$80... Parece que este mercado não terá grandes emoções nos próximos meses...

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>.