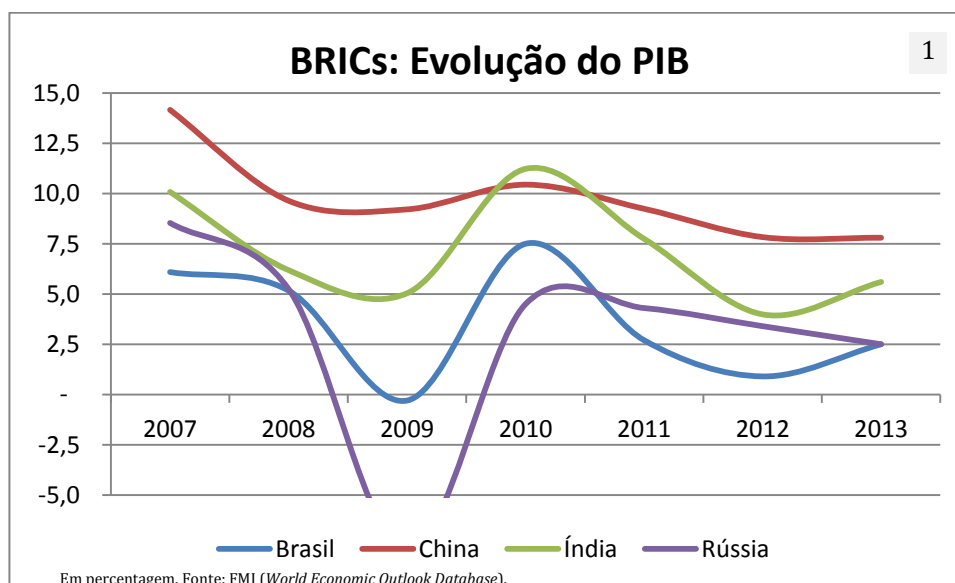


Perspectivas – Set 2013

Cenário Geral: Neutro/Pessimista

O Brasil começa a colher o que plantou

Junho de 2013 trouxe uma situação talvez impensável no Brasil, onde em plena copa (tudo bem que era só das Confederações) houve uma explosão de manifestações contra “tudo isso que está aí”. Parece até que eles vêm lendo nossos relatórios e os de parte relevante do mercado financeiro. Os mercados emergentes estão saindo de moda, como pode ser observado em capa recente da *The Economist* ressaltando a queda no crescimento dos BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China), conforme o quadro 1. E países desenvolvidos como Japão e Estados têm sido das poucas fontes de boas notícias. Nos últimos meses, também assistimos a uma antecipação por parte do mercado do fim do período de juro baixo nos EUA, saindo o modo *Risk-Off* para o modo *Risk-On*. Esse “ajuste” impactou negativamente a maior parte dos mercados, em especial nos países emergentes e no Brasil.



Perspectiva Mundo: Neutro

EUA: Otimista/Neutro

A grande fonte de boas notícias no mundo tem sido, de modo recorrente, os Estados Unidos. A capacidade de se reinventar ressalta o valor de ter uma economia aberta, com legislação trabalhista e tributária simples, estimulando ao máximo a livre iniciativa. Enquanto impomos no Brasil a Petrobrás

como dominante, obrigando inclusive a ter 30% de qualquer campo de petróleo no Pré-Sal, nos EUA existem centenas de empresas operando a revolução da indústria de petróleo.

O país parece estar dando a volta por cima, com consistente melhoria no mercado de trabalho e um mercado imobiliário em recuperação. O índice Case-Shiller, que mede a evolução dos preços dos imóveis, tem tido alta consistente há mais de 12 meses. No dado de maio, houve alta de 2,5% em relação a abril (o dobro do ritmo do Brasil) e uma alta anual de 12% (fonte: S&P e Core Logic). O nível de venda de novas casas (*New Home Sales*), já retornou a um nível pré-crise de 2008, com quase 500 mil unidades anuais em junho de 2013 (fonte: *National Association of Realtors*). No número anual de vendas de casas existentes, o nível já é 20% acima de 2008 com base em junho de 2013. Ou seja, o mercado imobiliário, de modo surpreendente, já está normalizado ou em vias de. A grande ameaça é a alta da curva de juros longa, na expectativa do fim dos estímulos do Fed.

Europa: Pessimista

Na Europa mais do mesmo. Com exceção da Alemanha (previsão de crescimento de 0,3%) e Inglaterra (+0,9% segundo o FMI), o continente está em recessão, com uma resolução mais lenta que o desejável dos seus problemas. A mudança da era de juro quase nulo para uma taxa de juro normal tende a punir os países problemáticos, como novo aumento do prêmio de risco e menor apetite na rolagem das dívidas. É possível que alguns desses países voltem às manchetes por problemas de liquidez, sendo a Grécia um dos casos mais prováveis. A sorte dele é que alguns países emergentes, como a Turquia ou a Índia, também podem baixar a UTI e tirar o foco deles.

China: Neutro

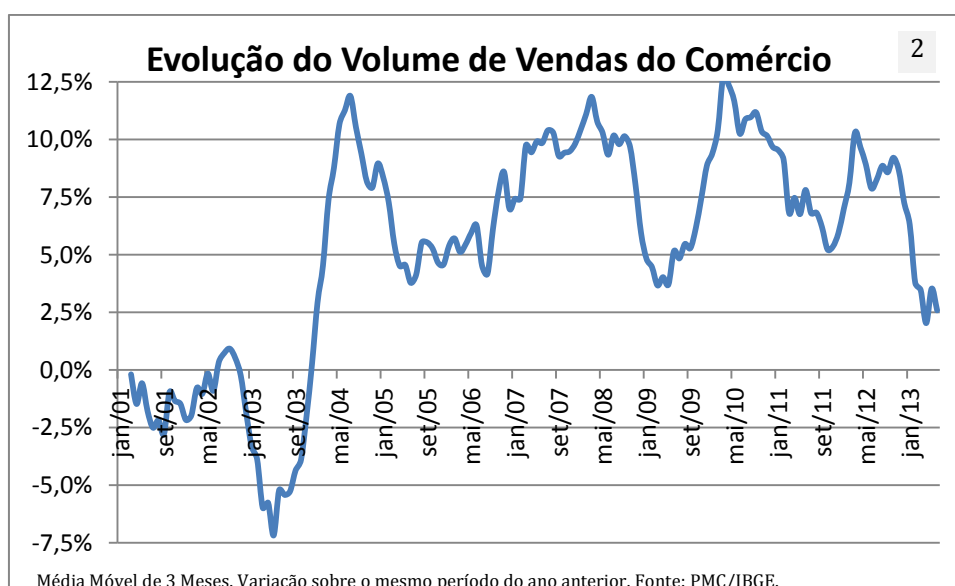
O cenário não mudou na segunda maior economia do mundo. Os dados antecedentes – o PMI (*Purchasing Managers Index*) continua indicando uma economia em desaceleração, principalmente no que tange às empresas médias (refletidas no *Flash PMI*). A produção industrial (+9,7% em julho) e o consumo (+13,2% em julho) estão em ritmo mais baixo, embora ainda em níveis chineses. Durante junho, houve um stress relevante com a SHIBOR, a taxa interbancária do país, que deu um salto respondendo a uma atitude mais dura do Banco Central, que está buscando limitar novos empréstimos por parte dos bancos. Há uma especulação já de longa data de que os bancos chineses emprestaram muito e mal, e que há riscos para o sistema bancário, principalmente em empréstimos para governos locais e relacionados à construção civil. Segundo o CBRC, *China Banking Regulatory Commission*, o total de empréstimos em *default* atingiu a máxima histórica em junho com 539,5 bilhões de yuans (US\$88 bilhões). Mantemos nossa visão cautelosa, com gradual desaceleração do país ao longo dos próximos anos, talvez buscando um patamar de 5-6% de crescimento, como um país normal.

Perspectiva Brasil: Pessimista

Após os protestos de junho, o risco de crescimento do PIB em 2013 passou a ser inferior a 2%. Ou seja, entraremos no terceiro ano seguido de desempenho medíocre. Os protestos passaram, mas a confiança do consumidor e dos empresários parece estar minada por uma economia que não cresce e um modelo que o governo ainda insiste em reprisar apesar de todos os sinais de cansaço. O próximo item relevante a sofrer será o mercado de trabalho, com aumento da taxa de desemprego pelo menos até o final de 2014 e provável fraqueza no consumo e nos índices de inadimplência em geral. Continuamos com um grave problema de infra estrutura, que tem sido ressaltado nas falhas na Copa das Confederações e na JMJ no Rio de Janeiro em julho e o ambiente atual de baixa confiança mais atrapalha do que ajuda no aumento desses investimentos. Parece que estamos fadados a um ritmo de espera até as próximas eleições, e caminhamos para um cenário político ainda imprevisível. Como colocamos no título na primeira página, “o Brasil começa a colher o que plantou...”

Atividade: Neutro/Pessimista

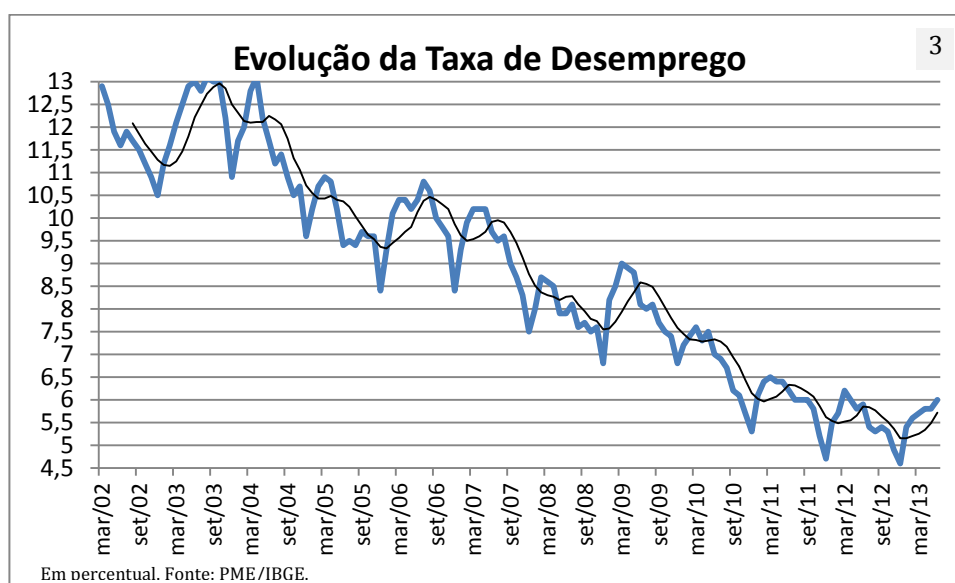
Para se ter um bom nível de atividade e, dentro disso, consumo, precisamos de três inputs principais: 1)confiança; 2)renda; 3)crédito. A confiança começa a ficar abalada, com um impacto negativo das manifestações e um crescente medo de desemprego; a renda está crescendo a um ritmo bem mais fraco que o ano passado; e o crédito está em um ritmo recessivo nos bancos privados, enquanto no mundo do BNDES existe um céu de brigadeiro. O mais provável nos próximos meses é que setores que foram beneficiados por estímulos mas dependem de crédito sofram de modo relevante, com destaque para o setor automotivo. Pela lógica econômica, este setor deverá atingir em dezembro a pior performance no ano e continuar 2014 ainda fragilizado. Nós já observamos uma redução da produção em julho para se adequar a estoques mais altos que o desejado. O comércio no geral está agora no menor patamar de crescimento em quase 10 anos, conforme podemos observar no quadro 2.



Emprego: Pessimista

Mais de dois anos seguidos de baixo crescimento começam a minar o mercado de trabalho. O primeiro passo foi o menor aumento da renda real, conforme colocamos no Perspectivas de junho (também consequência da aceleração da inflação). O segundo passo é que a taxa de desemprego parou de cair e está invertendo a tendência pela primeira vez em 10 anos conforme observamos no gráfico 3. A taxa de junho, de 6%, já é superior ao mesmo mês de 2012 e uma das mais altas em 2 anos. Esta é uma notícia, que apesar de ser ruim, é boa, como colocamos algumas vezes porque havíamos chegado ao pleno emprego. De novo, voltamos à questão de que o insumo trabalho no Brasil está completamente fora da realidade e deve ser ajustado. Há 4-5 anos, um mestre de obra experiente ganhava R\$1.500. Atualmente, um mestre de obra com pouca experiência e qualidade técnica, ganha R\$5.000. Só vamos ajustar isso reduzindo o ritmo de construções ou formando mais mão de obra. O que deverá acontecer é mais o primeiro caso (menor atividade).

Outro aspecto relativo ao emprego é que a taxa de desemprego hoje ainda é muito melhor do que deveria pela performance recente da economia. Já até abordamos isso em outros relatórios, mas é inexorável que as empresas aumentem a força de trabalho com pena de definharem. Este ajuste precisa ser realizado na grande maioria das empresas com ganhos de eficiência que justifiquem os salários, que foram ajustados na frente desses ganhos.

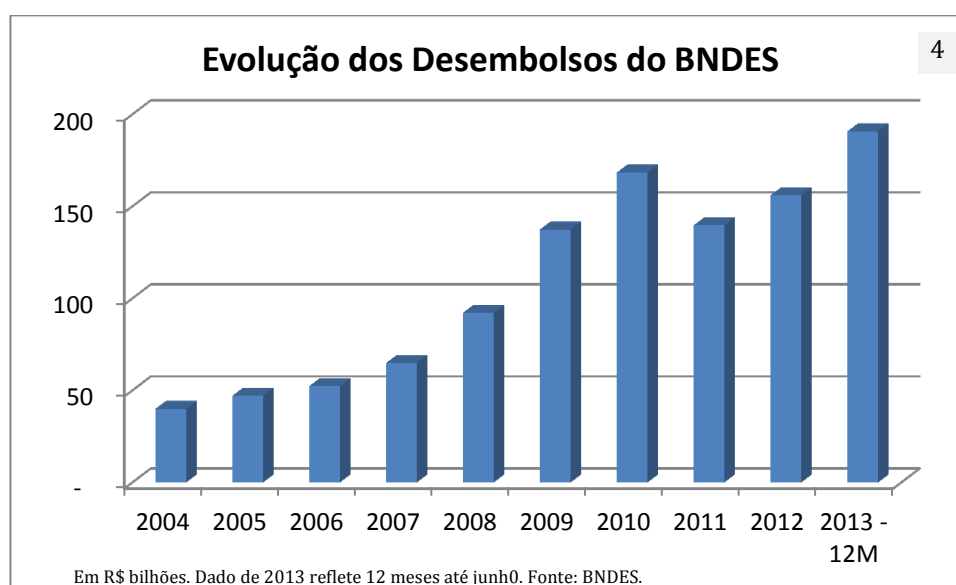


Governo: Pessimista/Neutro

Após os protestos de junho entramos em um novo capítulo ainda a ser escrito. Basicamente os governantes atuais em todos os níveis se desgastaram, com maior impacto no governo federal (que tinha uma popularidade fora do padrão histórico) e o governo do Rio de Janeiro. De certa forma o governo em nível federal foi abreviado e o poder legislativo recuperou a sua independência ao obrigar o voto de vetos presidenciais e aprovar o orçamento impositivo das emendas parlamentares, acabando com as chantagens recorrentes do executivo. Alguns deputados até se referiram a esta

aprovação como a Lei Áurea, a libertação da escravidão dos congressistas. O governo está muito mais frágil e observamos um movimento de “cada um por si”. O que esperar de 2014? Ainda é cedo para fazer previsões de melhor qualidade, mas é muito provável uma grande renovação, seja pela mudança de atitude da sociedade, seja por coincidências da história. O clã dos Sarney, por exemplo, deve atingir seu nível mais fraco em décadas, com grande risco de vitória da oposição no governo do estado e a aposentadoria do senador José Sarney. No Rio de Janeiro, o outrora quase imperador Sérgio Cabral corre o risco de ser dizimado na próxima eleição. Personagens que tiveram forte derrota em 2010 podem voltar triunfalmente, como é o caso do Tasso Jereissati, favorito ao governo do estado segundo pesquisas e que ficou em 3º lugar para o senado nas eleições anteriores.

Do ponto de vista fiscal, estamos vendo uma forte piora (que já estava acontecendo), pois a pressão das ruas é por zero de reajustes tarifários e mais gastos e investimentos. O risco de termos esqueletos no armário para os próximos governantes é grande, principalmente no governo federal. O BNDES, que está gerando novos empréstimos de modo avassalador, pode apresentar grandes buracos daqui a alguns anos. A experiência mostra que dificilmente um banco cresce de modo agressivo e não comete erros de crédito. Se o banco for estatal então, este risco aumenta substancialmente. O maior paradoxo disso tudo é que o BNDES está dançando forró enquanto a música da economia é valsa. Basicamente o BNDES está emprestando 4x! o que emprestava entre 2004 e 2007. Nós e certamente vários participantes do mercado devem estar se perguntando para onde iria o investimento do país sem esta inundação de créditos subsidiados.



Investimento: Neutro/Pessimista

A quebra do grupo X, o estouro de alavancagem da Petrobrás, a queda no lucro em diversos setores, a maior aversão a risco: os dados apontam para uma limitação no crescimento dos investimentos. Até o DNIT, que havíamos apontado no relatório anterior como fonte de boas notícias, entrou em greve no final de junho e começa a prejudicar o andamento das obras. Segundo o site Contas Abertas, em julho houve o menor nível de desembolso desde o início do PAC, em 2007, com apenas R\$451 milhões. O setor estima os atrasos de pagamento em R\$1 bilhão. Problemas como esses são inaceitáveis e

representam na prática o chamado custo Brasil. Só para esclarecer quem não é do ramo, as empreiteiras executam um trabalho, ele é medido por funcionários do DNIT e a fatura é emitida. Como não há pessoas para medir (estão de greve), não há emissão da fatura.

Outro agravante é a piora no apetite de investimento. Recentemente o leilão da PPP da linha 6 do metrô de São Paulo não teve interessados. Esta é uma linha que está em estudo há uns 2 anos e é teoricamente bem atrativa, embora de difícil execução de obras, pois atravessa terrenos de diferentes estruturas. O único investimento cancelado que é uma ótima notícia é o trem bala, um sonho de verão para quem precisa urgente de quilômetros de metrô nas principais cidades do país. Um leilão muito relevante nos próximos meses é o do campo de Libra, o maior campo a ser licitado nas últimas décadas no mundo. Como estamos falando de um valor ao redor de R\$15 bilhões pela concessão, o impacto do sucesso ou do fracasso será relevante para a percepção de risco Brasil e para o investimento futuro no setor de petróleo, além de implicações na área fiscal (o governo conta com o sucesso para melhorar o seu resultado primário).

Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Pessimista

Após atingir a mínima de 44.000 pontos no início de julho, a Bovespa teve uma forte recuperação para 50.000-52.000 pontos. Boa parte desta evolução positiva é explicada por motivos técnicos: os investidores estrangeiros, que estavam fortemente vendidos (apostando na queda) zeraram as suas posições. Continuamos céticos com o mercado, pois o valor da bolsa é relacionado ao resultado das empresas no fim do dia, e esses continuam em níveis ruins. Algumas empresas já começam a mostrar alguma evolução positiva (a Dasa foi uma que finalmente apresentou melhor resultado após mais de 1 ano de forte queda nas margens), mas com a economia em marcha lenta a maioria vai ter que tirar “leite de pedra”.

Juros: Neutro/Pessimista

O 2º trimestre foi o pior em muitos anos para o mercado. Somente o Bradesco perdeu R\$8 bilhões de reais no 1º semestre basicamente com títulos de renda fixa. NTN-B de 2020 viu o spread explodir de 4-4,5% para até 6% em questão de 2 semanas, penalizando principalmente os investidores institucionais de longo prazo. Apesar de não ser o primeiro ciclo de alta de juros, hoje o mercado está muito mais posicionado em títulos pré e a LFT, que é uma aberração do Brasil, representa apenas 22% da dívida total, contra 38% em dezembro de 2006 (fonte: Tesouro Nacional). Pulando os jargões, com exceção da LFT, todo o mercado perde dinheiro quando a taxa de juros sobe. Outro ponto relevante é que o mercado hoje está bem mais aplicado em títulos longos, que sofrem mais com alta de juros do que títulos com menores prazos. Sugerimos evitar o risco de alta de juros, de preferência procurando estar em ativos que seguem a SELIC e não sofrem a forte volatilidade dos últimos meses.

Dólar: Neutro/Perspectiva de alta no médio prazo

Fomos atropelados na nossa previsão do dólar. Contávamos com o arsenal do Banco Central, assumindo que devolveria parte das reservas ao mercado. Como colocamos em alguns posts no nosso

blog, estava claro que o Banco Central estava (e está) comprado em dólares, enquanto o setor privado estava vendido. Ou seja, com alta do dólar o BC ganha e as empresas perdem. Considerando isso e assumindo o interesse por parte do BC de deixar o mercado mais estável, caberia à esta instituição do governo dar parte relevante da necessidade de proteção cambial, principalmente de médio e longo prazo. Se o BC continuar neste postura light, com pouca venda de moeda, e considerando a piora das contas externas e a atual conjuntura, mesmo com dólar acima de R\$2,30 qualquer um deve se sentir desconfortável. Em suma, dólar igual ou superior a R\$2,30 num horizonte de 6 meses.

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

Segundo o índice Fipe/ZAP, com exceção de Brasília e Belo Horizonte, o resto do mercado está ganhando da inflação em 12 meses. São Paulo até teve um desempenho muito forte no primeiro semestre, com alta de 46% no número de unidades vendidas (imóveis novos) segundo o Secovi-SP. Uma parte importante dessa explicação é que a cidade estava com problemas na aprovação de empreendimentos pela prefeitura no ano passado, mas mesmo assim, o dado foi realmente muito bom. Continuamos céticos com a valorização acima da inflação e recomendamos que se evite uma grande aposta em imóveis estritamente como investimento, especulando que em 1-2 anos haverá grande valorização para posterior revenda. Por outro lado, como temos colocado, acreditamos que regiões como o Centro Oeste e empreendimentos como loteamentos ainda devem ser uma boa opção de investimento.

Commodities agrícolas: Neutro

O desempenho das principais commodities agrícolas em geral foi fraco nos últimos meses, pois o tempo ajudou a safra americana, que está sendo recorde, além de todo o nervosismo recente do mercado global com o modo *Risk-On*. A soja ficou estável em dólares desde o final de maio, mas subiu quase 14% em reais devido à valorização do câmbio. Já o milho sofreu forte queda de 21% em dólares e 9% em reais. O fato do Brasil ser um grande produtor agrícola e estar sofrendo desvalorização cambial também tende a pressionar os preços para baixo. Setores como o de açúcar e etanol, que já estavam sofrendo, continuam amargando mais perdas de preços, com queda de 15% no preço do açúcar em dólares e 2% em reais – ou seja, todo o “ganho” com a alta do dólar não ajudou em nada até o momento. Um setor que está muito bem é o de frigoríficos de carne bovina, pois a arroba está com preço estável e o preço em reais da carne exportada subiu em linha com o dólar. Dado o fim da grande liquidez do Fed, que o mercado está antecipando, há um risco das commodities em geral pesarem por motivo técnico, com o resgate de fundos de commodities, dentre outros. Por isso, diante das incertezas, preferimos ficar de fora deste mercado no momento.

Commodities metálicas e petróleo: Neutro/Tendência de queda

Com exceção do minério de ferro e do petróleo, todas as outras commodities têm sofrido queda nas cotações, como havíamos colocado em relatórios anteriores. O cenário em geral, com desaceleração da China e valorização do dólar, contribui para que o processo de queda das commodities continue. O modo *Risk-On* também, com o provável resgate de fundos dedicados à commodities, conforme colocamos na argumentação de commodities agrícolas. Aqui continua tudo igual, com tendência de preços para baixo no longo prazo. As exceções talvez sejam ainda o petróleo e o minério de ferro.

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>.