

Perspectivas – Set 2014

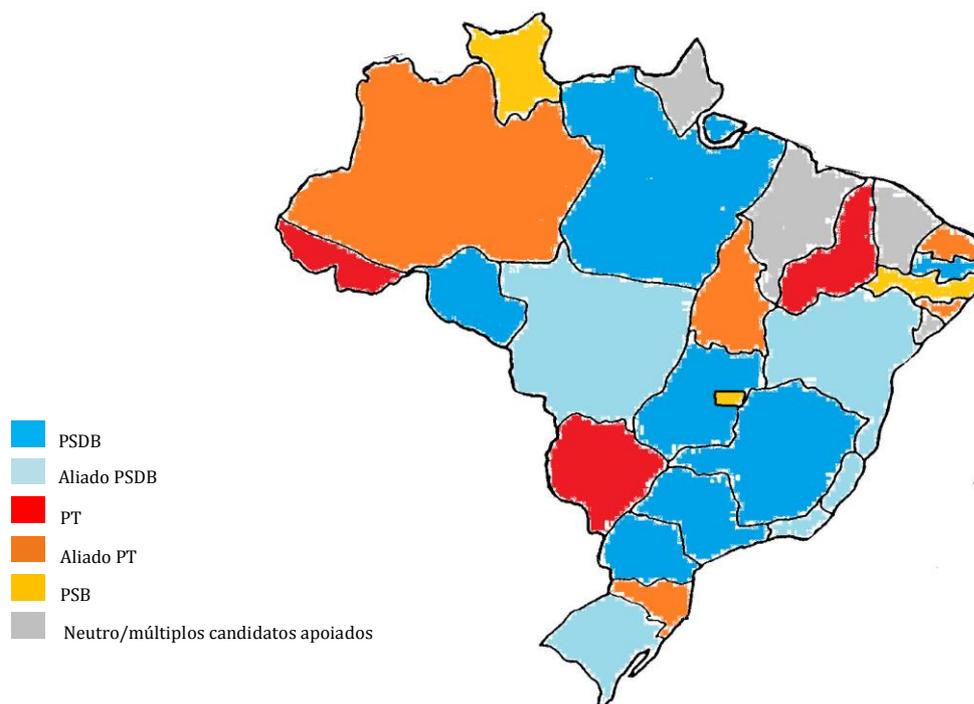
Cenário Geral: Neutro/Pessimista

Em meio ao vermelho da economia, o desejo de mudança está se consolidando

Para um marciano que chegue ao Brasil esses dias, uma expressão básica vai lhe ocorrer: “alguma coisa está fora da ordem”. Na economia os dados são preocupantes, com forte queda na confiança e na produção industrial, dentre outros, ao mesmo tempo em que a bolsa de valores se recupera. De onde vem a esperança? Agora que o cenário eleitoral está ganhando o centro das atenções, a esperança do mercado financeiro parece vir de uma tendência de mudança dos governos alinhados com a situação em nível federal (vide quadro 1). Com o trágico e inesperado acidente de Eduardo Campos, há um reforço do cenário de mudança de governo em nível federal. Falamos mais disso na seção de governo. Na América Latina, estamos assistindo a mais um tango, na novela lamentável do vizinho argentino, que tende a ter um impacto negativo na balança comercial do Brasil. Do mercado financeiro internacional continuam a vir ventos bons, com o excesso de liquidez global se sobrepondo às relações de risco e retorno, colocando o mercado em uma posição técnica perigosa. O Cenário de Mundo Bem e Brasil Mal continua. Será que o desejo de mudança do mercado financeiro será confirmado nas urnas?

Brasil: divisão estadual por partido vencedor

1



Eleições para o governo estadual e considerando o alinhamento com os candidatos a presidente. Fonte: Estimativa Vera Cruz Investimentos.

Check List:

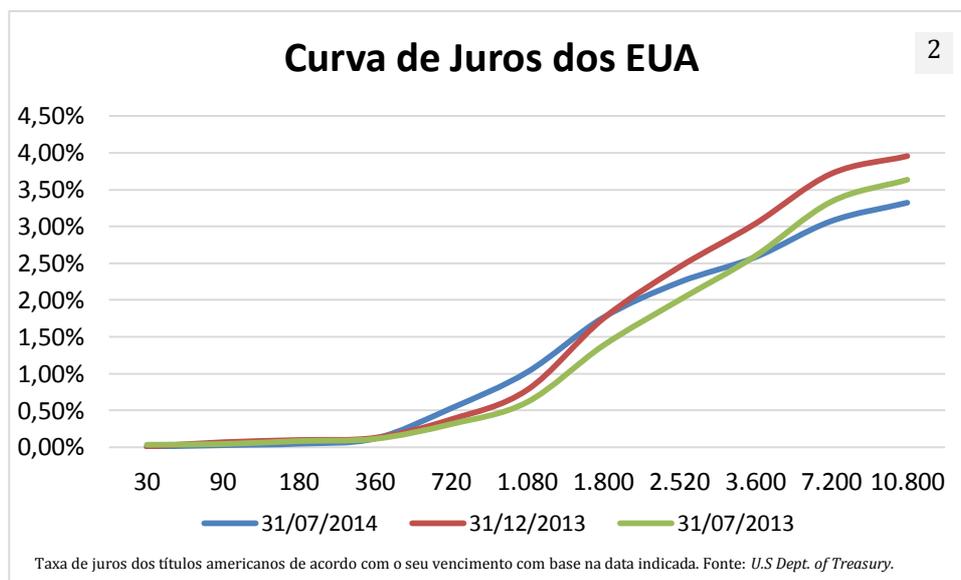
12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

- 1. Racionamento de Energia.** Nível dos reservatórios ainda é preocupante, mas a redução em julho foi menor, ou seja, melhor que o esperado.
- 2. Desmontagem da Política de QE do Fed, Banco Central dos EUA.** Fim do QE em outubro, melhor que o esperado.
- 3. Redução de Rating (risco de crédito) do Brasil.** Ocorreu em março. Dado positivo foi a perspectiva, que mudou para estável.
- 4. Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** **Terrível, o governo parece estar tripudiando do mercado. Pior que o esperado.**
- 5. Política Cambial do BC (até que volume vão os swaps, se haverá venda de reservas).** Sem alterações, o que está suportando um dólar mais baixo.
- 6. Política Monetária do BC (até onde vão os juros).** Política adequada dado a forte desaceleração da economia.
- 7. Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** Dados têm vindo melhores, em parte devido à redução das importações.
- 8. Resolução (ou não) da Política Fiscal (impostos e gastos) e Limite de Endividamento dos EUA.** Já resolvido, o que é positivo.
- 9. Evolução da Atividade na China.** Desacelerando.
- 10. Eleições no Brasil.** 80% de chance de vitória da oposição, o que é muito positivo. Falecimento de Campos, por outro lado, traz mais volatilidade ao cenário.
- 11. Teste de Stress dos Bancos Europeus.** Ainda por acontecer.
- 12. Ações na justiça sobre a correção da poupança nos planos econômicos.** Nenhuma novidade nos últimos meses, provavelmente é questão para 2015.

Perspectiva Mundo: Neutro

EUA: Otimista

Nos últimos meses tivemos um PIB pior que o esperado no 1º trimestre devido ao inverno rigoroso e um 2º trimestre muito melhor que o esperado, o que na média trouxe um crescimento um pouco abaixo do inicialmente esperado. Mas a tendência de longo prazo é positiva, com queda contínua do desemprego, resultados das corporações americanas nos maiores patamares da história e os preços dos ativos nas suas máximas, tanto para bolsa, como para os títulos do governo e corporativos. Do ponto de vista do mercado financeiro americano, parece que tudo o que tinha de vir para o bem já veio, embora não haja nenhuma grande distorção econômica no país atualmente. O único grande eixo que está fora de ordem é a taxa de juros. Mesmo neste quesito, alguns investidores têm construído a teoria do “*new normal*”, onde os Estados Unidos tende a ter um crescimento do PIB menor no longo prazo devido à diferença da estrutura da população, que está mais velha, e, por isso, a tendência seria ter uma taxa de juros neutra inferior à taxa histórica em torno de 5%. Por enquanto, do lado do Fed, além da retirada do QE, não há no horizonte um início iminente do ciclo de alta das taxas segundo as expectativas do mercado, só esperam uma taxa em torno de 1% em 3 anos (1.080 dias) conforme gráfico 2.



Europa: Neutro

Quando comentamos de uma possível escalada na Ucrânia, não tínhamos a menor ideia de que a situação chegaria no ponto atual, com uma ação militar da Rússia quase explícita, com direito a derrubada de avião, no pior incidente do gênero desde a guerra fria. Nos parece que a situação só tende a escalar do ponto de vista econômico, deprimindo mais a economia da Rússia ao mesmo tempo em que a Europa sofre com os contra ataques econômicos russos. Prova do impacto negativo é que o índice de confiança ZEW da Alemanha sofreu forte queda no mês de agosto, atingindo o menor nível em 2 anos.

O Brasil, na sua posição cômoda de neutralidade, tende a se beneficiar especialmente na exportação de carnes, onde concorre principalmente com os Estados Unidos (carne bovina e frango).

Em relação aos efeitos da crise econômica em si, observamos a derrocada do Banco Espírito Santo, um dos maiores do país e que teve um aporte de €3,9 bilhões (ou R\$11,9 bilhões), criando um banco ruim a ser saneado e um banco “bom” que deve manter as operações normalmente. Esta decisão foi bem recebida pelo mercado, pois não impôs pesadas perdas a correntistas e donos de bônus sênior (com maior garantia), ao contrário do Chipre, onde o mercado dividiu a conta de confiar em banco quebrado. Mas o episódio todo só demonstra que ainda tem bastante esqueleto no armário no velho continente e nós ainda devemos ver mais algumas operações de resgate no futuro.

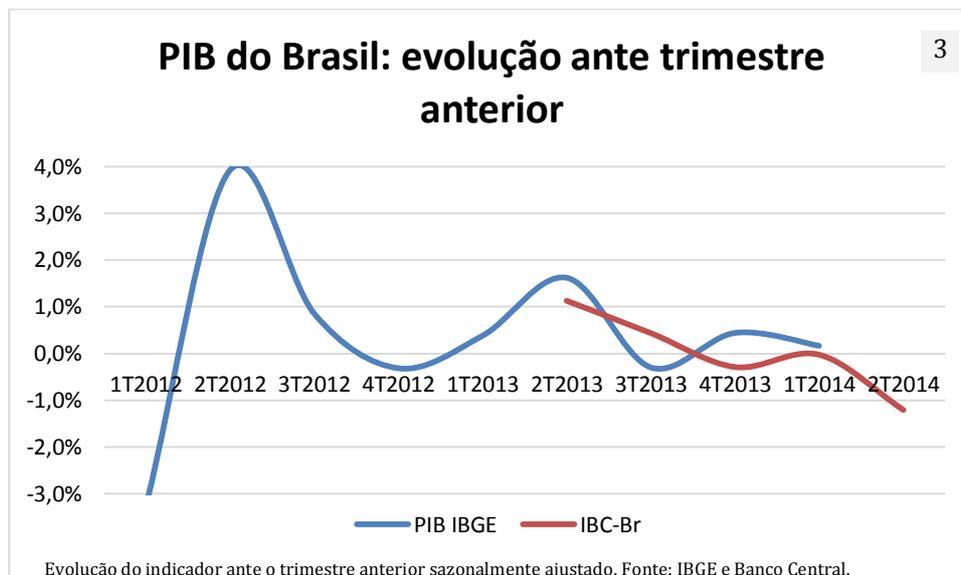
China: Pessimista

O PIB da China no 2º trimestre veio um pouco melhor que o esperado, com alta de 7,5%, mas ainda acreditamos que a desaceleração do crescimento do país é inexorável. Na realidade, a resiliência da economia é que continua desafiando a teoria econômica. Mas aos poucos o patamar de crescimento está cedendo para níveis mais sustentáveis. As vendas no varejo, por exemplo, tiveram crescimento de apenas 12,2% em agosto, mais de 1pp abaixo do mesmo mês no anterior. No acumulado do ano a desaceleração é de 0,5%. Já a produção industrial desacelerou pronunciadamente de um patamar acima de 10% em 2013 para um patamar mais modesto de 8% a 9%. Em algumas indústrias, este nível já está em um ritmo de economia de menor crescimento. Na produção de aço, por exemplo, temos uma grave crise no país, com excesso estimado em mais 200 milhões de toneladas ou quase 30% da capacidade (segundo o FMI e o *Wall Street Journal*), quando o ideal é um excesso inferior a 15%, pois a indústria de capital intensivo precisa operar próximo da plena capacidade para se rentabilizar. Este setor, que está diretamente ligado à demanda por infraestrutura, está crescimento de apenas 3,4% em 2014 (até junho) com base em números da *World Steel Association*. Não é “hard landing”, mas a economia vai continuar neste processo de desaceleração do crescimento para 5% a 6%. Como já colocamos diversas vezes, a consequência para o Brasil é um patamar de preço das commodities metálicas em tendência de queda ou estagnação.

Perspectiva Brasil: Neutro/Pessimista

Conforme prevíamos, a Copa do Mundo veio para deprimir mais ainda a atividade no Brasil, com uma combinação de inflação alta e recessão. O setor que melhor espelhou isso foi o de automóveis, com quedas próximas a 20% em junho e julho de 2014. Esses meses foram os piores em mais de 7 anos. Estamos, no momento em recessão, com queda no 2º trimestre a ser cancelada (segundo o IBC-R, proxy do PIB, a queda foi de 1,2% conforme o gráfico 3) e a possível revisão para baixo do 1º trimestre, além de termos um 3º trimestre já com um julho muito fraco. É muito provável que tenhamos um ajuste de estoques em agosto e setembro, implicando em menor produção industrial e liquidações por parte do comércio, que devem reduzir os resultados das empresas. O lado positivo é que a inflação está mais fraca diante de um cenário de demanda negativo e o governo pode fazer parte do tarifaço que estar por vir.

Olhando um pouco mais distante, é provável que 2015 também seja um ano de baixo crescimento ou até negativo (de 1% a -1%), sofrendo ajustes em relação à (má) política econômica vigente. Já mencionamos anteriormente, mas é muito provável uma correção de vários preços ao consumidor que estão sendo subsidiados, como é o caso dos combustíveis (gasolina e diesel) e energia elétrica. Também teremos em 2015 um grande desafio pela continuação da estiagem, que está impactando de modo severo o estado de São Paulo no abastecimento de água e o Sudeste/Centro Oeste na geração de energia elétrica. Se não tivermos um verão próximo da média, poderemos ter uma contração relevante do PIB pela falta de água e de energia elétrica (no caso poderíamos ter um impacto negativo adicional entre 1% e 2%).



Atividade: Pessimista

Vendas desacelerando, inadimplência aumentando. Esta é a tônica do comércio nos dias atuais. Um fenômeno mais recente e que limita mais o aumento do consumo é que o gasto da família com dívidas está subindo mais que o aumento da renda, pois a taxa de juros voltou a subir e a renda está crescendo bem menos. Dentro deste cenário, a pesquisa mensal do comércio (PMC) indicou queda de 0,7% nas vendas em junho e um crescimento de apenas 0,8% na comparação anual. Isso sem considerar o varejo ampliado, que inclui as vendas de automóveis.

Considerando este cenário, esperamos para os próximos 12 meses uma atividade entre leve queda e estagnação. Do lado do consumo acreditamos que haverá uma queda ou manutenção da demanda em patamares mais baixos nos produtos duráveis, com destaque para automóveis, enquanto a demanda tende a se estabilizar em produtos semiduráveis (como roupas e acessórios) e até não duráveis (como alimentos). É também muito provável que tenhamos o fenômeno de *trade-down*, no qual o cliente troca as marcas mais caras por marcas de combate (tipo sai OMO e entra marca própria de supermercado). O consumidor usará suas armas para se defender da inflação que continua alta e não dará trégua em 2015. Somente um reajuste de 10% na gasolina, gás GLP e diesel impactará em quase 0,5% a inflação (IPCA), enquanto um novo reajuste de 20% na energia elétrica impactará mais 0,5%. Somando a isso um reajuste de 10% no transporte urbano e água, teremos mais 0,5%. Só para efeito de comparação, esses três itens impactaram algo como 0,5% em 2014, ou seja temos 1pp a mais contratado para 2015.

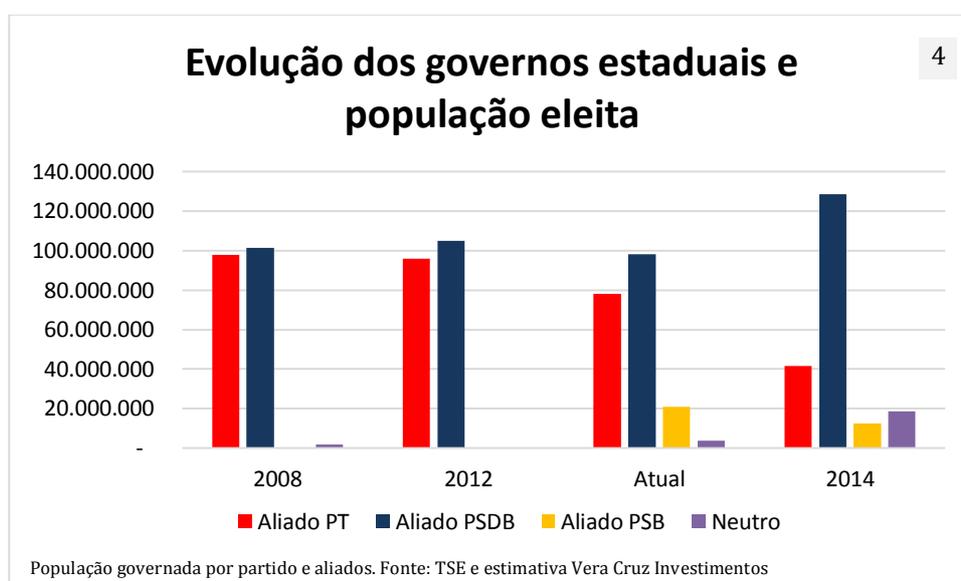
Emprego: Neutro/Pessimista

Os dados de emprego têm vindo nos últimos meses em níveis muito fracos, com redução do emprego formal na indústria e, pela primeira vez em muitos anos, no comércio também. Em julho foram criados menos de 12.000 empregos formais, uma queda de 72%! em relação ao mesmo mês do ano anterior e o acumulado do ano até julho apresenta queda de 30% na criação de postos de trabalho. Ainda com base em dados do Ministério do Trabalho, o comércio demitiu 50 mil trabalhadores no acumulado de 2014 até julho. Em relação aos *lay-offs*, que são afastamentos temporários (e não entram nas estatísticas oficiais), temos um total de quase 12 mil pessoas até o final de julho, a grande maioria ligadas às montadoras de automóveis. E pelas notícias, há uma tendência de grande aumento no número ainda em agosto, especialmente no setor automotivo, que luta para se adequar a uma demanda menor. Não há muita saída: dado que o custo do trabalho está ficando insuportável, ou muitas empresas reduzem o emprego para ganhar eficiência, ou as empresas mudam esses empregos para o exterior. Quem quer que seja o novo presidente, a dinâmica da renda vai mudar. Ganhar mais sem produzir mais (ou seja com maior produtividade) está definitivamente fora da agenda dos próximos anos. E os sindicatos precisarão se reinventar e focar em qualificação dos seus associados em vez de só brigar por maiores salários.

Governo: Otimista

A grande razão do otimismo do mercado financeiro nos últimos meses reside na aposta de que a oposição deverá ganhar e, com isso, haver uma mudança positiva na condução da política econômica, dentre outros. Entre torcida (do mercado financeiro) e realidade, consideramos que há uns 80% de chance da oposição vencer e uns 50% de chance do principal partido do governo ter uma derrota fragorosa, com redução de bancada no senado e na câmara dos deputados. Enquanto o PSDB e aliados

devem ter o melhor resultado em vários anos (gráfico 4), o PT deve ter desempenho muito inferior ao das eleições de 2010 em estados-chave como São Paulo (vide gráfico 5), Rio de Janeiro e Bahia. Em São Paulo, principalmente, a rejeição ao partido do governo federal é talvez o maior dos últimos 20 anos. Como resultado geral das eleições, destacamos, então, os seguintes pontos:



- Destaque para a divisão Centro-Sul x Norte/Nordeste:** O Brasil que paga mais impostos tende a votar contra o governo e o Brasil que recebe mais benefícios tende a votar com o governo, em um cenário parecido com a campanha de 2006 (no primeiro turno);
- O PT deve perder bancada e mudar seu perfil:** o PT tende a ter uma bancada no Sul e Sudeste bem inferior à atual, e provavelmente terá um perfil de bancada mais nordestino e mais ligado aos grotões;
- O PMDB deve continuar como fiel da balança:** como sempre, o PMDB deve emergir como uma das maiores bancadas, talvez a maior. O grande ponto de interrogação é o Rio de Janeiro, onde o partido deve obter uma votação bem inferior à 2010;
- O PSDB deve ser o grande vencedor para presidente (ainda possível) e governadores, mas a bancada deve apresentar pouco crescimento:** o PSDB deve ampliar a sua bancada, mas poderia ter um desempenho bem melhor. O grande problema para o partido é que a sua chapa em São Paulo está mais fraca e as pesquisas indicam força de candidatos de outros partidos, como o Russomano (PRB), que deve ser um grande puxador de votos;
- A fragmentação partidária deverá se manter:** com enfraquecimento do PT e uma vitória mas nem tanto do PSDB, o cenário tende a não mudar tanto, com partidos novos como o PROS e o PSD elegendo uma bancada um pouco inferior à atual;
- O Democratas deve ressurgir das cinzas:** com a reconquista da Bahia, quarto maior colégio eleitoral em uma chapa muito forte, o DEM deve voltar a recompor a sua bancada;
- PSC pode emergir como partido de nicho:** com a candidatura do PSC sendo a única de destaque dos evangélicos e um candidato estadual competitivo em Sergipe, é possível que o PSC amplie a sua bancada;
- Perdedores: PR, PDT e PSB:** PR e PDT são partidos em decadência, o primeiro pelo impacto do mensalão e a falta do efeito Tiririca, o segundo pela forte perda imposta pela criação do SD. Já o

PSB entra na eleição enfraquecido com a perda de apoio do PT em estados chave como Espírito Santo e uma bancada mais fraca no Rio de Janeiro (sem Romário) e em São Paulo (sem Chalita). Por outro lado, o PSB até deve ter sucesso no aumento da sua bancada no Senado, mas o que importa em termos de horário na TV e divisão do bolo partidário é a bancada de deputados federais. Mesmo em caso de vitória da Marina Silva, ainda assim a bancada do PSB deve continuar fraca, como aconteceu com o PV em 2010, que elegeu menos de 20 deputados.



Após o trágico falecimento do candidato Eduardo Campos, a volatilidade voltou a aumentar, pois tanto ele como o candidato Aécio Neves representavam, do ponto de vista do mercado financeiro uma evolução positiva da gestão pública e da gestão de política econômica na visão do mercado financeiro (e nossa também). Com a Marina Silva e seus “sonháticos”, temos mais dúvidas do que certezas que deverão ser esclarecidas agora que ela tem a real chance de poder. Sem querer fazer um julgamento desta candidatura, vale ressaltar uma observação do blog de Reinaldo Azevedo em veja.com, que coloca que na história da república somente dois presidentes se elegeram “sem partido”: Jânio Quadros e Fernando Collor.

O que podemos concluir de todo o cenário é que teremos mudanças na política econômica, mas é preciso ser realista que nenhum candidato salvará a pátria da noite para o dia, pois num governo de coalizão fragmentada a quantidade de medidas amargas “aprováveis” são limitadas. E serão necessárias várias medidas. Além disso, as medidas estruturais de governo tendem a reverberar num prazo mais longo, como foi o caso das medidas tomadas no governo FHC – Responsabilidade Fiscal, Reforma da Previdência, Metas de Inflação do Banco Central. A favor da economia estarão as expectativas do setor privado, que devem ser influenciadas positivamente se o novo governante tomar as medidas duras mas necessárias. Se isto ocorrer, deveremos perceber primeiramente na retomada dos investimentos e melhoria na curva de juros futuros longa.

Investimento: Neutro/Pessimista

De todos os setores da economia, aqueles ligados aos investimentos são os que estão no seu maior inferno astral. A produção da indústria de bens de capital em junho, por exemplo, caiu 21% ante o mesmo mês do ano anterior e 15% no 2º trimestre. Isto, aliado a uma queda de 7% nas importações dos mesmos produtos (janeiro a julho de 2014), indicam uma forte contração nos investimentos pelo 4º trimestre consecutivo (ante o trimestre anterior). E este segmento é o primeiro a sofrer e o último a sair de uma recessão. Como o próximo governante terá que desmontar a bomba relógio existente no BNDES, num cenário otimista ainda vamos ter alguns trimestres onde o governo terá impacto negativo nos financiamentos ligados ao setor, limitando assim a sua recuperação. Por outro lado, as concessões realizadas nos últimos anos e algumas obras públicas de infraestrutura estão avançando e o menor crescimento da economia pode permitir um *catch-up* no médio e longo prazo.

Setor Externo: Neutro/Pessimista

A balança comercial veio melhor que o esperado no 2º trimestre e em julho, com exportações mais fortes e importações mais fracas refletindo o aumento da exportação de alguns produtos pontuais, como minério de ferro e o complexo soja, além de uma melhora na conta combustíveis que não conseguimos explicar, pois a demanda de gás natural para as térmicas continua nas máximas históricas e somente agora em julho observamos uma recuperação mais pronunciada da produção de petróleo. Já as importações realmente refletem um sentimento mais conservador do empresário via queda de importação de bens de capital e uma economia com demanda mais fraca.

Para os próximos meses acreditamos que a tendência seja de aumento do déficit, pois os preços de vários produtos exportados estão em queda na margem, com destaque para o minério de ferro, que representou 13% das exportações em 2013 e apresenta queda de 29% no preço de julho vis a vis 2013, complexo soja, que representou 10% das exportações em 2013 (queda de 2% no preço em julho) e do milho, que representou 3% das exportações em 2013 (queda de 15% no preço em julho).

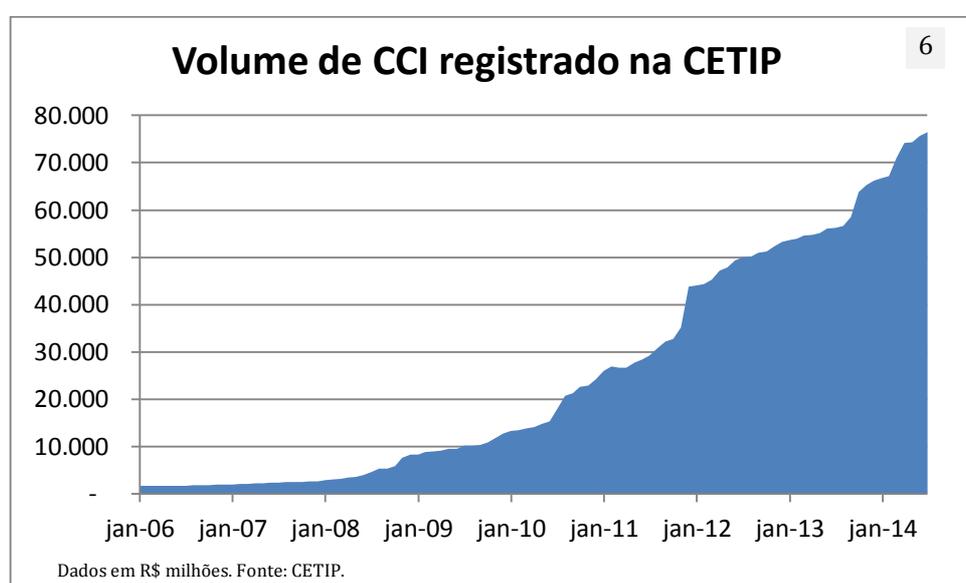
Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Neutro/Pessimista

Estamos vivendo uma dicotomia na Bolsa, com o mercado em alta na expectativa de troca de governo e, por outro lado, o pior ano em termos de aberturas de capital em mais de 10 anos (ao contrário do que imaginávamos). A favor da bolsa também teve um efeito de fluxo, com saída de recursos da Rússia e leste europeu devido aos conflitos locais, fazendo com que *portfolio managers* de fundos emergentes redistribuíssem seus recursos para outros países. Como o Brasil representa 11% do *MSCI Emerging Markets* (principal *benchmark* utilizado pelo mercado emergente de bolsa), qualquer mudança relevante traz uma grande quantidade de recursos para cá. “Perdemos” a atual alta dos últimos meses, mas acreditamos que o mercado está excessivamente otimista no momento. Mesmo que o melhor candidato possível vença, a atual conjuntura é menos favorável e os erros de gestão já estão acumulando há mais de 5 anos. Só a conta na energia elétrica ultrapassa R\$60 bilhões!

Juros: Neutro

A boa notícia para os juros é que inflação tem vindo um pouco melhor que o esperado, mas o mérito é da atividade bem mais deprimida do que os agentes econômicos esperavam há vários meses. Como também temos várias tarifas represadas, não será pela inflação corrente que os juros poderão melhorar. O Banco Central recentemente indicou que deverá manter o nível atual, mas está infelizmente afrouxando a política monetária via medidas macro prudenciais, como a redução de compulsório. Não é o ideal, pois o nosso problema é o excesso de gastos e a política monetária é a política menos ruim de todo o arcabouço econômico atual.



Dívida Privada: Positivo

Se tem um grupo de ativos que tem uma dinâmica consistente de crescimento nos últimos anos, é o mercado de dívida privada. O crescimento das administradoras de fundos independentes, a multiplicação de *family offices* e a crescente profissionalização das empresas médias estão fazendo o mercado crescer a taxas altas mesmo diante de um cenário de economia estagnada. Em julho de 2014, o estoque de CCI, um dos títulos estruturados disponíveis no mercado, disponível na Cetip, teve alta de 36% vis a vis o ano anterior e o gráfico 6 da evolução deste estoque é autoexplicativo da dinâmica. Na Vera Cruz estamos conseguindo auxiliar clientes a captar recursos com prazos de 5 anos ou superior para volumes inferiores a R\$10 milhões. É realmente uma grande evolução e o espaço para crescimento é muito grande pois o mercado de fundos possui ativos superiores a R\$2,5 trilhões (de acordo com a Anbima, base julho/2014), enquanto o estoque de CCI ainda está abaixo de R\$100 bilhões.

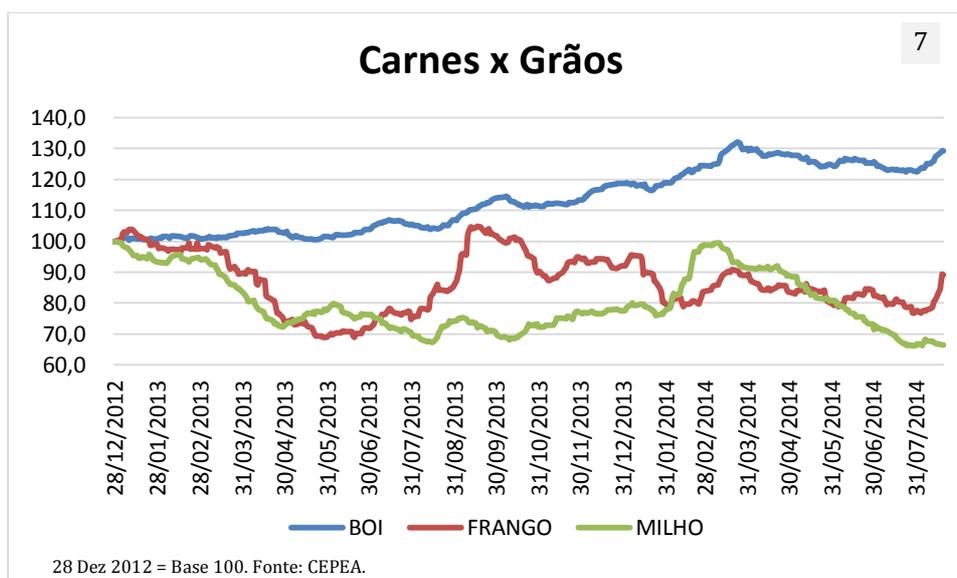
Dólar: Perspectiva de alta

O mundo continua de bem, com taxas internacionais baixas e bom apetite para risco. O Fed está desmontando a sua política e, até agora, está conseguindo administrar as expectativas. Isso, aliado a um Banco Central que está vendendo dólar, faz com que a moeda se mantenha no patamar abaixo de R\$2,30. Podemos dizer que o BC hoje tem uma política de venda de dólar, quando o ideal era uma política neutra, onde apenas amorteceria a pressão por hedge das empresas, dentre outros. Mesmo num cenário otimista, com a vitória de um candidato responsável, acreditamos que o dólar tende a subir para um patamar acima de R\$2,40, pois o valor dos produtos exportados pelo Brasil está em declínio. Se for mantido o governo atual, o céu (ou uns R\$3,00) é o limite...

Commodities agrícolas: Otimista em Carnes; Neutro/Pessimista em Grãos

Os produtores de carnes vivem um dos seus melhores anos, com preços em patamares elevados e queda nos principais insumos – os grãos – devido à forte safra dos Estados Unidos. Para o produtor de frango que sobreviveu ao *squeeze* de 2011, 2014 terminará num cenário bem róseo. Somado à queda de custos, o cenário de guerra fria entre EUA/ União Europeia versus Rússia tende a beneficiar o Brasil, que fica em uma cômoda posição de neutralidade para não prejudicar sua pauta econômica.

Em relação à produção de grãos do Brasil, estamos tendo um ano bom, apesar da forte estiagem, que está impactando principalmente São Paulo e Minas Gerais, prejudicando a safra do café, que já teve uma alta do preço da ordem de 50% em 2014 (o Brasil é o grande produto mundial) e a produção de cana de açúcar, que está com alta de 4% no ano até julho porém com queda de 19% em julho (a colheita tradicionalmente vai de abril a dezembro). Se o cenário continuar, podemos passar a ter efeitos mais negativos na produção de grãos e nos custos de engorda de gado bovino em 2015. Quem tem uma boa estrutura de água – açudes, acesso a represas e canais - deverá se diferenciar no mercado.



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 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>.