

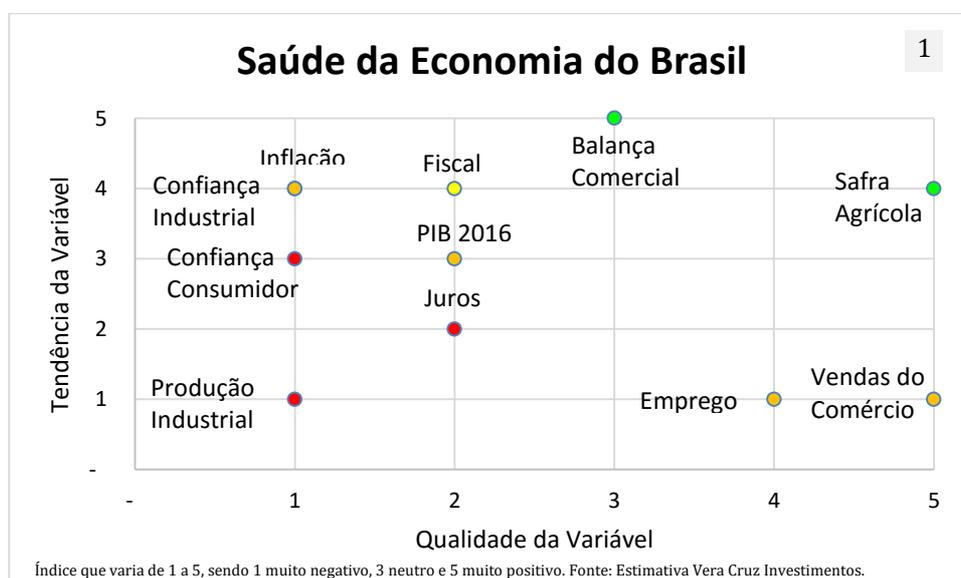
Perspectivas - Setembro 2015

Cenário Geral: Otimista/Neutro

Primeiros sinais positivos do Ajuste; Exportação é o principal caminho

Com uma economia que está sofrendo várias correções dos erros dos últimos anos, a atividade interna ainda deve ficar no estaleiro por vários trimestres e a grande aposta otimista para a recuperação da produção industrial no horizonte de 12 meses é a retomada das exportações. No balanço geral, o Brasil ainda está no lugar errado, mas pelo menos com várias variáveis na direção certa, conforme resumimos no gráfico 1, que procura relacionar a qualidade do dado econômico com a sua tendência. O maior risco no curto prazo é o risco político, com a indefinição se teremos um pós Dilma, de que forma ele se daria etc. No que tange ao “espírito animal” do empresário, nos parece que ainda está em gaiola de gatinho, o que é positivo no sentido de que as expectativas estão muito além do pessimismo. E quando todos estão preparados para o fim, é sinal de que teremos um bom começo. Salvo o “kit Lava Jato” e setores muito dependentes do governo, os 80% restantes da economia estão lidando com uma pressão para reduzir seus custos e seu endividamento e reanalisando vários pontos dos seus negócios. Acreditamos que ao longo dos próximos trimestres teremos um efeito positivo gradual, com empresas mais disciplinadas, consolidações de setores em busca de eficiência e uma atitude de maior agressividade na diversificação de mercado, com maior atuação no exterior seja via exportações seja via subsidiárias. De certa forma, o Brasil vai redescobrir a América Latina e os Estados Unidos, o que é positivo e ao mesmo tempo óbvio.

No resto do mundo, a economia vai bem, apesar do susto da Grécia. O caso da dívida desse país é muito sério, complexo e ganhou-se mais tempo. Mas temos um problema crescente que nos afeta mais, a China, que está com sinais crescentes de deterioração econômica e de uma confiabilidade menor nos números oficiais. Mais do mesmo, “passeio com emoção”...



Check List:

12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

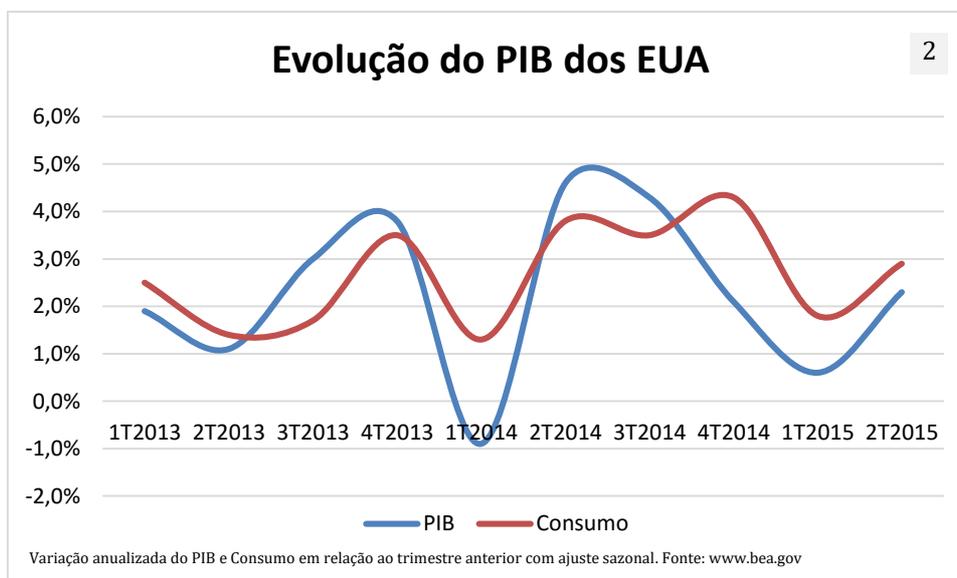
1. **Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** Resultados muito fracos do governo federal, mas surpreendentemente fortes dos estados. Pior que o esperado.
2. **Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** Resultados vindo com maior consistência de melhoria. Melhor que o esperado.
3. **Exportações de Manufaturados.** Forte desempenho em junho e julho, em conjunto com mudança na política comercial sinalizam mudança positiva para a indústria. Melhor que o esperado.
4. **Redução de *Rating* (risco de crédito) do Brasil.** Com os dados fiscais vindo mais fracos e o risco de mudança de governo, temos risco de rebaixamento. Pior que o esperado.
5. **Evolução da Atividade na China.** Crise na bolsa é mais um motivo de preocupação e dados de atividade estão piorando na margem. Pior que o esperado.
6. **Petrolão.** Mudanças na Lei do petróleo em discussão, nova gestão da Petrobrás e novo Plano de Investimentos da Petrobrás são positivos. Cenário para construtoras da Lava Jato ainda é grave, e estamos chegando no núcleo político. Melhor que o esperado.
7. **Política Monetária do BC.** A alta de juros chegou ao fim após o nível de 14,25%, mas num patamar acima do esperado há 3 meses atrás. Pior que o esperado.
8. **Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** As economias da China e da Grécia adicionam incertezas e a alta de juros deve ser mais tardia. Melhor que o esperado.
9. **Racionamento de Energia.** Estamos vivendo na prática um Racionamento branco, e os reservatórios estão começando a se recuperar. Melhor que o esperado.
10. **Petróleo.** Após 3 meses mais de torcida do que de realismo, os preços internacionais voltam a cair abaixo de US\$60 (WTI) com a permanência de um excesso de oferta da ordem de pelo menos 1 milhão de barris e o enfraquecimento da economia da China. Melhor que o esperado.
11. **Política Cambial do BC.** Redução do volume de swaps cambiais continua, mas está num ritmo mais forte que o ideal, criando pressão de alta do dólar. Pior que o esperado.
12. **Saldo da Poupança.** Continua a sangria de recursos, porém em ritmo menor e o Banco Central liberou parte do compulsório. Melhor que o esperado.

Perspectiva Mundo: Otimista/Neutro

EUA: Otimista

A recente visita da presidente do Brasil aos EUA foi melhor que o esperado e um reforço na reaproximação econômica e ampliação do comércio bilateral. A abertura do mercado americano à carne brasileira, por exemplo, é um marco inédito que abre espaço não só para o mercado dos EUA, mas também para 60% da demanda mundial de carnes, pois inúmeros países são alinhados aos EUA, que normalmente proíbem o consumo de carne em países que não são 100% livre de febre aftosa (no caso brasileiro, há vacinação contra febre aftosa, mas sem a doença).

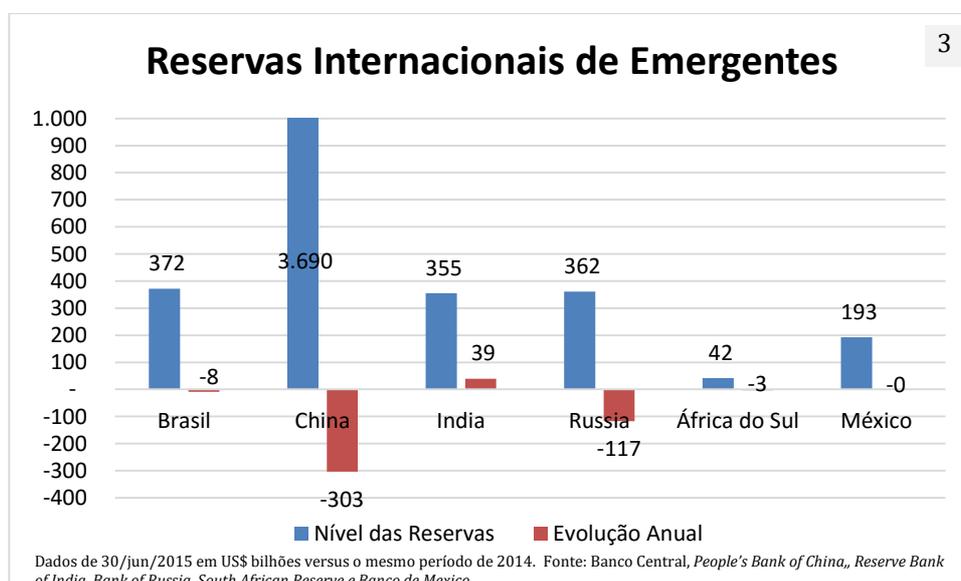
Em relação à economia americana em si, ela continua muito saudável, com contribuição positiva para o crescimento global. No 2º trimestre de 2015, houve crescimento anualizado de 2,3%, após um crescimento pífio de 0,6% no 1º trimestre motivado em grande parte por efeitos climáticos como podemos observar no gráfico 2. A única notícia negativa relevante é o problema da dívida soberana de Porto Rico, da ordem de US\$70 bilhões, mas que é um tamanho bem mais administrável que os €325 bilhões da Grécia (cerca de 5 vezes mais). O Fed (banco central americano) tem sinalizado que subirá a taxa de juros em 2015, mas há uma chance de postergar a alta inicial de setembro para outubro ou dezembro, na nossa visão, o que é positivo. E o ciclo de alta deve ser ameno, pois a inflação americana está comportada, o dólar valorizado e alguns emergentes ainda com problemas, sendo a China o mais novo deles.



Europa: Otimista

A Grécia voltou a ganhar as manchetes nos últimos meses, com a emergência de um partido de extrema esquerda, o Syriza, que brincou de teoria dos jogos e se deu mal. Truco com as condições todas contra não tem como dar certo... No final, houve uma capitulação e, provavelmente, um acordo pior do que se houvesse homens na sala (algo que a Christine Lagarde, diretora geral do FMI, estava pedindo). Mas com exceção da Grécia, os outros países problema fizeram parte relevante do dever de casa e o continente está mais saudável. Com a negociação, o problema grego será postergado, pois o atual nível de dívida/PIB, acima de 170% é insustentável vis a vis o perfil da economia do país, onde quase todos dependem de subvenções do governo e a economia é pouco dinâmica.

Excluindo a Grécia, o resto do continente tem sido uma surpresa positiva, refletindo as reformas trabalhistas e de regulação, além de algumas outras variáveis já mencionadas, como o petróleo mais baixo (o que foi um elemento de sorte) e a desvalorização do Euro (que foi uma política inteligente do presidente do Banco Central Europeu). Em relação ao Euro, que está cotado em torno de EUR1,0 = US\$1,10, houve uma queda de quase 20% em apenas 1 ano! É realmente uma mudança brutal, ainda mais quando falamos do segundo maior bloco econômico do mundo. Fatalmente observaremos um impacto positivo via aumento de turismo e aumento das exportações do bloco europeu e uma queda na *market share* das importações da China, por exemplo, que tem a moeda atrelada ao dólar.



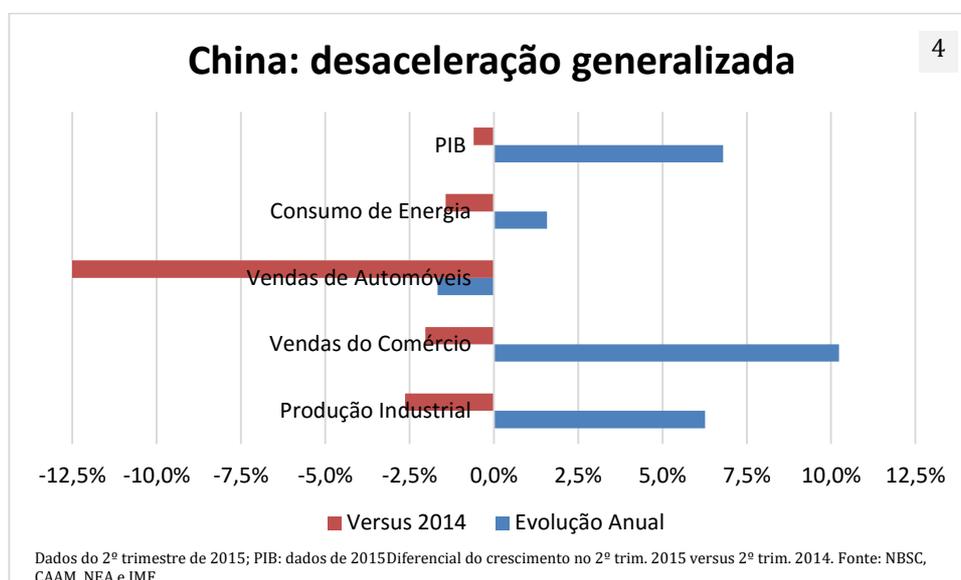
China: Pessimista

A exceção de proibir a queda de ações em lei, o governo chinês realizou todo o rol possível de medidas amadoras para sustentar uma bolha no mercado de ações que ele mesmo criou e estimulou. Do ponto de vista de governança do mercado acionário, a China hoje está entre os últimos do ranking mundial, com um risco adicional de que o mercado local é, teoricamente, o 2º maior do mundo em valor de mercado. Só que é aquele negócio: vendo um GOL por R\$200 milhões e compro um Uno por R\$150 milhões. Ou seja, é um mercado de ações transformado em um autêntico cassino de proporções

trilionárias. O final dessa história, lamentamos informar, não será feliz... Muitos estrangeiros já estão se antecipando e observamos uma saída relevante de capital com a consequente queda nas reservas internacionais (US\$303 bilhões em um ano), conforme o gráfico 3.

Mas o mercado de ações é só mais um sintoma do desespero do governo chinês em segurar um crescimento que não é mais sustentável e muito menos saudável. Para muitos analistas, o crescimento oficial em torno de 7% não é um número confiável e o crescimento efetivo estaria em torno de 4%. Olhando vários indicadores confiáveis, nos parece que esses analistas céticos estão corretos (vide gráfico 4). Podemos observar que mesmo indicadores “oficiais” como a Produção Industrial e as Vendas do Comércio caíram muito mais que a estimativa de redução do PIB. Somente a venda de automóveis em junho atingiu o pior resultado em anos, com queda superior a 5% e tendência de deterioração, sendo parte atribuída indiretamente ao estouro da bolha na bolsa.

O cenário atual inspira muitos cuidados e o Japão do final dos anos 80 nos vem à cabeça. O volume de investimentos ruins na economia chinesa não é claro, como aliás são vários dados do país, mas aqui e ali observamos dados preocupantes que indicam talvez centenas de bilhões de investimentos ruins e créditos podres. No setor de aço, por exemplo, há uma capacidade ociosa em torno de 200 a 250 milhões de toneladas, ou 7 vezes a capacidade total do Brasil. Prédios comerciais e cidades fantasmas abundam no país e a lista continua. O tamanho do *shadow banking*, que são ativos informais de créditos, fora da regulação do banco central chinês, já é equivalente ao mercado financeiro brasileiro, o que tende a potencializar um grande buraco de inadimplência ainda não contabilizado.

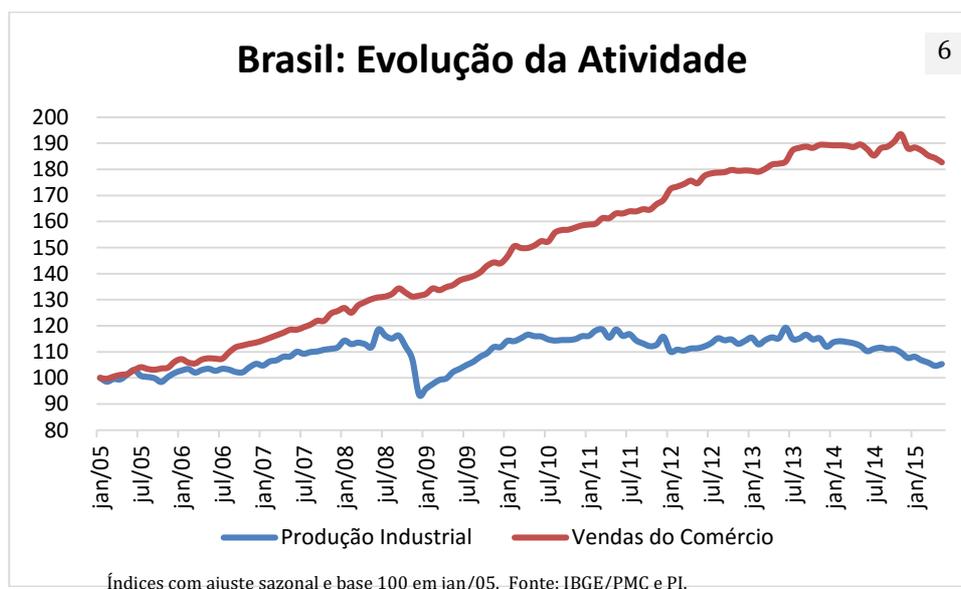


Perspectiva Brasil: Otimista/Neutro

Relação de medidas estruturais relevantes nos últimos 9 meses positivas para a Economia			5
Medida	Status	Impacto	
Setoriais			
Desregulamentação de investimento em hospitais	Aprovado	Permissão de investimento estrangeiro em hospitais. Deve ampliar investimentos no setor.	
Mudança na Lei do Petróleo	A aprovar	Fim da obrigatoriedade da Petrobrás no Pré Sal aumenta competição e eficiência do setor.	
Mudança na Lei dos Portos	Aprovado	Maior flexibilidade e segurança jurídica de concessões, estimulando mais investimentos no setor.	
Tarifação no mercado de Energia Elétrica	Aprovado	Realismo tarifário, tirando passivo do governo e do setor, colocando de volta a lógica econômica.	
Fiscais/ Mercado Financeiro			
Critério de exigibilidade FIES	Aprovado	Critérios mais rígidos, mantendo a sustentabilidade do programa e reduzindo o risco de passivo.	
Mudanças na LCA e LCI	Aprovado	Reduzem algumas distorções dos instrumentos, exigindo maior prazo e um maior foco em habitação (no caso da LCI)	
Mudanças na política de financiamentos do BNDES	Aprovado	Alta da taxa de juros e redução do percentual de financiamento estimula mercado de capitais e reduz subsídio do governo.	
Mudanças na legislação fiscal	Aprovado	Postura mais flexível com estruturas fiscais reduz passivos judiciais, aumenta a arrecadação e reduz o risco Brasil.	
Retorno da CIDE e ajuste na gasolina	Aprovado	Redução do subsídio ao consumidor; estímulo ao consumo de etanol, melhorando a balança comercial e o desempenho do setor de etanol.	
Refinanciamento de clubes	A aprovar no Senado	Maior responsabilidade de gestão financeira dos clubes; equacionamento de dívidas fiscais.	
Venda de Ativos	Em processo	Abertura do capital da Par Corretora e Caixa Seguridade e IRB Brasil estimula o mercado de capitais e a eficiência.	
Trabalhistas e outros			
Mudança no Seguro Desemprego	Aprovado	Ampliação do limite dá o incentivo correto ao mercado de trabalho e reduz o déficit da Previdência.	
Mudança no Auxílio por Morte	Aprovado	Ampliação de exigências reduz fraudes.	
Lei da Bengala	Aprovado	Limite de idade de 70 para 75 anos produz economia fiscal e reduz risco institucional no STF.	
Nova rodada de concessões	A conceder	Adição de 4 novos aeroportos, mudança no conceito no setor ferroviário gerando redução da corrupção e maior eficiência.	
PPE	Aprovado	Medida de flexibilização trabalhista, permite a redução temporária de salários para preservar empregos.	
Redução da maioria penal	A aprovar no Senado	Potencial de redução de homicídios e crimes violentos.	
Terceirização	A aprovar no Senado	Na prática é uma flexibilização da CLT, permitindo a redução de custos trabalhistas.	

No curto prazo, a economia do Brasil está passando por um forte ajuste negativo, com a maior desaceleração de atividade em pelo menos 15 anos, devido à queda da confiança do consumidor, à alta da inflação, ao aumento dos impostos, à redução dos gastos do governo, à redução do crédito e ao aumento do desemprego. Em termos objetivos, o PIB de 2015 deve ser entre -1,5% e -2,0% e teremos sorte se o PIB de 2016 for positivo (no máximo 1,0% de crescimento). Todos os componentes da economia são recessivos no momento, com exceção das contas externas, onde há uma combinação de queda das importações e crescimento das exportações (em quantidade). Estamos colhendo a plantação da má gestão dos últimos anos e não temos muita alternativa. A grande falha das medidas adotadas desde o final de 2014 é que o governo cortou pouco a sua estrutura e seus custos. Outro ponto de atenção é que o patamar de juros, que está começando a se tornar excessivo e não deveria ultrapassar os 14%. Até porque o setor financeiro já está amplificando em demasiado a nova realidade, ao ampliar spreads e reduzir novos desembolsos, o que está asfixiando alguns setores da economia. Com a decisão recente do COPOM de 29 de julho, que elevou a taxa para 14,25%, mas sinalizou o fim das altas, consideramos uma notícia positiva.

Fora isso, temos um caminho longo para desmontar os experimentalismos dos últimos anos e reduzir as distorções na economia, com a clássica socialização dos prejuízos e a privatização dos lucros (campeões nacionais, excesso de subsídio à caminhões e ônibus, política de conteúdo nacional no petróleo...). Conforme podemos observar no quadro 5, na nova safra de medidas temos várias decisões positivas, mas que levarão tempo para maturar. Algumas delas, no entanto, já estão tendo impacto imediato. Após a aprovação do investimento estrangeiro em hospitais, em janeiro, tivemos um aporte de US\$1,8 bilhões somente na Rede D'OR São Luiz, maior grupo hospitalar do Brasil. Não é pouca coisa, significa cerca de 3% do Investimento Estrangeiro (FDI) esperado para 2015.

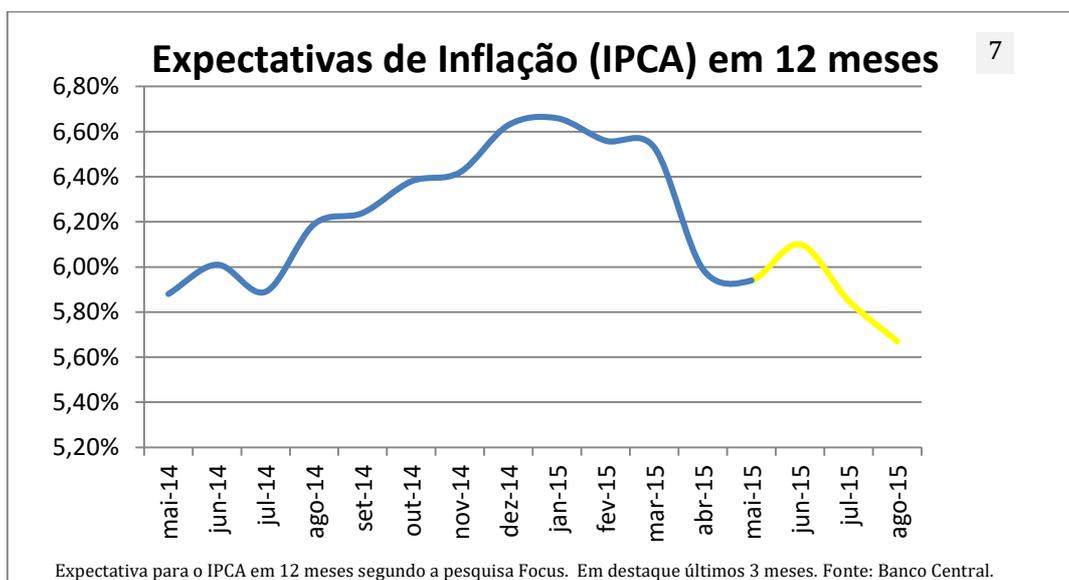


Mas apesar dos vários indicadores negativos, nos parece que muitos empresários estão se preparando para a crise como se fossem gregos, quando na realidade estamos fazendo um ajuste forte, mas necessário e sobre uma base econômica bem mais forte. A economia brasileira hoje tem uma base muito maior de atividade quando medida pelas vendas do comércio (vide gráfico 6) e a indústria, que ficou

deprimida nos últimos anos, tende a se expandir novamente via substituição de importações e aumento das exportações. A massa salarial real, que está sendo penalizada no curto prazo, ainda é 51% maior que 2005 segundo dados do IBGE (pesquisa PME de maio 2015 – Massa Salarial Real de R\$48,95 bilhões). O setor financeiro é um que nos surpreende negativamente, com um conservadorismo no nível máximo de alerta.

Mas o país tem um setor produtivo extremamente resiliente e vamos observar uma evolução muito positiva num horizonte de 12 meses, sendo puxado por uma política de exportações mais agressiva. Sai o modo 100% consumidor interno, para o modo 50% consumo interno 50% exportações. Só para citar um setor ainda abaixo do radar, temos dezenas de empresas de TI com exportações de serviços para a América Latina e outros mercados relevantes, como Estados Unidos e Europa. A desvalorização do Real em quase 30% vis a vis o dólar vai permitir à essas empresas ampliar ainda mais as suas vendas, assim como várias aquisições que realizaram nos últimos anos vão começar a render frutos. Empresas como Stefanini, TOTVS e BRQ, para citar apenas algumas.

E qual é o ponto de atenção para medir quando iremos passar do Cabo da Boa Esperança e retornar a um ambiente mais positivo para a economia? Um gráfico que colocamos no último relatório e vale a pena manter é o da inflação esperada para os próximos 12 meses (gráfico 7). Um dos grandes desajustes do Brasil, além dos déficits gêmeos (fiscal e de conta corrente) era uma aceleração constante da inflação. Por isso precisamos passar por este purgatório e quebrar a inércia inflacionária, que estava insuportável principalmente em serviços, que roda acima de 8% ao ano há vários anos. Só no Brasil se discute a obrigatoriedade de reajuste de aposentadoria dentro de um sistema com déficit de mais de R\$40 bilhões, assim como uma política de reajuste real do salário mínimo. São essas decisões 100% políticas e -100% de responsabilidade fiscal e de boa gestão que fazem o pano de fundo do custo Brasil. Precisamos quebrar esta dinâmica de reajustes automáticos de salários e aposentadoria e “baixar a bola” dos sindicatos, algo que já está acontecendo. Então, inflação futura em queda e próxima de 5,0% e baixos reajustes de salário (sem aumento real) são variáveis-chave indicativas de que estaremos reduzindo parte relevante das distorções da economia.



Atividade: Neutro

A desaceleração do consumo interno é forte e crescente, pois partimos de uma base alta de consumo. O consumidor está sendo espremido de um lado pela perda com a inflação, em boa parte explicada pelo ajuste dos preços administrados – gasolina (que não deveria ser administrado), água, energia e transportes. Do outro lado, há um movimento muito restritivo de crédito, com o fim de linhas subsidiadas como Minha Casa Melhor, a redução de limites de linhas do BNDES e a forte alta dos juros, com aumento da taxa base de 7% para 14% e uma alta dos spreads, além de uma postura excessivamente conservadora dos bancos na aprovação de novos empréstimos. Sem renda e sem crédito, fica difícil ter aumento de consumo. Por isso, observamos nos últimos indicadores como as vendas do comércio uma queda anual (em maio/15) de 4,5% para o comércio restrito e impressionantes 10,4% no comércio ampliado, quando consideramos as vendas de automóveis, dentre outros.

É consenso no mercado financeiro que os números de atividade têm vindo pior que o esperado e que o fundo do poço foi “transferido” do segundo para o terceiro trimestre. E a grande expectativa é em começar a visualizar um estancamento da sangria, que por enquanto é geral, mas com impacto muito maior nos setores de bens duráveis, conforme temos colocado à várias edições do Perspectivas. Mas nem tudo está perdido e setores como bens semiduráveis tendem a se beneficiar no médio prazo com o menor gasto em prestações de automóveis, por exemplo. Setores específicos também devem se beneficiar de um dólar mais caro, como é o caso do turismo interno, especialmente o Nordeste. No geral, nos parece que o movimento de queda está no final nos bens duráveis, que devem estabilizar nos níveis atuais e só ter um crescimento anual a partir do segundo semestre de 2016. Outros setores ligados a serviços, como restaurantes, instituições de ensino e salões de beleza ainda deverão passar por um ajuste mais demorado, pois relutam em cortar custos e reduzir preços, algo fundamental na nova conjuntura.

Um movimento que tende a ocorrer quando se olha um horizonte de 3 a 5 anos é uma redução da grande disparidade entre a produção industrial e as vendas do comércio que observamos no gráfico 6. Acreditamos que as indústrias terão um crescimento maior que o comércio, refletindo o ganho competitivo da desvalorização do real, as mudanças na política externa (falamos no tópico de Contas Externas) e ajustes de mercado. Indústrias menos competitivas como a de alumínio primário, que necessitam de energia subsidiada, já tiveram enorme redução de produção, enquanto indústrias como papel e celulose continuam crescendo. A normalização dos preços de energia, esperada para 2016 e 2017, também deverá contribuir para este movimento.

Emprego: Pessimista

Ao lado do front da inflação, o mercado de trabalho é uma das variáveis fundamentais a ser observada. Isto porque parte relevante da indexação da economia está ligada à indexação de salários: a inflação de ano X-1 ocorre, os sindicatos impõem o repasse de 100% ou mais da inflação (o que daria o chamado ganho real) e as empresas aumentam os preços retroalimentando a inflação do ano X. É uma briga ilusória onde o salário sempre perde e o país perde mais, pois fica com um problema de competitividade e pouca previsibilidade. Se você fosse responsável por uma multinacional querendo montar uma base para exportação e tivesse condições iguais no Brasil ou outro país normal, qual seria a escolha? O país onde o salário aumenta 5-6% ao ano independente da produtividade, ou o país com salário previsível?

Pelo que ouvimos de vários clientes, os sindicatos hoje são claramente um dos grandes problemas do país. Eles preferem ter 1.000 pessoas ganhando R\$5.000 do que ter 10.000 ganhando R\$4.500. E esta dinâmica perversa só se quebra com um choque como o atual.

Então, por mais contraditório que possa parecer, a queda da massa salarial real, se vier principalmente do menor reajuste de salários é muito positiva para o país. E se tivermos um enfraquecimento maior dos sindicatos e a aprovação de várias leis como a terceirização, estaremos também lançando as bases para anos mais auspiciosos. Os próprios empresários também precisam mudar a postura e serem mais combativos nas negociações porque a competição é global, e não mais local.

Governo: Otimista/Neutro

De acordo com a lista da tabela 5, várias medidas têm sido aprovadas ou estão em caminho de aprovação, sejam elas por parte do governo, sejam por parte de um Congresso “independente”, e que devem ter impactos positivos nos próximos trimestres. O Congresso aprovou de um modo geral mais matérias em 6 meses do que provavelmente nos últimos 2 anos. Projetos que vinham em banho maria há 10 anos finalmente saem da gaveta. Apesar de se poder dizer que não fazem mais que a obrigação, no mundo da política brasileira estamos com um desempenho surpreendentemente positivo.

Como já ressaltamos algumas vezes, estamos na prática desmontando a filosofia atrasada que foi colocada nos últimos 10 anos e pela qual pagamos hoje o preço. Até a política de reajuste do salário mínimo (finalmente) está sendo rediscutida e até pelo governo que a implantou. Nada como um choque de realidade para colocar bom senso no lugar de populismo.

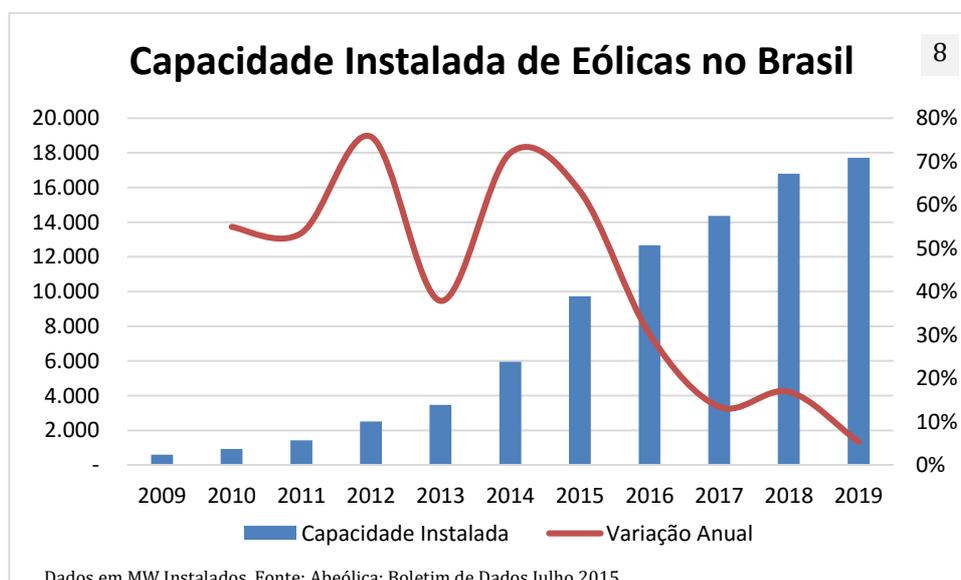
Mas no dia 22 de julho, ao revisar para baixo as metas fiscais de 2015 a 2017 diante de uma realidade que “foi convidada e se impôs” (nas palavras do ministro Nelson Barbosa), o governo sinalizou ao mercado que as medidas até o momento ainda são insuficientes e que o Congresso precisa se comprometer as novas rodadas de redução das despesas. Dentro dessas, a mais urgente é o fim do reajuste do salário mínimo, que na atual conjuntura poderia custar um adicional de até R\$50 bilhões apenas em 2016. O que está acontecendo é que a herança do governo é mais maldita do que esperávamos. Além disso, com um cenário de pressão de custos para as empresas e crédito contracionista, muitas companhias optam por atrasar impostos, financiando-se com o fisco em uma tentativa de “manter-se vivo” no ambiente desafiador. Este efeito é negativo no curto prazo, mas também pode ser uma “poupança” quando a economia voltar a melhorar e as empresas quitarem os atrasados.

Outro fator complicador são os ruídos do Petrolão, que estão crescentes e cada vez mais próximos do Planalto e do Congresso. É consenso em Brasília que dias piores virão. Como disse, o ministro do STF Teori Zavaski (segundo a imprensa), a Lava Jato “é um galinheiro: puxa uma pena, sai uma galinha.” Ou seja, deixaram muito rastro e os valores são absolutamente exorbitantes, além de haver uma pressão estrondosa da sociedade. Até o momento, a ameaça de prisão de alguns políticos foi até positiva, pois estão trabalhando como nunca, mas em algum momento nós poderemos ter peças-chaves do governo e do Congresso sendo impedidas de exercer seus cargos. É este ruído que teremos que administrar no curto prazo, mas temos confiança nas instituições do país. Além disso, consideramos o risco político positivo em caso de mudança de poder, pois o que temos é uma oposição muito mais favorável ao

mercado do que o governo atual e não há espaço no momento para a emergência de esquerda radical, pelo contrário, o país está rumando para a direita, para menos governo.

Investimento: Pessimista no CP; Otimista no LP

O visitante que chega a Trairi no Ceara, encontra as mesmas praias bonitas e desertas de cinco anos atrás. Mas observa-se um novo elemento no horizonte: dezenas de parques eólicos. Somente este município distante 124 km de Fortaleza, possui em torno de 300 MW de capacidade instalada (cerca de 150 MW de capacidade efetiva), suficientes para suprir 5% da demanda do estado do Ceará. E esta é a nova realidade do Nordeste. Cerca de 5% da geração de energia total do Brasil já é de eólica, segundo a ONS e a Abeólica (cerca de 3.000 MW médios e 6.400 MW instalados) e a expectativa é de atingir 17.700 MW instalados como podemos ver no gráfico 8, num crescimento de 200% ante 2014. Em 2015, esta fonte de energia está crescendo mais de 100% e ajudando a melhorar o balanço energético do país. Em contraste com as outras fontes de energia como a geração hidráulica, temos um mercado fragmentado, com centenas de empreendimentos e dezenas de investidores privados, alguns deles multinacionais. Tudo fruto de uma política de longo prazo, que está dando frutos e terá impacto positivo crescente. Este sim é o público alvo do BNDES. Mas também já observamos *players* trabalhando com *funding* internacional, como é o espírito da recente transação da Renova com a americana Sun Edson.



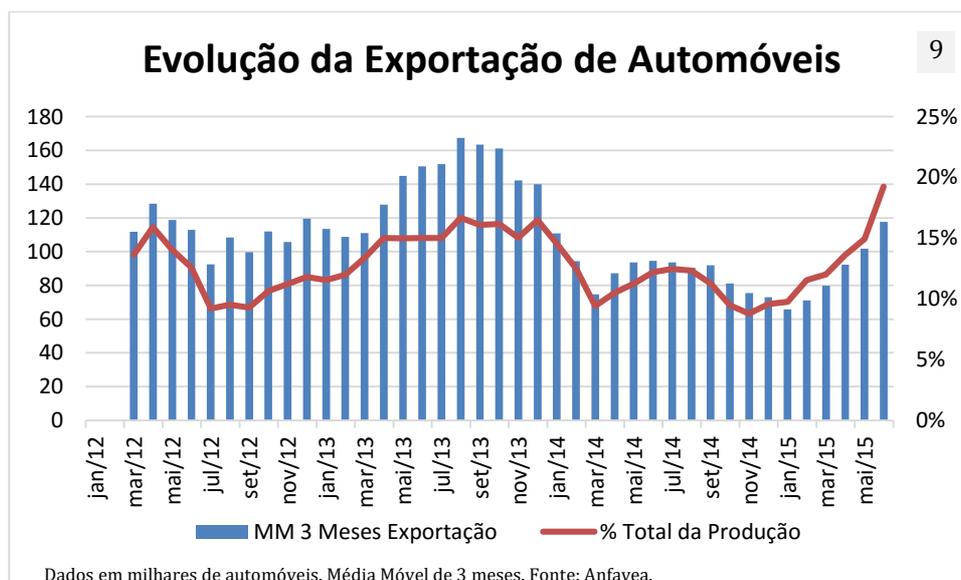
Assim como este exemplo, alguns investimentos começam a naturalmente reduzir o custo Brasil. São aeroportos recém privatizados, novas concessões rodoviárias, investimentos em ferrovias que reduziram gargalos na grande São Paulo e Belo Horizonte, e a inauguração de novo corredor logístico no Norte do Brasil, via Mirituba (PA). Somente os investimentos de ferrovias em BH trouxeram aumento 120% na capacidade de transporte de cargas. Já o corredor Norte trará redução de pelo menos 30% no custo do frete para a região produtora do Norte do Mato Grosso.

Outra frente que deve ter um impacto estrutural positivo no longo prazo é a venda de partes da Petrobrás e a flexibilização da sua participação no Pré-Sal e a flexibilização da política de conteúdo

nacional. A Petrobrás é monopolista em vários segmentos relevantes, como a infraestrutura de gasodutos, distorcendo preços e limitando a competição e outros investimentos. Ao vender essas divisões, aumenta-se a transparência e o estímulo para novos entrantes privados em um regime de competição justa. No caso da produção de petróleo, teremos estímulo para uma multiplicação dos investidores e operadores de campo, livrando a Petrobrás de uma grande responsabilidade o mercado de um centralismo desnecessário e que com a Lava Jato se provou muito perigoso, pois o setor todo para quando a Petrobrás para.

Setor Externo: Otimista

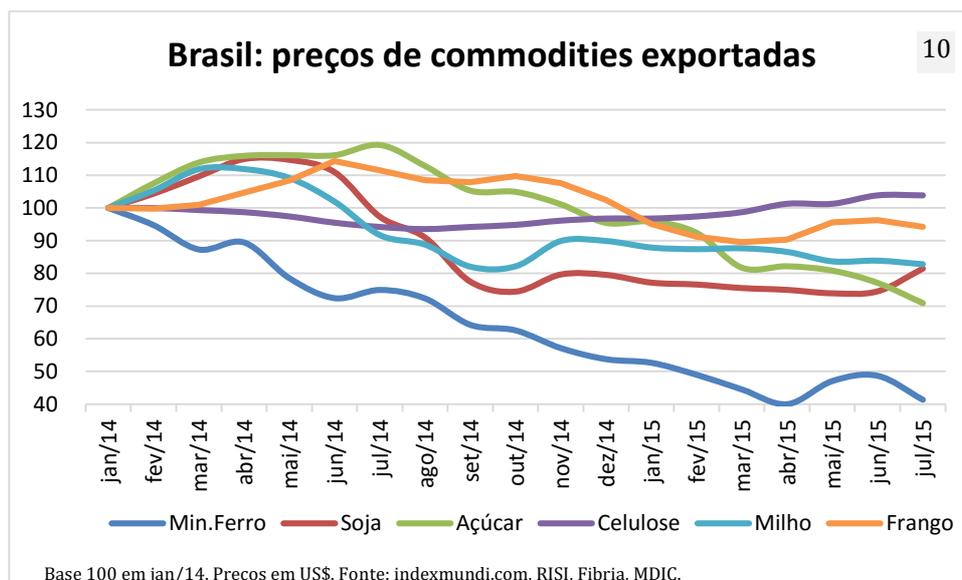
A grande fonte de boas notícias no curto prazo é o setor externo, que está passando por um ajuste muito mais forte e rápido do que o mercado financeiro antecipava. Essa é a vantagem de termos um câmbio livre (sem bandas cambiais etc.) e da redução de intervenção do Banco Central via swaps. O fato é que em um ano, mesmo com todo o stress, as reservas estão estáveis, ao contrário de países como a China, conforme observa-se no gráfico 3. As reservas são, aliás, um dos pontos positivos quando se analisa o risco de crédito do país.



Na balança comercial, a virada de déficit de US\$4 bilhões em 2014 para algo superior a US\$10 bilhões em 2015 está se consolidando, e atingimos até julho a marca de US\$ 4,6 bilhões, ou uma melhoria de US\$5,6 bilhões vis a vis 2014. Desde junho, está mais claro uma virada nas exportações de manufaturados, com crescimento anual de setores relevantes como automóveis, autopeças, aviação, veículos de carga e laminados planos. A alta só não é maior porque houve repasse de parte do câmbio com redução de preços. Este fenômeno pode ser observado na exportação de automóveis, que cresceu 97% em quantidade segundo a Anfavea em junho/15, mas que segundo o MDIC cresceu 53%. Com esta evolução as exportações de automóveis atingiram o maior patamar em 2 anos e quase 20% da produção local ante cerca de apenas 10% há apenas 1 ano atrás, como podemos observar no gráfico 9. Considerando a recente pró atividade do setor e a mudança de gestão da política externa do governo, buscando abrir novos mercados além das “potências” Argentina e Venezuela, é possível que as exportações possam atingir 1 milhão de automóveis em até 5 anos ao ganhar mercado na América

Latina e alguns mercados da África (foram de 362 mil nos últimos 12 meses). Com isso, não resolvemos todo o problema, mas forçamos o setor a buscar mais competitividade e redução de custos em vez de ficar acomodado na sua reserva de mercado com uma alíquota de 35% de imposto de importação.

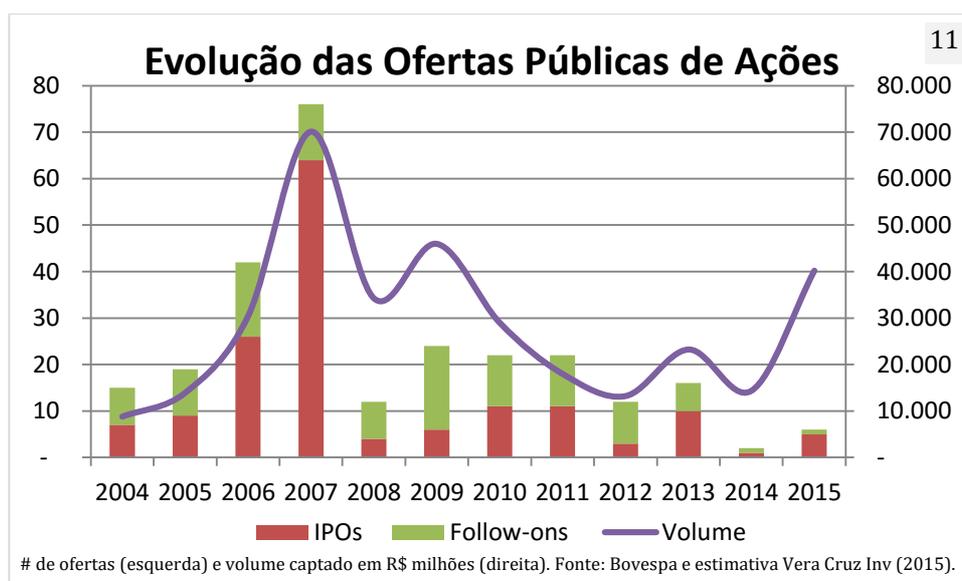
Mesmo na exportação de commodities, que nos últimos anos foram responsáveis por quase 50% das exportações totais e vêm sofrendo há mais de 2 anos com a queda generalizada de preços, observa-se uma estabilização nos preços e até uma alta em alguns produtos na comparação anual (vide gráfico 10), o que tende a se refletir positivamente a partir do final de 2015. Uma dessas commodities é o milho, que chegou a ter alta de 12% em julho (mas fechou estável) e no qual deveremos colher uma safra recorde no 2º semestre, conhecida como safrinha, que é uma safra plantada em parte da área de produção após a safra principal que é colhida até abril/maio. O volume estimado pela Conab será da ordem de 51,5 milhões de toneladas, com alta de 6,5% ante 2014. Ou seja, vamos ter um salto na exportação de milho até o final do ano, com bom preço e grande quantidade. Julho já deu um “aperitivo” desta performance, apresentando um crescimento de 84% nas exportações do produto ante o mesmo período de 2014.



Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Otimista

Com a abertura de capital da Par Corretora em junho, a bolsa voltou a ter um IPO pela primeira vez em quase 12 meses e foi aberta a temporada para novas operações. Até o final de 2015 teremos a Caixa Seguridade e o IRB Brasil somente do setor de seguridade. Outros que podem vir também são Carrefour Brasil e BR Distribuidora, subsidiária da Petrobrás. Com isso, teremos em 2015 um salto de mais de 100% nas captações vis a vis 2014 (gráfico 11). Além das aberturas de capital, também estamos observando um número crescente de empresas com listagem no Bovespa Mais (um total de 11 até junho de 2015), que permite uma simples listagem na bolsa sem a obrigação de uma oferta pública, dentre outras simplificações. No ano já temos a entrada de Maestro (locação de automóveis) e especula-se que venham pelo menos mais 3: BR Home Centers (varejo de material de construção), BRQ (TI) e Inbrands (varejo de vestuário).

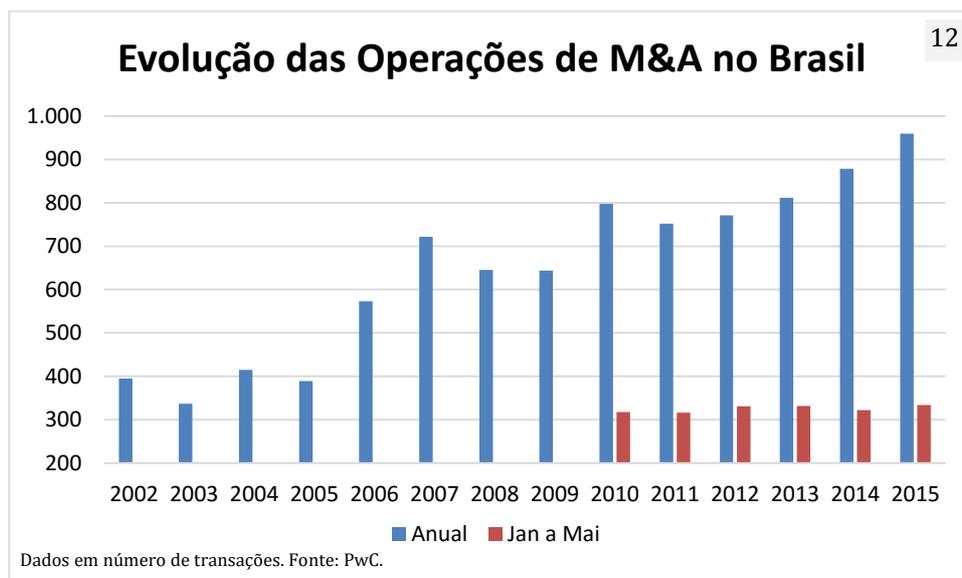


Fusões & Aquisições: Otimista

Apesar da forte queda do PIB em 2015 e do baixo nível de confiança dos empresários, o setor de fusões e aquisições continua de vento em popa, com crescimento de 4% em relação a 2014 (em número de transações, até maio) e no maior nível histórico conforme o gráfico 12. A vida continua, e o lado bom da crise é que as empresas que pediam preços exorbitantes ou não tinham interesse em discutir uma venda ou fusão quando a economia estava bem, agora se confrontam com uma realidade dura, de forte restrição de crédito e aceitam colocar na mesa preços mais realistas e uma divisão de poderes, com mais governança.

A atual conjuntura demanda mais do que nunca um ganho de escala e de eficiência. Para nós está claro que, do ponto de vista de crédito, existe o mundo das empresas com receita superior a R\$500 milhões e o mundo do resto. Então, somente do ponto de vista de acesso a mais *fundings* e custos menores, já

faria sentido a fusão de duas empresas complementares ou a atração de um grande investidor financeiro. Além disso, principalmente nos mercados de indústrias em geral, a escala torna-se mais relevante em um mundo cada vez mais competitivo e em uma nova realidade onde é necessário exportar e conquistar novos mercados além do “cômodo” mercado interno. E somente com grande escala pode-se ganhar o mundo.



Em relação ao perfil das fusões e aquisições, ganha destaque a maior participação de investidores e empresas estrangeiras, que estão motivados também pela desvalorização do real, que torna os ativos brasileiros mais baratos em dólares. Por este mesmo motivo, os fundos de *private equity* voltam com grande apetite, pois estavam há vários trimestres com caixa cheio esperando oportunidades a preços mais realistas.

Juros: Otimista/Neutro

O ciclo de alta dos juros parece ter chegado ao fim após atingir 14,25%. É uma taxa que consideramos já ser excessiva e a política monetária chegou ao seu limite positivo na redução da inflação (redução da inflação versus depressão da atividade). O cenário provável é de manutenção desta taxa pelo menos até março de 2016, dado que a inflação ainda está resistente e o desempenho fiscal do governo ainda é sofrível, conforme as revisões de superávit primário colocadas em julho. Com o fim da alta, consideramos que o cenário da curva de juros tende a ser positivo e a curva longa tende a cair de modo relevante com a redução da expectativa de inflação futura. Somente a queda do IPCA de 9% ao ano em 2015 para cerca de 5% ao ano já esperada para 2016 pode trazer uma redução de 1 a 2 pontos percentuais na curva (taxa de juros de 3 anos) nos próximos 12 meses.

Os riscos deste cenário são, do lado negativo uma piora ainda maior do governo, com um *standstill* (paralisia, sem *impeachment* e sem tomada de decisões) do governo e maiores gastos fiscais e, do lado positivo, uma melhora na percepção do investidor estrangeiro, impactando em um salto nas operações de *carry trade* estimuladas pelo brutal diferencial de juros entre o Brasil e os Estados Unidos, o que forçaria o BC a reduzir antecipadamente a taxa de juros para evitar um excesso de liquidez no país.

Dólar: Neutro

A crise no governo atingiu um nível mais fundo do poço e a revisão realista de meta fiscal abalou a confiança do mercado financeiro no curto prazo, fazendo com que o dólar saltasse para o mais alto nível dos últimos anos, acima de R\$3,40. Acreditamos que a variável política é responsável por mais de 50% da explicação de um dólar acima de R\$3,00 e que num cenário normalizado a banda de R\$2,80 a R\$3,10 é factível nos próximos 12 meses. Já observamos a melhoria no déficit de conta corrente e das exportações e o grande risco neste fluxo é uma forte queda na China, com impacto adicional nas commodities. Em julho isto foi parcialmente observado, mas o impacto ainda é limitado.

Outro ponto relevante é o rating soberano, que agora tem uma ameaça crescente de ser rebaixado para grau especulativo. Os próximos meses são cruciais para termos uma sinalização de que se a meta de 2015 já está perdida, a meta de 2016 será reforçada por medidas adicionais que compensem o cenário de menor arrecadação.

Em resumo, podemos ainda ter sustos para cima, mas acreditamos que o fundamento indica um nível abaixo do atual, em torno de R\$3,40, para próximo de R\$3,00.

Crédito Privado: Otimista/Neutro

As empresas com receita inferior a R\$500 milhões estão passando provavelmente pela maior restrição de crédito dos últimos 10 anos. E alguns setores específicos, como o de construção, estão sofrendo com maior intensidade, seja pela súbita falta de crédito direcionado e o abalo na confiança dos investidores, seja pelo desbalanceamento do seu mercado, implicando em um crescente estoque de imóveis residenciais e lajes corporativas a venda ou para aluguel. Mais do que nunca, os empresários aprenderão na prática algo que o mercado financeiro aprende na lição 1.0: liquidez tem um valor que não deve ser subestimado.

Infelizmente, deveremos observar uma piora antes de uma melhora, com operações mais seletivas e um crescente número de Recuperações Judiciais. Além das empresas da Lava Jato, observamos diversas empresas de bens de capital, algumas grandes empresas de agro que estavam excessivamente alavancadas, o setor de etanol (que está em crise há anos, mas com um cenário mais positivo) e algumas empresas de comércio varejista. Enfim, quem estava muito desorganizado, excessivamente otimista e com descasamento relevante de passivo, ficou da noite para o dia sem limite e com um buraco a pagar.

O lado positivo do crédito é que quase todo o setor financeiro do Brasil se encontra saudável, com a exceção de um ou outro banco de médio porte. Os recentes resultados do 2º trimestre, com crescimento nos lucros de praticamente todos os grandes bancos (inclusive com resultados recordes), só reforça a saúde do sistema. Com isso, mesmo se tivermos um volume relevante de inadimplência (o que é provável dado a restrição de crédito), há um colchão considerável para absorção e o país não terá crise sistêmica no setor financeiro.

Com a resistência de empréstimos dos bancos, a excessiva concentração bancária (ainda mais com a aquisição do HSBC pelo Bradesco) e mudanças regulatórias recentes (como na LCI e LCA), o crescimento

da dívida estruturada é uma das certezas dentro de tantas incertezas e que já temos colocado nos últimos relatórios. Um setor que deverá ser grande promotor do mercado de capitais é o imobiliário, que deverá trabalhar tanto na captação de financiamento de produção, quanto na venda dos recebíveis após o empreendimento estar pronto. É algo que já estamos discutindo com diversas empresas do setor de menor porte e que nunca realizaram operações do gênero, apenas o tradicional financiamento da produção subsidiado e o repasse dos clientes a bancos de varejo. E aí temos um desafio crescente de profissionalizar as demonstrações financeiras e a governança para permitir à essas empresas acessar investidores mais exigentes. É uma quebra de paradigma pela qual teremos que passar nos próximos anos.

Imóveis: Pessimista/Neutro

O cenário mais otimista para o mercado de imóveis residenciais e lajes corporativas é de manutenção dos preços nominais. O que estamos observando em 2015, do lado dos imóveis residenciais, é uma forte perda real, com aumentos bem abaixo da inflação, mas ainda positivos, com exceção de mercados de Brasília, Curitiba e Niterói, de acordo com o índice Fipe/ZAP. Do lado das lajes corporativas, observamos forte queda nos aluguéis e altos índices de vacância, especialmente nos mercados de Rio e São Paulo. Segundo a JLL, a vacância em São Paulo está em torno de 23% e a tendência na margem é de piora porque vários prédios novos estão sendo concluídos e adicionados à oferta em meio a uma demanda fragilizada.

Por outro lado, as construtoras em geral estão tendo limitações no financiamento da produção e no repasse dos clientes ao final da obra, o que tende a limitar ainda mais a demanda junto com o baixo índice de confiança do consumidor. O cenário mais provável é de que as construtoras em geral deverão reduzir substancialmente o volume de lançamentos e alguns empreendimentos devem ser cancelados por não atingirem uma curva de venda mínima aceitável. Acreditamos que os imóveis provavelmente terão uma leve queda nominal no seu valor (até 10%) num horizonte de 24 meses, refletindo o desequilíbrio entre oferta e demanda, além de ajustar alguns excessos de precificação dos últimos anos. Provavelmente só em 2017 teremos um mercado no geral mais balanceado.

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>.