

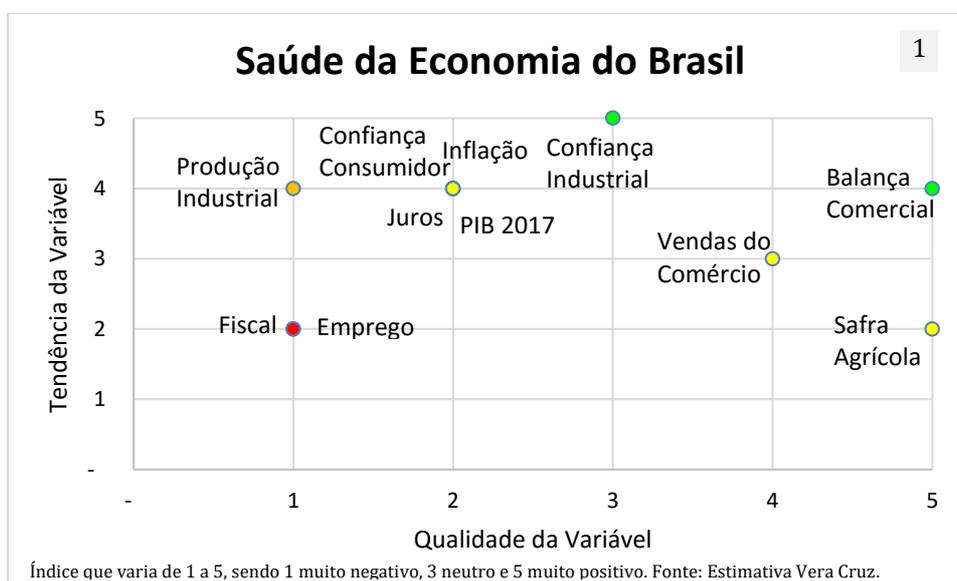
Perspectivas - Setembro 2016

Cenário Geral: Positivo

Enfim, entrando em um ciclo virtuoso

Os últimos 3-4 meses foram o oposto dos últimos 2 anos: enquanto no Brasil continuou uma forte melhoria das expectativas e da qualidade das decisões e sinalizações do governo federal, no mundo tivemos algumas nuvens no horizonte: saída do Reino Unido da União Europeia, preocupação com a solvência do sistema bancário na Itália, evolução da candidatura Trump nos EUA, tentativa de golpe na Turquia e, pior de tudo, uma crescente insegurança em vários países com o crescimento de ataques terroristas. É tão contraditório como ao mesmo tempo em que temos acesso a tanta informação, observamos o recrudescimento da ignorância e da intolerância. A Internet, que deveria informar, é utilizada para propagar homens bomba e muitas vezes a desinformação.

Dentro desse contexto, nos parece que o Brasil volta a ganhar uma “segunda chance”, pois está resolvendo todo o seu problema político pelas vias constitucionais, com ótimo funcionamento das instituições e com a pressão ativa da classe média. Estamos reforçando ao mundo que somos a maior economia emergente confiável, com ampla democracia e instituições consolidadas, sem espaço para máfias e tiranos, e que está optando por uma maior inserção no mundo e não o inverso. O índice que melhor reflete o atual cenário benigno, do impacto de tirar o burro da sala e da casa é o índice de confiança dos empresários, que explodiu nos últimos 4 meses (conforme o gráfico na página 8). Nos livramos do peso morto, agora é fazer as medidas duras, cortar benesses e reduzir o tamanho do estado. Nos parece que o Brasil caminha para sua segunda independência, onde o estado vai começar a trabalhar mais para o Brasil, em vez do Brasil trabalhar para o estado.



Check List:

12 pontos a monitorar nos próximos 12 meses

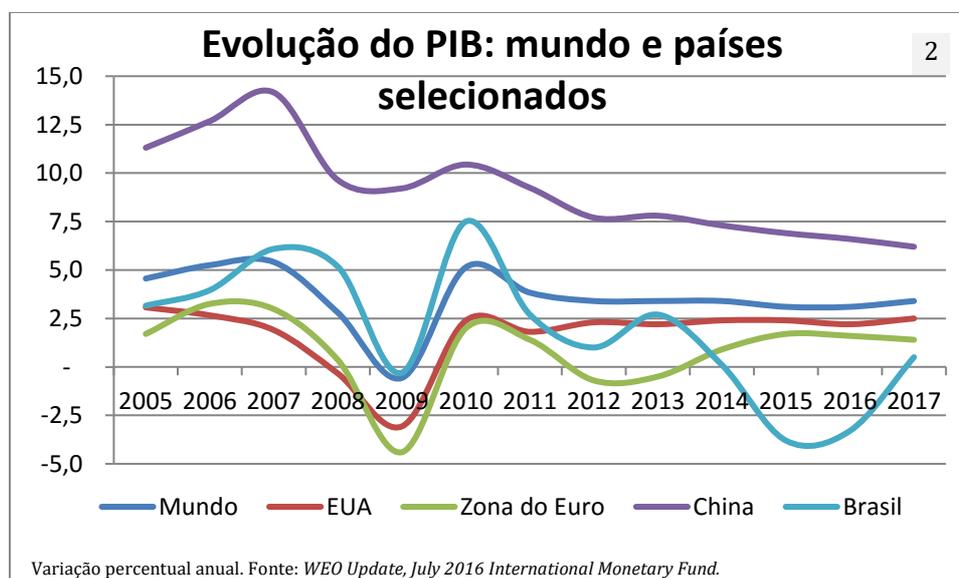
1. **Evolução do Superávit Primário do Governo do Brasil.** Reajustes de funcionalismo público não são justificáveis, apesar de incluídos no déficit de R\$170 bilhões. Pior que o esperado.
2. **Inflação.** A inflação tem surpreendido com forte desaceleração e, salvo por alguns alimentos, tende a cair fortemente. Melhor que o esperado.
3. **Evolução das Contas Externas (Déficit de Conta Corrente e Investimento Direto).** Mudança positiva continua, mas em um ritmo mais lento. Em linha com o esperado.
4. **Exportações de Manufaturados.** Crescimento ainda patina. Pior que o esperado.
5. **Rating (risco de crédito) do Brasil.** Após a mudança de governo a percepção de risco país melhorou sensivelmente. Melhor que o esperado.
6. **Evolução da Atividade na China.** A economia está em desaceleração mais lenta que o esperado. Melhor que o esperado.
7. **Petrolão.** A mudança na gestão da Petrobrás foi excelente e a empresa começa a virar a página e fazer melhorias profundas na gestão. Melhor que o esperado.
8. **Política Monetária do BC.** Novo BC empresta mais credibilidade, dando suporte a uma forte queda na taxa de juros longa. Melhor que o esperado.
9. **Política Monetária do Fed, Banco Central dos EUA.** Economia dos EUA ainda patina e limita a alta de juros pelo Fed. Melhor que o esperado.
10. **Petróleo.** Preço internacional não resistiu a uma conjuntura de excesso de petróleo e voltou a cair para cerca de US\$40-US\$45. Melhor que o esperado.
11. **Política Cambial do BC.** Atuação mais discreta do Banco Central. Em linha com o esperado.
12. **Saldo da Poupança.** Continua a saída de recursos. Pior que o esperado.

Perspectiva Mundo: Otimista/Neutro

EUA: Otimista/Neutro

Apesar da ameaça do Trump, que foi tratado no início da corrida eleitoral como uma brincadeira e tornou-se o candidato republicano, acreditamos que a eleição da Hillary Clinton é o cenário mais provável, mantendo uma política estável, sem radicalismos. Mesmo o *establishment* republicano não deve trabalhar pelo Trump, que vem propagando ideias preconceituosas contra imigrantes e muçulmanos, em parte na mesma linha do ideal que permeia o Brexit. No entanto, caso o Trump fosse eleito, seria a pior decisão da política americana em uns 100 anos, pois as ideias desse candidato estão no mesmo nível das ideias da nossa presidanta, com muita ideologia rasa e pouca visão pragmática de médio e longo prazo. Num hipotético governo Trump teríamos a reversão de tratados comerciais e provavelmente a reversão de tratados a favor do combate a emissão de gases de efeito estufa, dentre outros. Os Estados Unidos, que historicamente sempre foram vistos como um porto seguro, perderiam a confiança de empresários, provavelmente causando uma queda nos investimentos e uma possível recessão na economia. Enfim, é melhor não pensar muito neste cenário...

Já no mundo real, a economia americana continua pujante, com crescimento razoável e inflação controlada, além de gastos do governo no território positivo. É forte o suficiente para manter um cenário positivo, e fraca o suficiente para limitar o apetite do Fed por subir os juros, como podemos observar no gráfico 2, com crescimento do PIB ao redor de 2,5% nos últimos anos. As empresas americanas continuam dominando o mundo, com destaque crescente para a nova economia. O Uber, por exemplo, não existia há cinco anos atrás e é o mais valioso dos unicórnios, como são denominadas as empresas fechadas com avaliação superior a US\$1 bilhão. No caso do Uber chega-se a uma *valuation* de impressionantes US\$50 bilhões pelo menos baseado nos últimos aportes na empresa. O mercado de publicidade é outro caso: enquanto jornais e revistas do mundo inteiro perderam receita, Google e Facebook tornaram-se “*the new kids on the block*”.



Europa: Neutro

Como colocamos em um artigo no blog Opinião do Analista (www.veracruzinvest.com.br), o Reino Unido mostrou que a ignorância não é um monopólio de países menos desenvolvidos para colocar a decisão de saída da União Europeia de um modo light. O benefício que o país sempre teve dentro do mercado comum era enorme. Londres é um dos três principais centros financeiros do mundo graças a sua posição como base para atuação na Europa e ao decidir sair da união com o continente está abdicando desta condição. É como se o Reino Unido decidisse perder aqueles 5% que correspondem a 30% da sua riqueza por preconceitos, insatisfação com a situação econômica. É dar um tiro no pé como forma de protesto.... O lado bom é que a Inglaterra provavelmente vai servir de exemplo e ser jogada ao mar. Vai ficar claro para outros membros que é preferível ter que dividir poder e decisões e ter uma vida razoável, do que ser um *homeless* senhor do seu Destino...

Outra fonte de preocupação são os créditos podres. Como era esperado há alguns anos quando da salvação do setor financeiro europeu pelo “Super Mario” (presidente do Banco Central), agora estão saindo alguns esqueletos do armário, com destaque para os empréstimos podres da Itália. Mas no geral o continente está bem, capitaneado pela Alemanha, que possui uma excelente governante, talvez a mais influente hoje no mundo, e a conjuntura benéfica de preço do petróleo controlado, baixo custo do gás, Europa desvalorizado e custo negativo da dívida soberana de países como a Alemanha e Holanda.

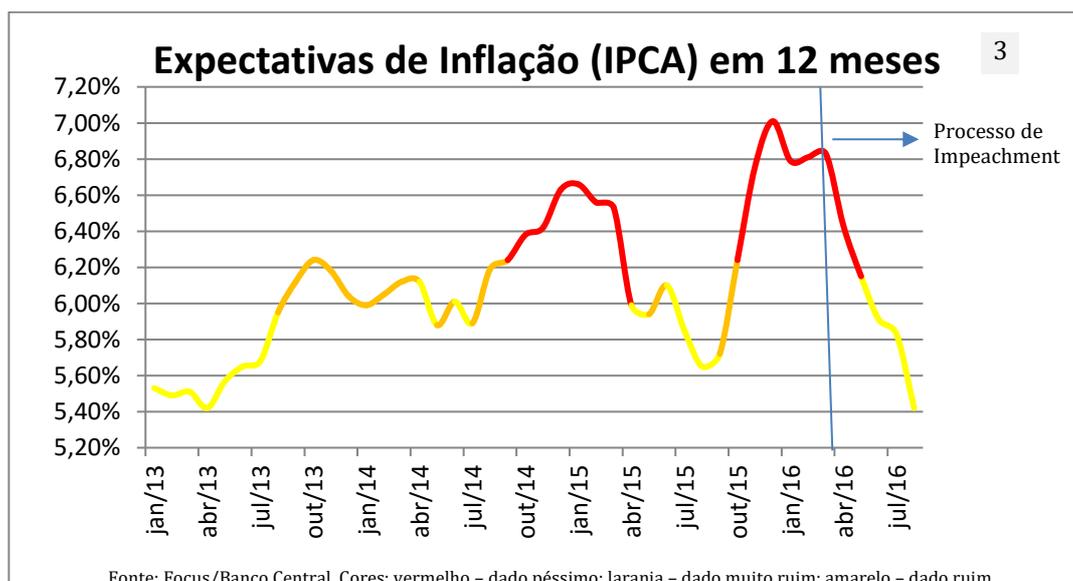
China: Pessimista

Sem querer ser repetitivo, na China o cenário é mais do mesmo, com desaceleração gradual da economia. Além do PMI levemente negativo, como já citamos diversas vezes, observamos uma contínua queda das exportações (queda de 4,4% em julho de 2016) e das importações (queda de 12,5% em julho de 2016). Do lado das importações a grande motivação dos últimos 12-24 meses foi a queda no preço das commodities, algo que deve ser revertido daqui para frente com a recuperação dos preços de diversos produtos, como a soja, o açúcar e até o minério de ferro. Com a recuperação das importações e a tendência de queda /estagnação das exportações devido à crescente competição de países como o Vietnã, é provável que o superávit comercial caia num cenário de 12 meses.

Um movimento que tem sido crescente é o de aquisições de empresas relevantes fora da China por parte das empresas chinesas. Há uma grande desconfiança neste movimento, pois são muitas vezes operações gigantes realizadas por empresas de crédito duvidoso. Tanto que há uma diferença importante entre o valor das transações anunciadas vis a vis as transações concluídas. Também no Brasil o impacto das aquisições de empresas chinesas está chamando a atenção, como mencionamos na página 13.

Perspectiva Brasil: Muito Positiva

Como havíamos colocado no Perspectivas anterior, estava sendo plantando um “bônus de inflação” de preços controlados, com destaque para a energia elétrica e o gás. Além disso, estamos finalmente colhendo algum “bônus da recessão”: os preços livres em geral começam a ter um comportamento mais racional, respondendo a queda de demanda. É teoria básica de microeconomia: quando um preço sobre a demanda cai e vice-versa. Só no Brasil é que o restaurante tem queda na demanda, sobe mais o preço e aí depois fecha as portas! E se tem um setor que ainda precisa aprender isso, é o de serviços. Pior do que ter margem espremida, é não ter venda e quando se trata de custo de um cabelereiro, é que nem assento de avião vazio: no limite, o importante é encher. Talvez toda a “paulada” que foi dada na economia possa reeducar os empresários e agentes econômicos nas suas decisões de precificação dos produtos. E como a indexação é talvez o mal mais perene do Brasil, nossa típica jabuticaba, a indicação de um controle maior da inflação é uma ótima notícia de longo prazo. Como podemos observar no gráfico abaixo, a expectativa de inflação para os próximos 12 meses já é melhor em 3 anos, com clara tendência de queda após a expectativa de mudança de governo.

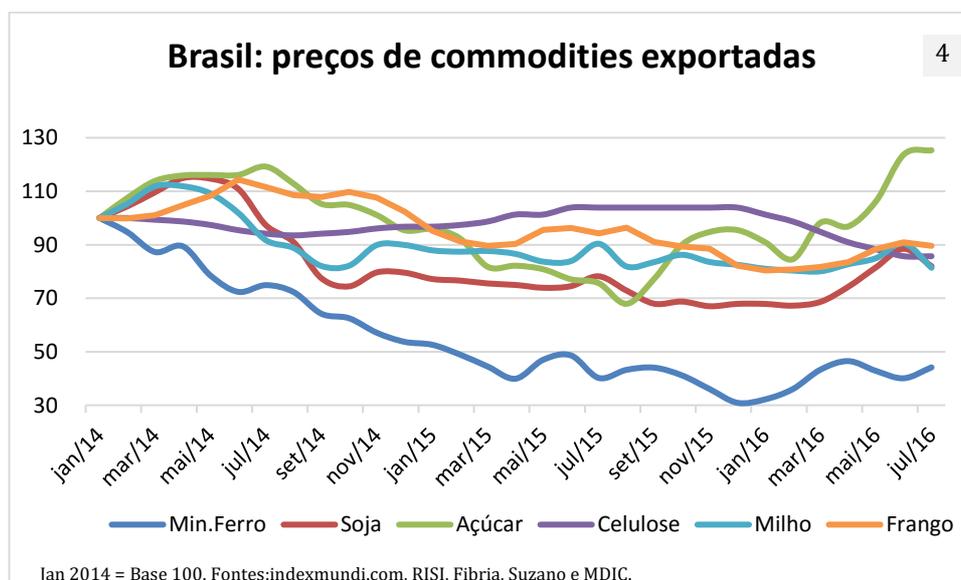


A queda da inflação significa um cenário mais previsível significa redução de custos e ganho de poder de compra. É o alicerce fundamental para o país ter uma recuperação sustentável. O grande risco do cenário otimista, por outro lado, chama-se gasto do governo. É fundamental acabar a farra de reajustes salariais e reduzir o tamanho do estado, com privatizações, extinção de ministérios, secretarias e tantos órgãos inúteis que só servem para drenar o país, como é o caso da EBC, Empresa Brasileira de Comunicação, famosa pela audiência traço.

Aliás, até o momento o mercado financeiro e os empresários concederam o benefício da dúvida, mas após a conclusão do impeachment é esperado que o governo tome as medidas amargas e impopulares, senão teremos uma reversão do otimismo, pois os tomadores de decisão não querem trocar seis por meia dúzia. Neste sentido, o PSDB tem sido o principal porta voz da responsabilidade e de pressionar

pelo fim da farra, como é o caso dos recentes aumentos salariais de meia dúzia de classes lobistas do governo.

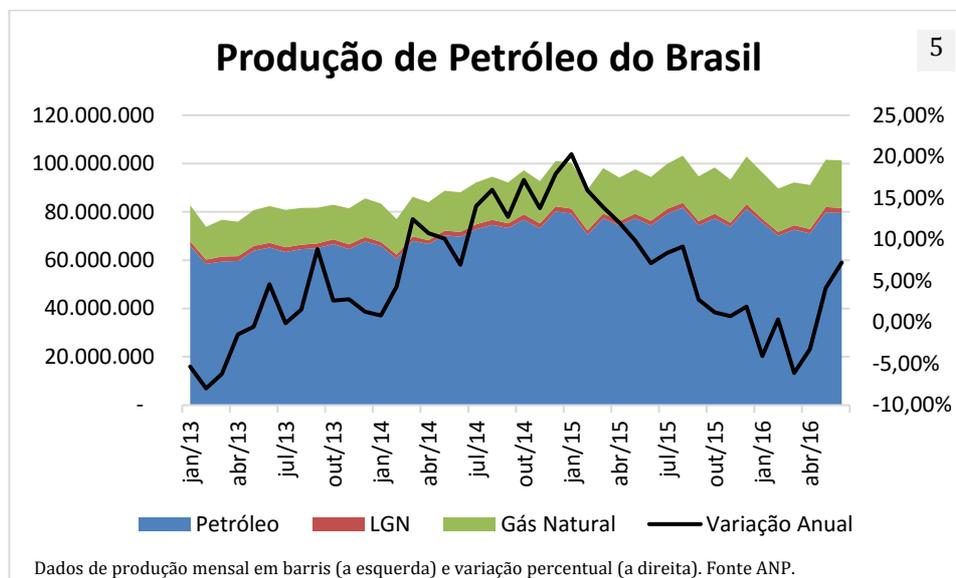
Um fator que tende a ser positivo para o país no médio prazo é a estabilização e até a recuperação de vários produtos que o país exporta, como é o caso do açúcar, que está no maior patamar em 4 anos (conforme observamos no gráfico 4) e do minério de ferro, que está num patamar superior a US\$60 pela primeira vez em 12 meses. No caso do açúcar, parece que estamos entrando em um novo ciclo virtuoso, permitindo a tão esperada expansão da indústria, que deve ter um impacto positivo especialmente nos estados de São Paulo, Goiás e Minas Gerais nos próximos anos. O setor financeiro, neste caso, também agradece, pois há um volume relevante de passivos financeiros das usinas, superior a R\$100 bilhões. Já no minério de ferro, vale ressaltar que no último trimestre teremos a inauguração do maior projeto do mundo, Carajás S11D, com capacidade de 90 milhões de toneladas, algo em torno de 20% da produção atual do Brasil.



Atividade: Otimista

Dentro de um cenário onde o crescimento do consumo tende a ficar limitado devido a problemas com seus dois motores – renda e crédito – dependemos de alguns fatores extras para reanimar a atividade. Dentro desta conjuntura, temos como destaque setores que nos últimos 12-24 meses têm sido mais parte do problema do que da solução: o setor de petróleo e o setor de açúcar e etanol. No setor de petróleo o que estamos observando é a entrada em operação de várias plataformas que já haviam sido contratadas há vários anos, além de várias medidas de melhoria operacional. Com isso, o Brasil é destaque internacional na adição de produção de petróleo “Não OPEP”, como o setor de petróleo se refere aos produtores fora do cartel. Segundo o relatório *Short-Term Energy Outlook (STEO)* da *U.S. Energy Information Administration*, o Brasil deve adicionar 50.000 barris/dia entre 2016 e 2017, sendo um dos poucos países com performance positiva, ao lado do Canadá e Rússia. Pelo que temos observado na evolução recente e na sinalização da Petrobrás, é provável que o Brasil bata de modo relevante essa expectativa, com adição superior a 200.000 barris/dia no mesmo período. Como podemos visualizar no gráfico 5, a produção tem apresentado forte crescimento (+7,2% em junho) após várias paradas de

plataformas para manutenção no primeiro trimestre e entrada de novas plataformas, especialmente no pré sal, onde a produtividade dos poços tem apresentado uma performance incomparável do ponto de vista positivo.

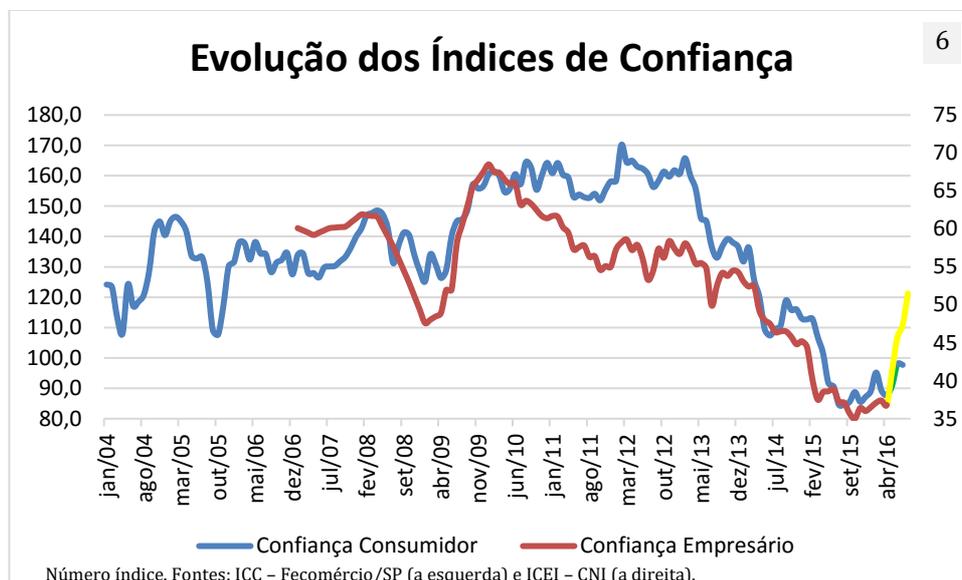


No setor de açúcar e etanol observamos um crescimento de 13% na produção acumulada até julho de 2016, com rendimento de cana levemente superior ao da safra anterior. A Datagro, uma das consultorias mais renomadas do setor, no entanto, espera uma leve queda na produção total devido a fatores climáticos. O fato é que o setor está finalmente tendo uma excelente safra e vamos ver as economias ligadas ao setor sofrendo um impacto positivo.

Mas o melhor indicador antecedente para a atividade é, sem dúvida, a confiança do empresário, que explodiu após o início do processo de impeachment (vide gráfico 6). Com maior confiança o empresário volta a investir, volta a contratar, e assim a máquina vai girando. Dado que muitas empresas estão com grande capacidade ociosa, num primeiro momento a maior confiança deve refletir em uma retenção de talentos e também em um aquecimento da atividade de M&A, na busca de ganhos de escala, dentre outros.

Inflação: Otimista

Estamos bastante otimistas com o cenário da inflação para os próximos 12-18 meses. Além do impacto positivo da queda dos preços de energia elétrica e do gás natural, a recessão está começando a pesar em setores até então mau acostumados, como o de serviços, que apenas repassava sempre os aumentos de preços. A sensação é de que alguns preços chegaram ao seu limite de alta e atingiram uma ineficiência, trazendo uma queda de demanda superior ao aumento de preços. No setor de educação, por exemplo, algumas escolas já tiveram perdas de mais de 10% na sua base após os reajustes em 2016 e o cenário pode ficar mais dramático em 2017. Nos salões de beleza, observa-se uma queda no movimento com alguns clientes reduzindo a demanda ou substituindo os serviços em casa. Clientes nosso de produtos de beleza profissionais, por exemplo, estão observando um maior consumo do cliente final nas lojas especializadas, que reflete esse comportamento.



Além da pressão negativa da demanda, os custos de algumas empresas tendem a cair com a queda do preço da energia e do gás natural e a recente valorização do real também terá impacto positivo, reduzindo os custos em dólares de vários insumos. Da cotação do dólar na virada do ano, em torno de R\$3,96, para o patamar atual próximo a R\$3,30, já observamos uma queda de 17%. A nova queda do petróleo, de quase 20% apenas entre junho e julho – de US\$50 para US\$40, também terá impactos em toda a cadeia de derivados, com exceção da gasolina, que está sendo mantida em patamares elevados para pagar a “conta petróleo” que o governo Dilma voltou a criar.

Na outra ponta temos como vilões os alimentos, que refletiram a inesperada quebra de safra, motivada pelo fator climático. O destaque é o feijão, que subiu quase 100% em 2016 (até agosto), e foi motivo de piadas nas redes sociais. Teve gente que disse que o transporte desse alimento estava sendo feito de carro forte! O outro destaque é o leite, que também subiu 42% em 2016 até julho segundo o CEPEA. O preço do leite já aponta reversão no atacado em agosto e o feijão também cair, mas somente mais para o final de 2016 e início de 2017, quando novas safras entrarão no mercado. Além desses alimentos, o preço do trigo atingiu recentemente o nível mais baixo (em dólar) dos últimos 10 anos e está com queda em reais de 30% em 2016 (até agosto), ainda a ser capturado nos seus derivados com um certo atraso nos próximos 12 meses devido a questões específicas da oferta interna - dado a forte alta do milho no primeiro semestre, várias indústrias de frango substituíram com trigo na ração, causando uma relação de estoque/demanda apertada no Brasil. Em resumo, temos uma deflação contratada de uns 2-3 pontos percentuais nos próximos 12 meses assumindo que o dólar se mantenha em no máximo R\$3,30. Não é absurdo se a inflação de 2017 fechar abaixo de 4%, o que seria o melhor resultado em 10 anos.

Emprego: Pessimista

Mesmo com a virada nas expectativas, acreditamos que o mercado de trabalho ainda tende a piorar pelo menos até a metade de 2017, atingindo entre 13-14% em uma projeção otimista (o último dado de julho de 2016 foi de 11,6%). Dado a atual conjuntura, com queda de vendas e de produtividade, além de muita

capacidade ociosa, haverá uma grande resistência para novas contratações e os empresários, mesmo em um cenário positivo, vão buscar ocupar ao máximo os mesmos funcionários com horas extras ou utilização de banco de horas. Também é possível que continue durante vários trimestres uma troca de funcionários antigos e caros por funcionários mais novos com custos bem menores.

Além disso, as reformas trabalhistas que estão por vir, com destaque para a terceirização, vão continuar colocando pressão no salário médio, pois tende a permitir que as empresas contratem pessoas de sindicatos menos exigentes para realizar os mesmos serviços. Esta, aliás, é uma medida fundamental para a competitividade do Brasil no longo prazo. Ficamos reféns dos sindicatos, que vivem na sua própria bolha, como se a competição hoje não fosse global. Portanto, salvo uma surpresa muito positiva, o mercado de trabalho continuará pressionado pelos próximos 18 meses, com taxas de desemprego de dois dígitos e salário real em queda.

Governo: Otimista – Massacre do PT no horizonte....

Nas eleições de 2016, não precisa ser um gênio para chegar na principal conclusão: o PT será massacrado, provavelmente não ganhará uma capital sequer com exceção de Rio Branco e dentre as grandes cidades, Betim é uma das raras exceções. Em resumo, no G93 (93 maiores cidades), conforme computado pelo excelente colunista Fernando Rodrigues, o PT elegeu 17 prefeitos em 2012, mas acreditamos que se chegar a 5 em 2016 é para abrir champanhe. O grande vencedor tende a ser o PSDB, com largo destaque para o estado de São Paulo, onde deverá conquistar a capital, Osasco, Barueri... Em resumo, de 27 cidades de SP no G93, o partido deverá levar mais da metade, na melhor performance da sua história. Do total de 27 capitais, hoje o partido governa 4 e deve evoluir para 7, com destaque para o maior eleitorado, São Paulo. Uma ala que deve ser massacrada (também não precisa ser gênio para analisar isso) é o PMDB do RJ, que representa quase 15% da bancada total de deputados do partido. Ou seja, buraco a vista para 2018. Entre os vencedores, o DEM deve apresentar forte crescimento, até porque parte de uma base deprimida e deve ter um bom destaque na Bahia, agora que reduziu a anestesia do bolsa família. O PSB também deve apresentar um fortalecimento relevante. Do outro lado, partidos satélites do PT como o PC do B tendem a desaparecer (têm uma chapa forte e relevante em Porto Alegre) e a Rede não deve sair do seu traço, sem sustentação financeira nem tempo de TV. No mais, a eleição ainda deve continuar pulverizada. O grande vencedor, pensando em 2018, é Geraldo Alckmin, que leva a jóia da coroa, consolida o partido ainda mais em São Paulo e até o momento não sofreu quaisquer avarias com as investigações em curso. E na linha do governador de São Paulo projeta-se uma aliança PSDB-PSB-DEM (e talvez PMDB), com o PSB e o DEM disputando o posto de segundo aliado mais importante. No geral, teremos uma migração ideológica (se é que faz sentido falar ideologia no Brasil) para a direita, com vitória de mais empresários e uma tendência de estado menor.

Do lado fiscal, tivemos uma sinalização excelente dentro das limitações políticas - gasto subirá somente a inflação do ano anterior – mas ainda aquém do ideal. Como ficamos com grande capacidade ociosa, é possível que tenhamos surpresas no crescimento do PIB, compensando a tímida medida de controle fiscal no curto prazo. Por outro lado, já foram aprovados absurdos como aumentos de dois dígitos para a minoria que tem estabilidade e ganha bem acima da média do brasileiro enquanto milhões do setor privado ficam na rua da amargura. O recente embate sobre o reajuste do STF parece sinalizar que a festa vai acabar, que é o que nós e o mercado financeiro esperamos. Então, do ponto de vista fiscal, temos os seguintes pontos relevantes: 1) Suspensão de mais aumentos de salários; 2) Aprovação da limitação de evolução das despesas; 3) Medidas administrativas para redução de despesas da

Previdência; 4)Unificação da Previdência Rural e Urbana; 5)Alguma reforma trabalhista; 6) Extinção de alguns órgãos públicos como a EBC; 7)Privatização de parte da Eletrobrás, Infraero e outras estatais relevantes; 8)Nova mini reforma política, reforçando a concentração partidária. O lado mais positivo de toda a conjuntura é que Brasília parece ter chegado à conclusão que o Brasil inteiro já chegou há tempos: acabou a farra de impostos.

Investimento: Otimista

Com o cenário pós impeachment, o Brasil ganha elementos fundamentais para a atração de investimentos: confiança e previsibilidade. Adicione a isto um novo conjunto de privatizações e concessões. No setor de petróleo e gás a tendência é de parte relevante da exploração seja conduzida por outras empresas que não a Petrobrás, o que é positivo no longo prazo por causar uma redução de risco setorial. Sai o monopólio e entra uma competição mais pulverizada. Neste sentido foi realizada a venda da participação da empresa no campo de Carcará, que tem potencial para uma produção entre 500.000 e 800.000 barris dia no longo prazo e foi vendido à Statoil. No setor de energia também deveremos observar um forte movimento de desinvestimento por parte da Eletrobrás, que privatizará todas as distribuidoras de energia sob o seu comando, começando pela Celg e venderá algumas das dezenas de SPes que possui, além de possivelmente vender parte de Furnas, sua maior subsidiária.

Nos governos estaduais é provável que haja uma nova rodada de privatizações, capitaneada pelo governo de São Paulo. Em agosto foi decidido que a linha 5 e a linha 17 serão privatizados em 2017, o que será excelente no longo prazo. Esta concessão, aliás, tem risco de ser uma das top do ano, com participação de vários grupos internacionais dado a sua dimensão e risco limitado, pois as linhas serão entregues prontas. Para quem questiona a privatização, é só comparar quantas vezes ouvimos falar em greve na linha 4, que é privada, e quantas vezes ouvimos falar em greve no Metrô, que é público e possui quase que um poder paralelo. A empresa pública sempre será privada: ou para meia dúzia, ou para a população... No setor de saneamento, é muito provável que ocorra um movimento de venda de empresas – um dos possíveis destaques é a Cedae do Rio de Janeiro - ou uma aceleração de concessões municipais para empresas privadas.

Setor Externo: Otimista

Após 18 meses de um forte ajuste, o saldo da balança comercial anualizado está próximo de U\$50 bilhões, mas a corrente comercial ainda está aquém do ideal. O dólar abaixo de R\$3,50 já torna menos atrativo as exportações. Mas acreditamos que a mentalidade exportadora já mudou, pois ficou claro com os últimos dois anos que é necessário diversificar os mercados. Vide, por exemplo a Natura, que tem patinado nas vendas no Brasil mas já possui um desempenho positivo em outros mercados da América Latina.

A tendência é de às exportações passarem a consolidar um crescimento em bases anuais ao longo do segundo semestre. Além do esperado aumento da quantidade de produtos industrializados, temos a novidade da recuperação dos preços das commodities, como observamos no gráfico 4. Por outro lado, em 2016 o Brasil está sofrendo a primeira quebra de safra relevante dos últimos 10 anos devido a fatores climáticos. Com isto é provável um impacto negativo em quantidade exportada nos próximos 6 meses, até a chegada da nova safra.

Perspectiva dos Mercados

Bolsa: Otimista

Os últimos meses foram excelentes para as principais empresas listadas na Bolsa, com destaque para as estatais Petrobrás e Eletrobrás, que renasceram das cinzas com a expectativa de uma gestão honesta e competente. As primeiras operações de captação de recursos foram positivas. A Energisa fez uma abertura de capital (era listada, mas sem liquidez) em julho com captação de R\$1,4 bilhões e a CVC teve o seu controle pulverizado em operação de R\$1,2 bilhões. Esta engrenagem estava travada e é fundamental para o país. Dezenas de empresas tiveram investimentos de fundos de *private equity* e precisam ter a bolsa como um dos canais de realização desses investimentos, permitindo a esses fundos a realização de lucros e a utilização dos recursos para novas rodadas de investimentos em novas empresas e assim por diante. Fala-se no mercado de algo como 20 ofertas nos próximos 12 meses (entre aberturas de capital e ofertas secundárias, onde os atuais acionistas vendem participação) e acreditamos ser plenamente factível. A seguir destacamos algumas das empresas no radar:

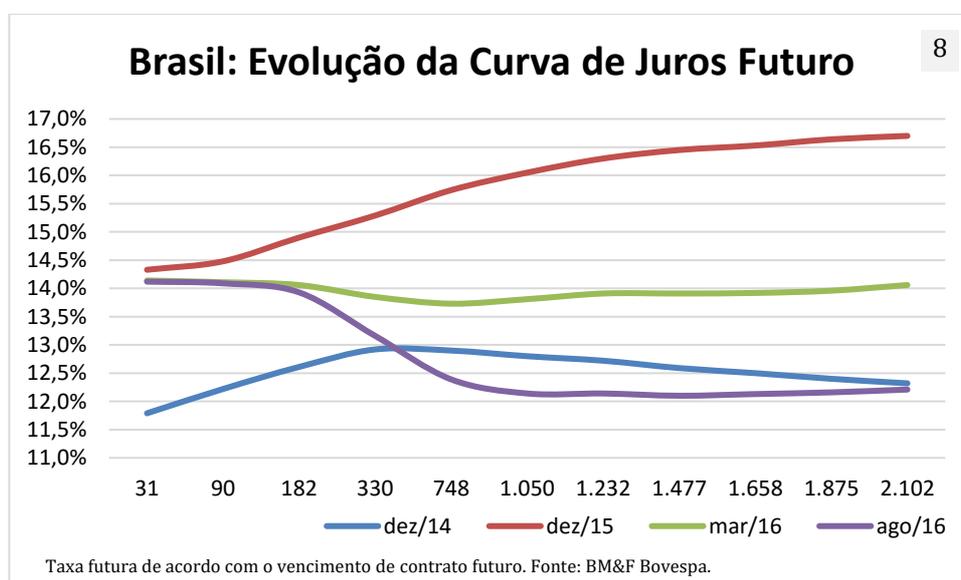
Relação de Possíveis Ofertas de Ações no Brasil nos próximos 18 meses* 7

Empresa	Segmento	Status	Operação/Vendedores
LOG Comercial	Locação Galpões	Em análise CVM	IPO/ MRV e outros
Alliar	Saúde	Em análise CVM	IPO/Patria
Taesá	Energia Elétrica	4T 2016?	<i>Follow-on</i> /CEMIG
IRB	Seguros	4T 2016?	IPO/Gov.Federal, bancos
Tenda	Construção	2017?	IPO/Gafisa
Caixa Seguridade	Seguros	2017	IPO/CEF
Loterias Caixa	Loterias	2017?	IPO/CEF
Azul	Aviação	2017	IPO/fundos
Banco do Brasil	Bancos	12 meses	<i>Follow-on</i> /Fundo Soberano
Infraero	Infraestrutura	2017?	IPO/Governo Federal
Pague Menos	Farma	2017?	IPO/Acionistas
Univ. Cruzeiro do Sul	Educação	2017	IPO/Actis
Rede D'Or	Saúde	2017?	IPO/Acionistas
Unidas	Locação	2017	IPO/Acionistas
Inverpar	Infraestrutura	2017?	IPO/Acionistas
CESP	Energia Elétrica	2017	<i>Follow-on</i> /Estado de SP
Copel	Energia Elétrica	2017	<i>Follow-on</i> /Estado do PR
Sanepar	Utilidade Pública	2017	<i>Follow-on</i> /Estado do PR
Netshoes	Varejo Internet	2017	IPO/Acionistas
Carrefour Brasil	Varejo	2017	IPO/Carrefour
AEGEA	Utilidade Pública	2017	IPO/Acionistas
Inbrands	Varejo	2017	IPO/Acionistas
Furnas	Energia Elétrica	2017?	IPO/Eletrobrás

*Estimativa. Somente a oferta da LOG está registrada. Fontes: Valor, Estado de SP e Vera Cruz Investimentos.

Juros: Otimista

Após uma grande melhoria na curva de juros desde a instauração do processo de impeachment (vide gráfico 8), a taxa de juros futura longa, acima de 5 anos, está estabilizada em torno de 12% nos últimos 2 meses, aguardando a concretização de medidas de austeridade fiscal pós conclusão do impeachment. Para se ter uma ideia, esta mesma taxa estava em quase 17% no final de 2015. Na medida que as reformas ocorram e a inflação de 12 meses sinalize um nível próximo da meta de 4,5% para 2017, a tendência é de grande queda da curva, que também será sancionada pela redução de juros. Como já colocamos, num cenário otimista é possível pensar em uma taxa de um dígito ao final de 2017, o que faria com que a curva longa caísse dos 12% para algo com 7 a 8%. Salvo uma falta de inteligência política do novo governo, nesta variável chave da economia o cenário é amplamente otimista, com taxas em queda bastante relevante.



Dólar: Otimista/Neutro

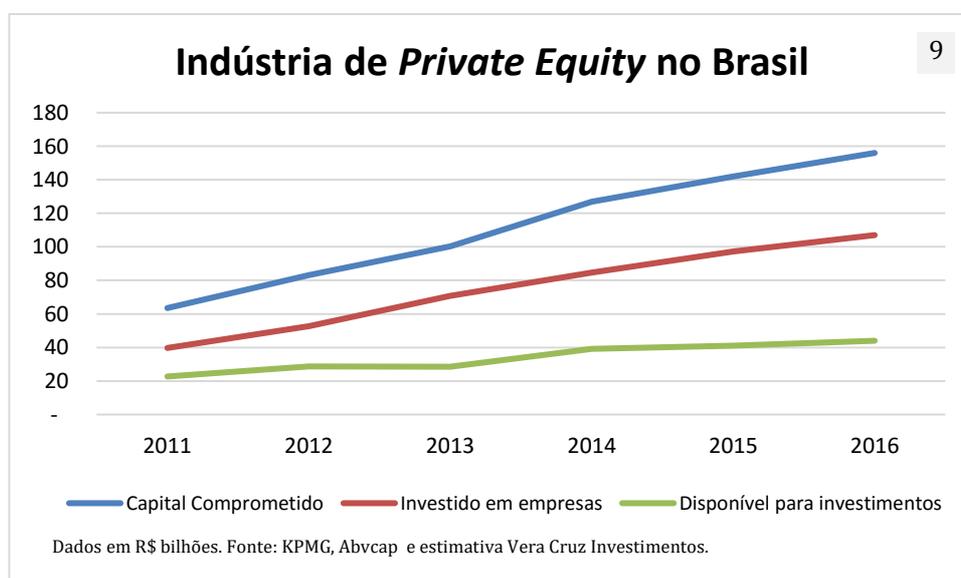
No cenário pós impeachment e com reformas a pressão do dólar é para baixo. Ao Banco Central só cabe devolver os dólares vendidos via swaps (estão devolvendo entre US\$500mm e US\$750mm por dia) e torcer para o governo consolidar parte das medidas fiscais relevantes para assim sinalizar taxas de juros menores. Em uma economia normal, a taxa de juros e o seu diferencial para outros países é o grande fator de valorização ou não da taxa de câmbio. A continuar a conjuntura global relativamente benigna e considerando a aprovação de reformas com impacto fiscal positivo, só restará ao Banco Central combater a entrada de dólares com a redução da taxa de juros para novos patamares mínimos, reforçando a queda nos gastos do governo e o crescimento da economia. O lado negativo desta variável é o Brasil voltar a ficar caro (via o real forte), impactando negativamente o desempenho da indústria. É um jogo de xadrez interessante onde é fundamental a disciplina fiscal. No limite, o governo poderia considerar a retirada de alguns incentivos ao capital estrangeiro, como uma taxa de entrada, algo que é aplicado em alguns países, ou uma majoração de alíquota de IR nas aplicações em títulos públicos para investidor estrangeiro, que são isentos desde 2006.

M&A: Otimista

O mercado de fusões e aquisições apresentou uma queda de 27% nos primeiros cinco meses de 2016 de acordo com a PwC, mas saiu no lucro dado a conjuntura, onde muitas empresas só faltaram dar ordem para os administradores prenderem a respiração até a votação do impeachment. A quantidade de ativos disponíveis para investimento é enorme, com destaque para setores mais dependentes de crédito e ligados a construtoras, como é o caso de concessões rodoviárias, aeroportos, saneamento, parques eólicos e PCHs (pequenas centrais hidroelétricas). Além disso, a agenda de privatização e consequente redução do estado voltou a voga (graças a Deus!), abrindo um espaço gigante para a iniciativa privada. Somente a Eletrobrás possui mais de uma centena de investimentos em subsidiárias, seja em participações minoritárias, seja em majoritárias.

Do outro lado temos uma lista grande de compradores, com participação crescente de estrangeiros e vale a pena destacar os chineses. As empresas chinesas têm sido muito agressivas, com destaque para o setor de energia. Em julho a CTG (China Three Gorges) Brasil assumiu oficialmente as concessões de Ilha Solteira e Jupiá, tornando-se a segunda maior geradora privada de energia do país em capacidade, com 4,9 mil MW. Quanto custou? R\$14 bilhões! A State Grid, por sua vez, entrou no bloco de controle da CPFL, maior empresa privada do setor, responsável por cerca de 12% da distribuição de energia do Brasil e terceiro maior gerador privado de energia do país, com 3,2 mil MW de capacidade. Somente a compra da participação da Camargo Correia saiu por R\$5,9 bilhões, conta esta que pode chegar a R\$20 bilhões se comprar as participações dos demais investidores da CPFL no mercado. Este é um fenômeno global, onde as empresas chinesas estão ganhando destaque com grandes compras ou pelo menos ofertas de compras.

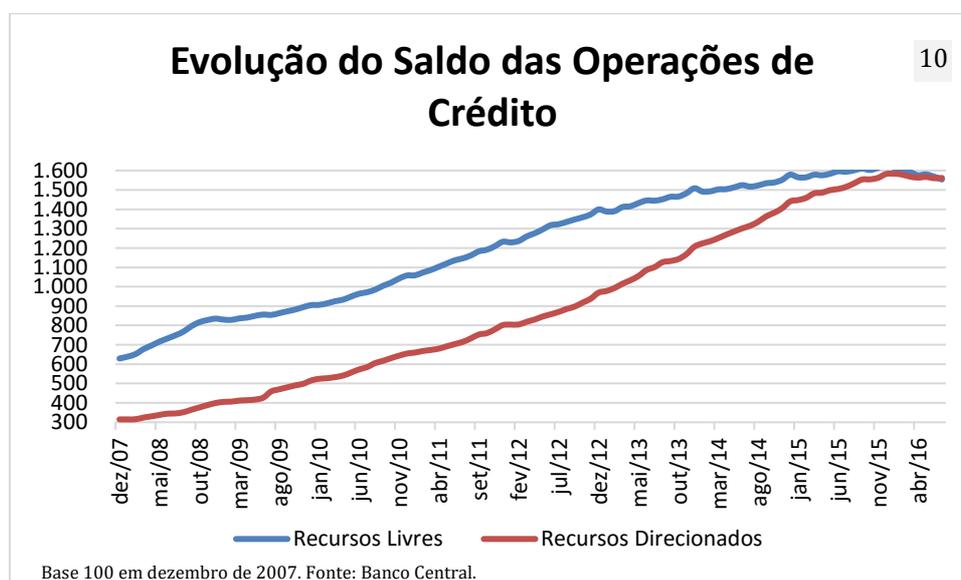
Mas os grandes compradores tradicionais, além de estratégicos, são os fundos de *Private Equity*, que possuem uma atuação pujante no Brasil, com bastante capital e diversos players, alguns com foco e *know how* em setores específicos com o agro ou biotecnologia e com espaço para entidades nacionais, regionais (foco América Latina) e globais. Essa indústria vem crescendo de modo consistente como podemos observar no gráfico 9.



Crédito Privado: Neutro

O processo de impeachment e a expectativa de um comportamento mais benigno dos Banco Centrais dos países desenvolvidos está permitindo uma melhoria relevante no mercado de crédito para empresas brasileiras. As captações externas, que estavam travadas desde o segundo semestre de 2015, voltaram a acontecer com operações relevantes, como a emissão de 10 anos da Petrobras e de 10 anos da Vale, dentre outros. O custo, óbvio está bem mais salgado, cerca de 2 a 3 pontos pior que há 5 anos atrás, refletindo a perda de grau de investimento do Brasil e a piora de crédito das empresas brasileiras. Então, para as grandes empresas, voltamos a ter a possibilidade do mercado externo.

Em relação ao mercado interno, o mercado de crédito continua muito retraído (vide gráfico 10). Só para esclarecer, como o mercado está com crescimento zero e o custo médio do mercado é 33%, isto significa que as empresas estão sendo drenadas em 33%, conseguindo no máximo rolar o principal. Com a recessão e a crise de crédito, não é à toa que continuam sendo decretadas uma grande quantidade de RJs (Recuperação Judicial, a antiga Concordata), algumas de grande complexidade, como é o caso da Oi, que possui 68.000 credores! Por outro lado, estamos observando uma taxa de sucesso bem maior nessas RJs, como é o caso da Eneva, que entrou neste regime em abril de 2015 e saiu em junho de 2016, após realizar uma reestruturação societária, dentre outros. Então há luz no fim do túnel para as RJs, especialmente de grandes empresas.



Mas o caminho de melhoria do canal de crédito ainda é longo e as empresas estão muitas vezes repassando para os fornecedores a sua necessidade de financiamento. Em alguns casos, há quase um calote branco, como foi o caso de uma siderúrgica que comunicou em agosto que o prazo de pagamento passaria de 30 para 120 dias. Dentro desses exemplos, não precisa dizer que está pagando o pato: o pequeno fornecedor...

No mercado de capitais o volume de operações também tem sido fraco, mas temos observado um destaque positivo para dívidas lastreadas em ativos agrícolas, que possuem benefício fiscal, com isenção

de IR para investidores pessoa física. Como o setor de agro é um bicho complexo, a saída mais utilizada é trabalhar com grandes empresas de primeira linha que assumem o risco do setor. E aí entra a criatividade brasileira de pegar diversas operações que têm alguma pegada de agro para substanciar o CRA e obter o incentivo fiscal. Mas o mercado de dívida estruturada de agro ainda é pequeno dentro de toda a demanda do mercado, então ainda não salva a lavoura, com perdão do trocadilho...

Commodities: Neutro/Otimista

O preço das commodities atingiu o fim do mundo em janeiro e, desde então tem tido um desempenho com viés positivo. Dentro das commodities metálicas e energia, o único desempenho negativo mais recente é o do petróleo, pois os principais produtores continuam produzindo em altos níveis, inclusive os produtores de *fracking oil* dos Estados Unidos, que supostamente sofreriam com altos custos de produção. Segundo o DOE, apenas no segundo semestre de 2017 é que o mundo deverá voltar a um déficit, com consumo superando a oferta. Até lá, os estoques continuarão subindo, embora em um ritmo mais próximo do equilíbrio.

No mercado de minério de ferro, que tem grande impacto para o Brasil, o grande evento é a inauguração do projeto Carajás S11D da Vale, que sozinho representa cerca de 8% do mercado interoceânico de minério de ferro. O que a Vale tem sinalizado ao mercado é que não inundará com grande oferta e, em vez disso, tende a fechar minas menos produtivas pelo menos temporariamente. Também observamos o fechamento gradativo de vários concorrentes menores e o mercado vai ficar mesmo nas mãos da Vale, BHP, Rio Tinto e a novata Fortescue, que é a única entrante do clube das grandes após o último ciclo de crescimento. Tudo considerado, o minério de ferro tende a ficar de lado, entre US\$50 e US\$60 a tonelada. Outros metais, como o cobre e o níquel, estão com um cenário mais ajustado de novas ofertas e ensaiam uma recuperação de preços, embora ainda estejam em torno dos menores patamares em 5 anos.

Nas commodities agrícolas nós já observamos comportamentos diversos de preços. Por um lado, o trigo atingiu o menor patamar em anos, refletindo a forte produção de vários países, com destaque para a Rússia e Ucrânia. Por outro lado, o açúcar atingiu o maior patamar em 4 anos e o mercado global está em déficit pelo menos por mais 2 safras, fechando 3 anos de déficit, algo inédito nos últimos 20 anos. Segundo a Datagro, para a próxima safra o déficit será de 7,1 milhões de toneladas, o equivalente a 20% da produção brasileira ou 4% do consumo global. Como o Brasil é o grande produtor, parte do setor está quebrado e temos um atraso na oferta pois a cana de açúcar é uma planta de várias safras, acreditamos que a tendência para o açúcar é de manutenção a alta de preços num horizonte de 12 meses.

O carro chefe da agricultura brasileira, por sua vez, a soja também está com uma tendência positiva nos próximos 12 meses. O Brasil teve uma frustração na produção 2015/2016 e o consumo da China continua crescente. Segundo o *U.S. Department of Agriculture* – USDA – as importações devem subir de 83 milhões de toneladas na safra 2016/2017 para 110 milhões na safra 2025/2026. Já o milho tende a ter um preço mais estável diante de uma produção recorde dos EUA, que é o grande produtor global, e um consumo menor de milho para etanol.

Sobre a Vera Cruz Investimentos

A Vera Cruz Investimentos é uma empresa de Assessoria Financeira, *Wealth Management* (Gestão de Riqueza) e *Asset Management* (Gestão de Fundos). Seu foco é em empresas de *middle market* (com receita de R\$50 milhões a R\$1 bilhão) e investidores de alta renda e institucionais (com patrimônio com liquidez a partir de R\$1 milhão).



Disclaimer

As informações contidas neste relatório têm caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos ou oferta para aquisição de valores mobiliários. As atividades de gestão de recursos são realizadas pelo sócio Márcio Macêdo, administrador de carteiras autorizado CVM de acordo com Ato declaratório nº 11734, publicado no DO em 13/6/2011, página 38, seção 01 - <http://brasildo.com/diario-oficial-da-uniao/1-regiao/2011-06-13/p-38>.